

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL DOUTORADO**

BRUNO DE MEDEIROS TEIXEIRA

***DISCLOSURE* DE PRÁTICAS DE SUSTENTABILIDADE E O CUSTO DE
FINANCIAMENTO DAS ORGANIZAÇÕES FINANCEIRAS COOPERATIVAS**

Porto Alegre

2024

BRUNO DE MEDEIROS TEIXEIRA

***DISCLOSURE DE PRÁTICAS DE SUSTENTABILIDADE E O CUSTO DE
FINANCIAMENTO DAS ORGANIZAÇÕES FINANCEIRAS COOPERATIVAS***

Tese apresentada como requisito parcial para
obtenção do título de Doutor em Ciências
Contábeis, pelo Programa de Pós-Graduação
em Ciências Contábeis da Universidade do
Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS

Orientadora: Prof^ª. Dra. Clea Beatriz Macagnan

Porto Alegre

2024

T266d Teixeira, Bruno de Medeiros.
Disclosure de práticas de sustentabilidade e o custo de
financiamento das organizações financeiras cooperativas /
Bruno de Medeiros Teixeira. – 2024.
88 f. : il. ; 30 cm.

Tese (doutorado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos,
Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, 2024.
“Orientadora: Prof^a. Dra. Clea Beatriz Macagnan”.

1. Disclosure. 2. Organizações financeiras cooperativas.
3. Sustentabilidade. 4. Custo de financiamento. I. Título.

CDU 657

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Bibliotecária: Amanda Schuster Ditbenner – CRB 10/2517)

“Peçam, e lhes será dado; busquem, e encontrarão; batam, e a porta será aberta para vocês. Pois todo o que pede, recebe; o que busca, encontra; e àquele que bate, a porta será aberta.”

Mateus 7:7-8

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus e a Nosso Senhor Jesus Cristo por me concederem sabedoria e saúde, permitindo que eu chegasse até aqui. Também sou grato por nunca terem me abandonado ao longo deste percurso repleto de desafios.

Agradeço especialmente à professora Dra. Clea Beatriz Macagnan, minha orientadora, por sua dedicação, paciência e valiosas orientações, que foram fundamentais para o desenvolvimento desta tese e para o meu crescimento acadêmico e pessoal. Agradeço também aos professores que integraram o Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS) por contribuírem para a minha formação acadêmica.

Minha gratidão à minha esposa Fran, que esteve comigo durante toda essa jornada, desde o momento em que eu sonhava em fazer um doutorado até aqui. Você esteve ao meu lado nos momentos felizes e nos momentos difíceis, com seu amor, alegria e sorriso genuíno. Amor, acredito que conseguimos fechar, neste ano, as janelas que estavam abertas, e agora podemos abrir as portas para novos sonhos. Te amo!

Minha gratidão ao meu filho Henrique, que me motiva a trabalhar e estudar diariamente, contribuindo para que eu chegasse até aqui. Espero que, um dia, eu possa inspirá-lo e enchê-lo de orgulho, mostrando que, com esforço e dedicação, podemos alcançar nossos sonhos. Te amo, meu filho, você é tudo na minha vida!

Minha gratidão à minha família, especialmente ao meu pai, Adlar, e à minha mãe, Roselei. Vocês sempre me ensinaram que o estudo é o caminho para vencer na vida, e acredito que consegui. Obrigado por todos os valores que me transmitiram. Tenho muito orgulho de ser filho de vocês. À minha irmã Júlia, agradeço por sempre me motivar a fazer o doutorado, mesmo quando as possibilidades eram remotas. Amo vocês!

Por fim, agradeço ao meu sogro, Alceu, e à minha sogra, Celoni, pela paciência e compreensão durante esses quatro anos, que nos impediram de estarmos mais próximos. Muito obrigado.

RESUMO

Este estudo teve como objetivo analisar o nível de *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, e sua relação com o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas. A hipótese central é que o nível de *disclosure* dessas informações legitima a gestão das cooperativas, implicando na redução de seu custo de financiamento. Metodologicamente, os indicadores de sustentabilidade desenvolvidos por Macagnan e Seibert (2021) foram adaptados para o contexto das organizações financeiras cooperativas e validados junto a cooperados desse tipo de organização e especialistas. Os resultados indicaram que o nível de *disclosure* de práticas de sustentabilidade (IS) possui uma relação negativa com o custo de financiamento (CF). Além disso, foi calculado o ponto mínimo no qual o nível de *disclosure* de sustentabilidade (IS) reduz o custo de financiamento (CF) ao seu valor mais baixo, sendo este 0,7873133. Conclui-se que os gestores divulgam informações de sustentabilidade para se legitimarem perante os *stakeholders*, assegurando a manutenção do contrato social. Ao fazerem isso, reforçam o compromisso com os princípios cooperativistas, distinguindo as organizações financeiras cooperativas dos bancos tradicionais.

Palavras-chave: *Disclosure*, Organizações Financeiras Cooperativas, Sustentabilidade, Custo de Financiamento.

ABSTRACT

This study aimed to analyze the level of disclosure of sustainability practices information from the stakeholders' perspective and its relationship with the funding cost of cooperative financial organizations. The central hypothesis is that the level of disclosure of such information legitimizes the management of cooperatives, leading to a reduction in their funding costs. Methodologically, the sustainability indicators developed by Macagnan and Seibert (2021) were adapted to the context of cooperative financial organizations and validated with members of these organizations and specialists. The results indicated that the level of disclosure of sustainability practices (IS) has a negative relationship with the funding cost (CF). Furthermore, the minimum point was calculated at which the level of sustainability disclosure (IS) minimizes the funding cost (CF), identified as 0.7873133. It is concluded that managers disclose sustainability information to legitimize themselves to stakeholders, ensuring the maintenance of the social contract. By doing so, they reinforce their commitment to cooperative principles, distinguishing cooperative financial organizations from traditional banks.

Keywords: Disclosure, Cooperative Financial Organizations, Sustainability, Funding Cost.

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Marco teórico da tese.....	19
---------------------------------------	----

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Relação percentual entre os ativos totais das organizações financeiras cooperativas e o produto interno bruto mundial	17
---	----

LISTA DE QUADROS

Quadros 1 - Princípios do cooperativismo	24
Quadros 2 - Manifesto de Davos 2020	32
Quadros 3 - Resumo das variáveis do estimador Feasible Generalized Least Squares (FGLS)	43
Quadros 4 - Ajustes propostos pelos <i>stakeholders</i> e especialistas	48
Quadros 5 - Variáveis de controle	49
Quadros 6 - Resumo e conclusões para os resultados do estudo.....	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Cotações das moedas em relação ao euro	44
Tabela 2 - Organizações financeiras cooperativas classificadas entre as 300 maiores cooperativas do mundo na categoria <i>turnover</i>	51
Tabela 3 - Organizações financeiras cooperativas classificadas entre as 300 maiores cooperativas do mundo na categoria <i>turnover over GDP per capita</i>	52
Tabela 4 - Análise descritiva da variável nível de <i>disclosure</i> de práticas representativas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas	56
Tabela 5 - Análise descritiva da variável nível de <i>disclosure</i> de práticas representativas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas, por pilar	56
Tabela 6 - Indicadores com maior nível de <i>disclosure</i> em cada pilar	57
Tabela 7 - Análise descritiva da variável dependente e das variáveis de controle.....	61
Tabela 8 - Matriz de correlação	63
Tabela 9 - Teste de Variance Inflation Factor (VIF)	63
Tabela 10 - Testes de heterocedasticidade e de autocorrelação	64
Tabela 11 - Resultados do estimador Feasible Generalized Least Squares (FGLS)	65
Tabela 12 - Resultados da equação polinomial	66
Tabela 13 - Resultado do cálculo do ponto de mínimo	67

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	11
1.1 Contextualização do problema de pesquisa.....	12
1.2 Objetivo geral	16
1.3 Tese.....	16
1.4 Justificativa e relevância.....	19
1.5 Delimitação do estudo e estrutura da tese	21
2 REVISÃO DA LITERATURA E FORMULAÇÃO DA HIPÓTESE.....	23
2.1 Revisão de literatura teórica e empírica	23
2.1.1 Cooperativismo e as organizações financeiras cooperativas.....	23
2.1.2 Assimetria de informação.....	28
2.1.3 <i>Disclosure</i> de práticas de sustentabilidade e teoria da legitimidade	32
2.2 Formulação da hipótese	36
3 METODOLOGIA.....	41
3.1 Modelo econométrico e variáveis.....	42
3.1.1 Variável dependente	45
3.1.2 Variáveis de interesse e de controle	46
3.2 População e amostra	50
3.3 Fontes das evidências e técnicas de coleta e análise dos dados.....	54
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	55
4.1 Análise descritiva da variável nível de <i>disclosure</i> de práticas representativas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas.....	55
4.2 Análise descritiva da variável dependente e das variáveis de controle	61
4.3 Análise de correlação das variáveis.....	62
4.4 Análise do estimador de <i>Feasible Generalized Least Squares</i> (FGLS).....	63
4.5 Discussão do resultado da hipótese	68
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	69
REFERÊNCIAS	71
ANEXO A – INDICADORES DE SUSTENTABILIDADE.....	80
ANEXO B – INDICADORES DE SUSTENTABILIDADE – 1ª VERSÃO.....	81
ANEXO C – INDICADORES DE SUSTENTABILIDADE – VERSÃO FINAL.....	85

1 INTRODUÇÃO

Esta tese tem como tema o *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade e o custo de financiamento (*funding cost*) de organizações financeiras cooperativas. As organizações financeiras cooperativas têm denominações distintas nas diversas comunidades em que estão inseridas, sendo elas: *credit unions*, *caisse populaires*, cooperativas de crédito e poupança, bancos cooperativos e *shinkin banks* (MCKILLOP *et al.*, 2020). Independentemente da denominação, as organizações financeiras cooperativas caracterizam-se como entidades formadas por membros associados (cooperados), cujo objetivo é a realização conjunta de atividades voltadas para o desenvolvimento econômico e social previamente estabelecido (MCKILLOP *et al.*, 2020; FERREIRA *et al.*, 2020; GÓMEZ-BISCARRI; LÓPEZ-ESPINOSA; MESA-TORO, 2022). Assim como as demais cooperativas, as organizações financeiras cooperativas não têm finalidade de lucro e suas ações devem ter como base os valores de autoajuda, autorresponsabilidade, democracia, igualdade, equidade e solidariedade (INTERNATIONAL COOPERATIVE ALLIANCE – ICA, 2024). Ademais, o excedente financeiro das operações, quando presente, é distribuído entre os cooperados ao final de cada exercício social, sendo denominado sobras (FERREIRA *et al.*, 2020).

Nesse sentido, a sua forma de atuação é distinta das organizações financeiras tradicionais. Isso se revela principalmente em momentos de crise econômica, nos quais as organizações financeiras cooperativas mantêm seu papel de inclusão financeira e social, sem aumentar as restrições de crédito para famílias e pequenos negócios nas comunidades em que atuam. Em contraste, o comportamento oposto é observado em organizações financeiras tradicionais (YAMORI; HARIMAYA; TOMIMURA, 2017; MCKILLOP *et al.*, 2020; MANGAN; WARD, 2024).

Consequentemente, é possível que a relação estabelecida entre os *stakeholders* e as organizações financeiras cooperativas seja composta por expectativas alinhadas aos valores do cooperativismo, e não aos do sistema financeiro convencional, que foca as suas decisões operacionais na obtenção de lucro para seus acionistas (YAKAR PRITCHARD; ÇALIYURT, 2021). Portanto, a estratégia de divulgação das ações realizadas pelas organizações financeiras cooperativas deveria observar os anseios dos *stakeholders* em relação a uma cooperativa (MATHUVA; MBOYA; MCFIE, 2017). Essa atitude permitiria mitigar os problemas de assimetria de informação, que surgem à medida que os gestores dessas cooperativas detêm

todas as informações operacionais referentes às próprias cooperativas. Em outras palavras, um número mínimo de associados pode ocupar os espaços de gestão e, com isso, exercer controle operacional sobre as informações representativas de sustentabilidade da cooperativa, em detrimento do acesso dos *stakeholders* a essas informações. Salienta-se que as problemáticas fundamentadas em relações com assimetria de informação podem se refletir negativamente no desempenho das organizações financeiras cooperativas (MACAGNAN; SEIBERT, 2021), particularmente aumentando o seu custo de financiamento.

Nessa perspectiva, o *disclosure* de práticas de sustentabilidade pode ser um meio para que as organizações financeiras cooperativas alcancem os anseios de seus *stakeholders*, resultando na legitimação de seus gestores, os quais estabelecem o rumo das respectivas cooperativas. Em uma organização financeira cooperativa, tal abordagem pode colaborar para a manutenção e ampliação do seu quadro de cooperados, contribuindo para a redução do seu custo de financiamento e a continuidade de suas atividades no longo prazo (DUGUMA; HAN, 2018; HENOCK, 2019; MACAGNAN; SEIBERT, 2021). A literatura empírica tem indicado que o *disclosure* de práticas de sustentabilidade tem efeito sobre o custo de financiamento das organizações em geral. Entretanto, os resultados ainda são inconclusivos em organizações financeiras com fins lucrativos e escassos em organizações financeiras cooperativas (AGNESE; GIACOMINI, 2023; ANDRIEŞ; SPRINCEAN, 2023; DU *et al.*, 2023).

Tendo isso como base, é objeto desta tese a análise do nível de *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, e a sua relação com o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas. Além disso, é parte integrante do grupo de pesquisa Governança, registrado no CNPq. O próximo tópico apresenta a contextualização do problema de pesquisa.

1.1 Contextualização do problema de pesquisa

Berle e Means (1988) descrevem em sua obra que as sociedades anônimas, as quais se caracterizam pela fragmentação da propriedade, criaram relações decorrentes da separação entre o poder e a propriedade nominal. Neste caso, o poder de exercer o controle e de agir sobre os recursos, tangíveis e intangíveis dessas sociedades, concentrou-se nas mãos de poucos gestores. Ao mesmo tempo, restou aos proprietários nominais a expectativa de usufruto, respaldada por suas participações na sociedade (ações), e a possibilidade de obter maior liquidez desses ativos. Porém, na medida em que os proprietários nominais

renunciaram o poder decisório, em favor dos gestores, é possível que os recursos não sejam mais geridos de forma que assegure a eficiência econômica da respectiva sociedade de capital. Logo, os proprietários nominais poderiam ter a sua riqueza prejudicada. Essa situação pode ser provocada pela assimetria de informação, que possibilitaria aos gestores atuarem em desacordo com os interesses desses proprietários. Isso porque a assimetria de informação dificulta a supervisão dos proprietários nominais sobre as decisões dos gestores.

Dado que as firmas e demais organizações são uma ficção jurídica para fins de nexos contratuais, Jensen e Meckling (1976) revelaram que os problemas oriundos da separação entre o controle e a propriedade também estão presentes nas cooperativas. Nas organizações financeiras cooperativas os cooperados exercem o papel de proprietários, depositantes e mutuários, concomitantemente, em uma estrutura de propriedade constituída sem a existência de capital controlador, ou seja, é dispersa (MERCER; PÓVOA; PICCOLI, 2019). Portanto, caberia aos gestores equilibrar os interesses dos cooperados visando o ganho líquido total, com ponderação igualitária entre os ganhos para poupadores e mutuários, em decorrência do seu dever fiduciário (SMITH; CARGILL; MEYER, 1981; SMITH, 1986). Todavia, a dispersão da propriedade confere maior autonomia aos gestores das organizações financeiras cooperativas, podendo dificultar o seu alinhamento aos interesses dos cooperados (YAMORI; HARIMAYA; TOMIMURA, 2017; NJUGUNA; MATHUVA, 2024) e gerar assimetria de informação.

A partir do pressuposto da assimetria de informação emergem as problemáticas de seleção adversa e risco moral (AKERLOF, 1970; ARROW, 1963). Em termos de seleção adversa, ao explicar o mercado de seguros médicos, Akerlof (1970) descreve que essa problemática aparece sempre que um indivíduo ou grupo de indivíduos têm liberdade para comprar ou não comprar, para escolher o valor ou plano de seguro e para persistir ou descontinuar como um detentor de apólice. De forma análoga, é possível inferir que no contexto das organizações financeiras cooperativas, a problemática da seleção adversa se estabelece quando uma pessoa ou organização, com interesse em se associar a uma organização financeira cooperativa, não percebe os benefícios de realizar esta decisão se adquirisse os produtos e serviços ofertados por esta cooperativa, tais como: juros reduzidos em empréstimos e financiamentos, melhor remuneração de depósitos, capacitações ambiental e financeira, inclusão digital, vínculo com produtores e empreendedores locais, relacionamento próximo com os cooperados, entre outros e declina desta possibilidade contratando com organizações financeiras tradicionais, observando apenas os ganhos pecuniários (MACAGNAN; SEIBERT, 2021; VENANZI; MATTEUCCI, 2022; PWC, 2023).

A referida ausência de percepção também pode ocorrer com um cooperado, que poderá adotar um comportamento oportunista, denominado de “problema de carona”. Este cooperado deixa de fornecer recursos (depósitos) para a cooperativa quando existe uma melhor oferta em um grande banco, embora continue utilizando os benefícios disponibilizados pela cooperativa. Percebe-se que neste caso há uma ruptura na confiança e na fidelidade entre o cooperado e a cooperativa (FERREIRA *et al.*, 2020; BENOS *et al.*, 2022). Dizendo de outro modo, na medida em que um cooperado ou um potencial cooperado não identificar as diferenças das cooperativas para o bem-estar social, decidirá pelo valor médio das operações oferecidas pelas organizações financeiras, incluindo os grandes bancos, que abrem ou fecham agências segundo os interesses dos seus acionistas os quais objetivam lucros financeiros, sem qualquer preocupação de ordem social, cultural ou ambiental que não reflita em lucro privado dos mesmos.

De outra parte, o risco moral ocorre quando os gestores das organizações financeiras cooperativas buscam objetivos pessoais em detrimento dos interesses dos cooperados, como a distribuição de benefícios para si próprios, o que reduz os fluxos de caixa residuais que deveriam ser destinados aos cooperados. Essas práticas de apropriação indevida podem levar a fraudes e outras irregularidades. Em casos mais graves, essas ações podem resultar na descontinuidade operacional das cooperativas (MACAGNAN; SEIBERT, 2021; KUMKIT *et al.*, 2023)

Partindo do pressuposto de que as organizações financeiras cooperativas são estabelecidas a partir de um contrato social com a sociedade, a teoria da legitimidade recomendaria que os gestores reduzissem a assimetria de informação por meio do *disclosure* de suas decisões. Ou seja, as cooperativas são constituídas pelo aval do estado que as autoriza a atuarem como tal, o que as legitima em um primeiro momento. Todavia, perante a sociedade, deve existir um contrato social entre as cooperativas e os seus *stakeholders*, que as legitimariam à medida que reconhecem que sua atuação atende aos interesses desses *stakeholders* (SUCHMAN, 1995; DEEGAN, 2002), o que asseguraria a manutenção desse contrato social.

Deegan (2014) destaca que não são apenas as condutas reais das organizações que as tornam legítimas perante a sociedade, mas também o que a sociedade sabe ou percebe a respeito das referidas condutas. Logo, a legitimidade é uma medida das percepções da sociedade sobre a razoabilidade comportamental das organizações (SUCHMAN, 1995). Nesse sentido, o *disclosure* de práticas de sustentabilidade emerge como um meio para estabelecer e fortalecer a legitimidade das organizações financeiras cooperativas, na medida em que revela

as atividades realizadas por elas em relação aos cooperados, ao meio ambiente e a sociedade (MATHUVA, 2016; MATHUVA; MBOYA; MCFIE, 2017; DEEGAN, 2019).

Diante do exposto, quando uma organização financeira cooperativa divulga que promove capacitações financeiras para seus membros, isso significa que ela está efetivamente contribuindo para o desenvolvimento sustentável da própria cooperativa e, conseqüentemente, da comunidade em que está inserida, conforme prevê o quinto princípio do cooperativismo (SUMARWAN; LUKE; FURNEAUX, 2021; PWC, 2023; ICA, 2024). Ao evidenciar a remuneração e os benefícios de seus conselheiros e diretores, a organização financeira cooperativa demonstra que os recursos dos cooperados têm menor risco de ser destinado para benefícios pessoais e que está agindo segundo interesse dos cooperados, por exemplo (VAN RIJN; ZENG; HUETH, 2023). Por fim, o *disclosure* de práticas de sustentabilidade é uma forma das organizações financeiras cooperativas prestarem contas aos seus *stakeholders*, dado que elas têm benefícios fiscais, cujos valores poderiam ser alocados em outras demandas sociais (MCKILLOP *et al.*, 2020; LAWRENCE; NGUYEN; PACHECO, 2024).

À medida que o *disclosure* das decisões dos gestores, representantes dos cooperados, se configura como uma prática de sustentabilidade, isso possibilita mitigar os problemas de assimetria de informação. Em outras palavras, os benefícios ambientais, sociais e culturais podem ser reconhecidos pelos cooperados e influenciar sua escolha pela organização financeira cooperativa em detrimento de um grande banco, seja para investir ou solicitar um financiamento, por exemplo. Por outro lado, quando os cooperados percebem que os gestores estão atuando de acordo com interesses ambientais, sociais e culturais, e não em benefício de interesses privados, os gestores se legitimam junto aos cooperados (MACAGNAN; SEIBERT, 2021). Com isso, a organização financeira cooperativa se fortalece, o que deve se refletir no aumento dos depósitos e, conseqüentemente, na redução do seu custo de financiamento (DUGUMA; HAN, 2018; HENOCK, 2019; DUGUMA; HAN, 2021; YITAYAW, 2021). Embora as organizações financeiras cooperativas não tenham finalidade de lucro, o bom desempenho financeiro, impulsionado pela redução do custo de financiamento, contribuiria para a continuidade de suas operações no longo prazo, bem como dos benefícios gerados para as comunidades em virtude de sua existência (DUGUMA; HAN, 2018; ANAKPO *et al.*, 2023).

A revisão da literatura empírica sobre a relação entre o *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, e o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas não revelou estudos. Portanto, estabeleceu-se o seguinte problema de pesquisa para esta tese: O nível de *disclosure*

de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, tem relação com o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas?

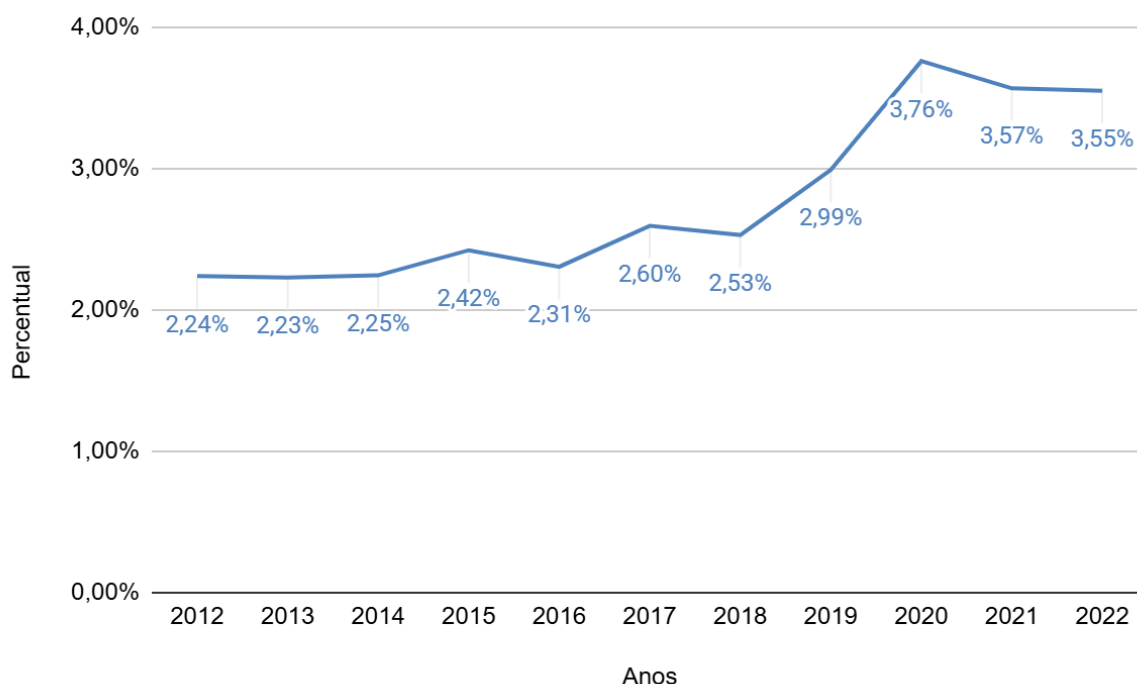
1.2 Objetivo geral

O objetivo geral deste estudo é analisar o nível de *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, e a sua relação com o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas.

1.3 Tese

Esta tese parte do princípio de que as organizações financeiras cooperativas são ficções jurídicas para fins de nexos contratuais (COASE, 1937; JENSEN; MECKLING, 1976). Assim sendo, elas também estão sujeitas aos problemas decorrentes da separação entre o controle e a propriedade (JENSEN; MECKLING, 1976; BERLE; MEANS, 1988). Especialmente, as problemáticas de seleção adversa e risco moral que constituem o pressuposto da assimetria de informação (ARROW, 1963; AKERLOF, 1970). Tal contexto se torna relevante dada a importância econômica das organizações financeiras cooperativas, demonstrada no Gráfico 1.

Gráfico 1 - Relação percentual entre os ativos totais das organizações financeiras cooperativas e o produto interno bruto mundial



Fonte: Adaptado do World Bank (2024) e do World Council of Credit Unions (2024)

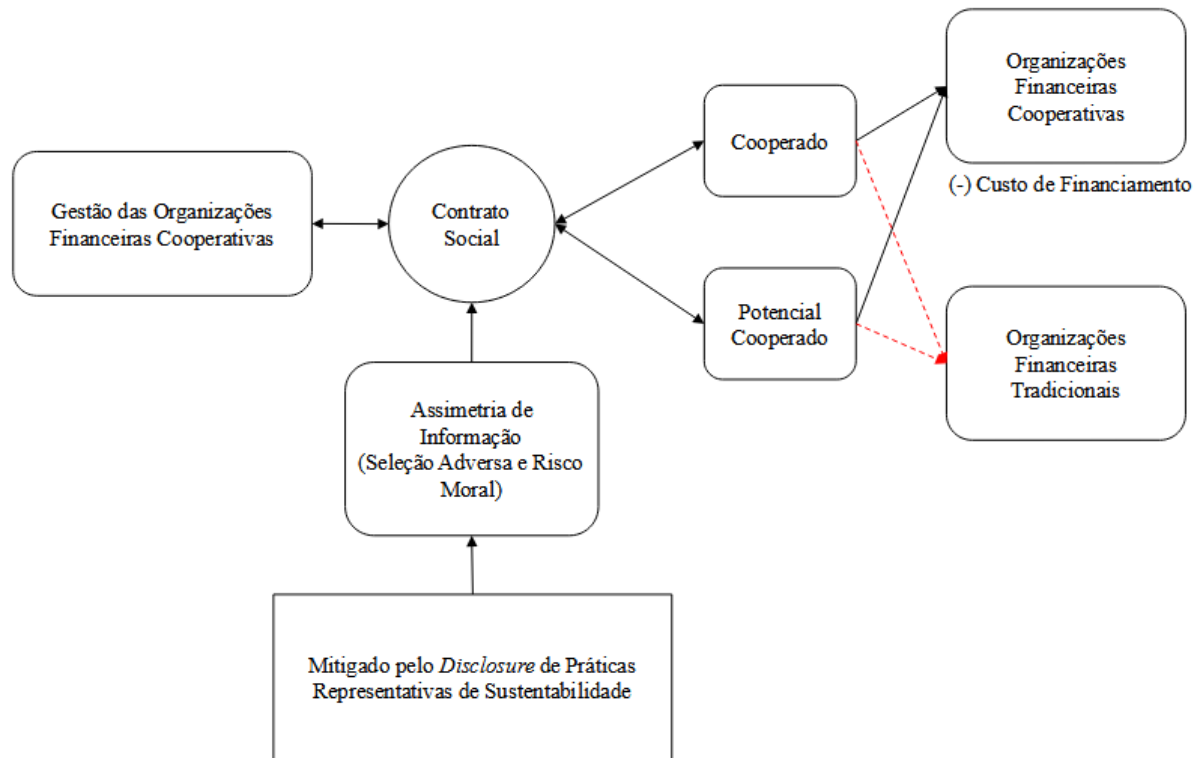
O Gráfico 1 revela que a relação percentual entre os ativos totais das organizações financeiras cooperativas e o produto interno bruto mundial cresceu 1,31% entre 2012 e 2022. Em termos monetários, esses ativos passaram de USD 1,7 trilhões, em 2012, para USD 3,6 trilhões, em 2022. Ou seja, superaram o produto interno bruto da Índia, classificada como a quinta maior economia do mundo em 2022, com uma quantia de USD 3,4 trilhões (WORLD BANK – WB, 2024; WORLD COUNCIL OF CREDIT UNIONS – WOCCU, 2024).

Considerando o exposto, espera-se que os gestores das organizações financeiras cooperativas administrem os ativos dessas organizações observando as práticas de sustentabilidade, com o objetivo de proporcionar bem-estar social aos cooperados e aos demais *stakeholders* (MACAGNAN; SEIBERT, 2021; SUMARWAN; LUKE; FURNEAUX, 2021). Ao agirem assim, esses gestores estariam alinhados aos valores e princípios do cooperativismo, bem como cumprindo com o seu dever fiduciário (GUERRERO *et. al.*, 2017; ICA, 2024). Ademais, ao divulgarem que suas ações estão comprometidas com as práticas de sustentabilidade, os gestores das organizações financeiras cooperativas estariam contribuindo para a manutenção do contrato social estabelecido com seus *stakeholders*, o que os legitimaria à luz da teoria da legitimidade (SUCHMAN, 1995; DEEGAN, 2002).

A redução da assimetria de informação por meio da divulgação de práticas de sustentabilidade também permitiria aos cooperados e potenciais cooperados perceberem os ganhos pecuniários e não pecuniários que as organizações financeiras cooperativas proporcionam às comunidades em que estão inseridas. Isso significa que, ao identificar que as organizações financeiras cooperativas promovem capacitações financeiras e ambientais, financiam a aquisição de ativos ambientalmente sustentáveis, fortalecem pequenos negócios com empréstimos e financiamentos acessíveis e apoiam e patrocinam a cultura nas localidades em que operam, os cooperados e potenciais cooperados optariam por contratar seus produtos e serviços financeiros, em vez de recorrer a organizações financeiras tradicionais, cujas ações são motivadas apenas pelo lucro (MACAGNAN; SEIBERT, 2021; VENANZI; MATTEUCCI, 2022; PEDRON, 2023). Consequentemente, isso poderia contribuir com a mobilização de depósitos por parte das organizações financeiras cooperativas, reduzindo o seu custo de financiamento (DUGUMA; HAN, 2018; HENOCK, 2019; DUGUMA; HAN, 2021; YITAYAW, 2021).

Portanto, a tese defendida nesse estudo é de que **“a divulgação de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, ao diminuir a assimetria de informação, reduziria o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas”**. A Figura 1 demonstra o marco teórico desta tese.

Figura 1 - Marco teórico da tese



Fonte: Elaborado pelo autor

Na sequência são descritas a justificativa e a relevância desta tese.

1.4 Justificativa e relevância

O Fórum Econômico Mundial (FEM) de 2020 reforçou a necessidade das organizações contribuírem efetivamente com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), por meio do Manifesto de Davos (FEM, 2023; ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS – ONU, 2023). Nesse sentido, espera-se que as organizações assumam responsabilidade perante os *stakeholders*, indo além dos interesses de lucro e visando o bem-estar social. (NOVKOVIC, 2022). As organizações financeiras cooperativas desempenham um papel preponderante nesse cenário, devido à sua capacidade de direcionar a conduta de organizações e pessoas para objetivos prioritários. Isso é possível ao considerar aspectos éticos, sociais e ambientais na realização de investimentos e na concessão de empréstimos e financiamentos (COSMA *et al.*, 2020).

Embora exista uma relação especial entre cooperativismo e sustentabilidade, a literatura empírica internacional e nacional sobre *disclosure* de práticas de sustentabilidade envolvendo organizações financeiras cooperativas é escassa. Assim sendo, foram

identificados os seguintes estudos: BOLLAS-ARAYA, SEGUÍ-MAS e POLO-GARRIDO (2014), PESCI e COSTA (2014), SEGUÍ-MAS, BOLLAS-ARAYA e POLO-GARRIDO (2015), MATHUVA (2016), MATHUVA e KIVEW (2016), THOMAS e MARINANGELI (2016), MATHUVA, MBOYA e MCFIE (2017), MATHUVA (2018), MATHUVA e CHONG (2018); MACAGNAN e SEIBERT (2021), YAKAR PRITCHARD e ÇALIYURT (2021) e PEDRON (2023). Destes estudos, apenas Mathuva e Kivew (2016) e Pedron (2023) tiveram como objetivo analisar o nível de *disclosure* de práticas representativas de sustentabilidade e a sua relação com determinada variável dependente.

No estudo de Mathuva e Kivew (2016) foi examinada a relação entre o *disclosure* socioambiental e o desempenho financeiro de organizações financeiras cooperativas do Quênia, cujos resultados revelaram uma relação negativa. Todavia, o indicador de sustentabilidade construído baseou-se apenas na literatura empírica e nos princípios do cooperativismo, sem considerar quais informações seriam de interesse dos cooperados. Além disso, utilizaram o ROA e o ROE como *proxies* de desempenho, sendo que a literatura indica a existência de problemas de endogeneidade entre o *disclosure* socioambiental e as referidas *proxies* (LYS; NAUGHTON; WANG, 2015; QIU; SHAUKAT; THARYAN, 2016). Para fins de exemplificação, o estudo de Mathuva, Mboya e McFie (2017) identificou uma relação positiva entre o ROA e o *disclosure* socioambiental de organizações financeiras cooperativas do Quênia. Cabe ainda destacar que o ROA e o ROE são impactados por diversos fatores, como por exemplo, a receita, os custos administrativos, o *spread* etc (DUGUMA; HAN, 2018; HENOCK, 2019; YITAYAW, 2021).

O estudo de Pedron (2023) analisou o nível de *disclosure* de informações representativas de sustentabilidade, nas perspectivas social e cultural, e sua relação com o número de cooperados de organizações financeiras cooperativas brasileiras. O indicador de sustentabilidade utilizado por Pedron (2023) foi desenvolvido por Macagnan e Seibert (2021), considerando a perspectiva dos cooperados. No entanto, este indicador contempla todos os setores em que as cooperativas atuam, sem focar nas organizações financeiras cooperativas.

Diante do exposto, identifica-se uma lacuna na literatura que justifica a realização deste estudo sob dois aspectos. O primeiro aspecto refere-se ao uso do indicador de sustentabilidade de Macagnan e Seibert (2021), adaptado para o contexto das organizações financeiras cooperativas, após a validação por cooperados desse tipo de organização e por professores doutores pesquisadores de cooperativismo, como variável de interesse. Além disso, analisou-se a relação da respectiva variável com o custo de financiamento, empregado como variável dependente. Tal abordagem não foi identificada na literatura empírica até o momento.

O segundo aspecto reside na população estudada, composta pelas organizações financeiras cooperativas que estão entre as trezentas maiores cooperativas do mundo, conforme o *World Cooperative Monitor* de 2023. Para fins de exemplificação, as dez maiores organizações financeiras cooperativas do mundo (USD 366 bilhões) detém 15% da receita total das trezentas maiores cooperativas do mundo (USD 2.409 bilhões). Além disso, entre as dez maiores cooperativas do mundo, quatro são organizações financeiras cooperativas, sendo que a maior de todas as cooperativas é o *Groupe Crédit Agricole*, que faz parte da população estudada nesta tese (ICA, 2024). Esse contexto evidencia a relevância deste estudo.

Esta tese procura contribuir com estudos acadêmicos sobre a relação entre *disclosure* e custo de financiamento das organizações, especialmente no contexto das cooperativas. Ainda, entender a importância do *disclosure* para este tipo de organização, bem como produzir *insights* que permitam às organizações financeiras cooperativas e os órgãos fiscalizadores e reguladores alinharem as suas práticas e normativas ao interesse dos cooperados. Finalmente, estudos no âmbito do cooperativismo, como este, poderão auxiliar na consecução dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS).

1.5 Delimitação do estudo e estrutura da tese

O estudo delimitou-se à utilização de indicadores representativos de práticas de sustentabilidade para organizações financeiras cooperativas, desconsiderando outros meios que poderiam ser utilizados como *proxies* de sustentabilidade. Além disso, as informações representativas de práticas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas foram analisadas somente em seus respectivos relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras. Portanto, outras fontes de informações, nas quais poderiam ser localizadas as evidências dos indicadores, não foram objeto de exame. A coleta dos relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras ocorreu em um período de tempo específico, excluindo períodos anteriores e posteriores. Cabe ressaltar que não foi avaliado se as informações representativas de práticas de sustentabilidade estavam de acordo com alguma regulação, como, por exemplo, a classificação de contas contábeis. Assim, foi analisado somente se a informação foi adequadamente divulgada ou não. Do mesmo modo, não foi avaliada a veracidade das informações evidenciadas.

Esta tese está estruturada em cinco capítulos. O primeiro é a introdução, composta pela contextualização do problema de pesquisa, pelo objetivo geral, pela tese, pela justificativa e relevância e pela delimitação do estudo e estrutura da tese. O segundo capítulo

expõe a revisão da literatura e a formulação da hipótese, dividindo-se em dois subcapítulos. No primeiro subcapítulo, consta a revisão de literatura teórica e empírica, que aborda o cooperativismo e as organizações financeiras cooperativas, a assimetria de informação e o *disclosure* de práticas de sustentabilidade e teoria da legitimidade. No segundo subcapítulo é apresentada a formulação da hipótese. O terceiro capítulo refere-se aos procedimentos metodológicos empregados. O quarto capítulo apresenta e discute os resultados obtidos no estudo. A quinta e última seção aborda as considerações finais do estudo. No final, são apresentadas as referências utilizadas para suportar esta tese.

2 REVISÃO DA LITERATURA E FORMULAÇÃO DA HIPÓTESE

Este capítulo apresenta a revisão da literatura teórica e empírica que fundamenta esta tese. Ao final do capítulo, a hipótese deste estudo é formulada.

2.1 Revisão de literatura teórica e empírica

A revisão de literatura teórica e empírica deste estudo é constituída pelos seguintes tópicos: Cooperativismo e as organizações financeiras cooperativas, Assimetria de informação e *Disclosure* de práticas de sustentabilidade e teoria da legitimidade.

2.1.1 Cooperativismo e as organizações financeiras cooperativas

A primeira organização cooperativa com registro histórico foi fundada em 14 de março de 1761, na cidade de Fenwick, na Escócia, sob o nome de *Fenwick Weavers' Society*. A cooperativa foi constituída por um grupo de tecelões com o propósito de promover melhores condições de trabalho e obter preços justos na comercialização de seus produtos. Além disso, a cooperativa realizava a aquisição de grandes quantidades de alimentos, por meio de seus fundos coletivos, para vendê-los a seus membros por preços acessíveis. Por fim, destaca-se que a cooperativa também realizava empréstimos a seus membros por taxas de juros reduzidas (ICA, 2024).

Em 1844, foi fundada a *Rochdale Equitable Pioneers Society* na cidade de Rochdale, na Inglaterra, por um grupo de artesãos. Essa organização é considerada a primeira cooperativa moderna e precursora do movimento cooperativista. Seu objetivo era viabilizar a aquisição de produtos básicos a preços mais baixos para seus membros, por meio da união de recursos e do trabalho coletivo. Esses esforços eram necessários devido às condições miseráveis de trabalho e aos baixos salários no início da Revolução Industrial. A *Rochdale Equitable Pioneers Society* implementou um modelo de governança democrática, juntamente com os princípios de Rochdale, que são conhecidos como os princípios do cooperativismo e considerados os alicerces do movimento cooperativista global (ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS BRASILEIRAS – OCB, 2024).

Desde os referidos marcos históricos, as cooperativas caracterizam-se como associações autônomas, formadas por pessoas unidas voluntariamente, que visam atender as

necessidades e aspirações econômicas, sociais e culturais comuns, mediante uma organização de propriedade conjunta e controlada democraticamente (BREITENBACH; BRANDÃO, 2021; FERREIRA *et al.*, 2020). Para o alcance dos seus objetivos, as ações das cooperativas são baseadas nos valores da autoajuda, da auto responsabilidade, da democracia, da igualdade, da equidade e da solidariedade (MACAGNAN; SEIBERT, 2021). Tais valores são colocados em prática por meio dos sete princípios descritos no Quadro 1.

Quadro 1 - Princípios do cooperativismo

Princípios	Descrição
Adesão voluntária e livre	Este princípio enfatiza que as cooperativas são abertas para todas as pessoas que têm interesse de participar delas. Também, reforça a inexistência de discriminação de qualquer natureza em relação as pessoas.
Gestão democrática	Estabelece que as cooperativas têm a gestão conduzida por todos os seus membros. Estes membros elegem os representantes oficiais das cooperativas, com base no seguinte mecanismo: um membro, um voto.
Participação econômica dos membros	Prevê que a contribuição para a formação do capital das cooperativas é equitativa entre os membros. Além disso, os excedentes das cooperativas são destinados de acordo com a decisão democrática dos membros.
Autonomia e independência	As ações das cooperativas devem ser realizadas de forma que assegure a sua independência e o seu controle democrático pelos membros.
Educação, formação e informação	Este princípio permite que, por meio da capacitação, os membros e funcionários das cooperativas possam contribuir com o seu desenvolvimento.
Intercooperação	Princípio que incentiva o trabalho em conjunto entre as cooperativas, com o propósito de fortalecer o movimento.
Interesse pela comunidade	Destaca o papel das cooperativas no desenvolvimento sustentável da comunidade em que elas atuam.

Fonte: Kleanthous, Paton e Wilson (2019)

Esse conjunto de princípios e valores tem conduzido as cooperativas a apoiar as atividades e os negócios realizados por seus membros, na forma de intermediação de mercado (GIASSON *et al.*, 2019). Isso permite que esses membros, denominados cooperados, obtenham vantagens que não teriam se realizassem suas atividades e negócios de forma individual (FERREIRA *et al.*, 2020). Por meio dessa abordagem, as cooperativas têm atuado

predominantemente nos setores agropecuário, de consumo, de crédito e de saúde. (BREITENBACH; BRANDÃO, 2021; MACAGNAN; SEIBERT, 2021).

As cooperativas são classificadas em quatro categorias de acordo com os interesses de seus membros, sendo elas: cooperativas de produtores, cooperativas de trabalhadores, cooperativas de consumidores ou usuários e cooperativas multissetoriais. As cooperativas de produtores são formadas por agricultores, artesãos e pequenas empresas que se unem para compartilhar recursos, conhecimentos e mercados. O objetivo é melhorar suas condições de produção e aumentar a lucratividade. Nessa parceria, os próprios produtores trabalham juntos, utilizando a cooperativa para fortalecer suas atividades econômicas e crescer de forma conjunta. No caso das cooperativas de trabalhadores, o principal objetivo é garantir empregos e melhorar as condições de trabalho para os próprios membros, que são os trabalhadores. Nesse modelo, eles não são apenas empregados, mas também donos da cooperativa, com total controle sobre a gestão e as operações do negócio. As cooperativas de consumidores ou usuários existem para atender às necessidades dos próprios membros, que são os consumidores. Eles se beneficiam diretamente dos produtos ou serviços oferecidos pela cooperativa, aproveitando as vantagens de fazer parte dela. Finalmente, as cooperativas multissetoriais reúnem em uma única organização produtores, trabalhadores e consumidores, que trabalham juntos. Elas são estruturadas de forma a garantir que todos os membros tenham voz e participação, sem que nenhum grupo tenha mais poder do que o outro (FERNANDEZ-GUADAÑO; LOPEZ-MILLAN; SARRIA-PEDROZA, 2020; NOVKOVIĆ; MINER; MCMAHON, 2023).

Em termos de níveis, as cooperativas podem ser classificadas em cooperativas de primeiro, segundo e terceiro grau. As cooperativas de primeiro grau (singulares) caracterizam-se como o nível mais básico de uma cooperativa, no qual os membros se unem em uma área geográfica específica para atender a necessidades comuns, como produção, consumo ou prestação de serviços, gerindo a cooperativa de forma direta e democrática. As cooperativas de segundo grau (central ou federação) nascem da união de várias cooperativas de primeiro grau, formando uma entidade maior que não só representa os interesses de suas associadas de maneira mais eficaz, mas também organiza e facilita o acesso aos serviços oferecidos por elas, ampliando o apoio e os benefícios para todos os membros. As cooperativas de terceiro grau (confederações) representam o nível mais alto na estrutura cooperativa. Formadas por cooperativas secundárias, elas têm a missão de organizar os serviços das filiadas, defender seus interesses, além de promover a padronização, supervisão e integração, fortalecendo todo o sistema cooperativo (ADEKUNLE *et al.*, 2021).

No setor de crédito, as organizações financeiras cooperativas, estruturadas de forma semelhante às demais cooperativas, destacam-se por integrar de maneira equilibrada as questões econômicas, sociais e ambientais em suas operações (YAKAR PRITCHARD; ÇALIYURT, 2021). Essas organizações fornecem produtos e serviços financeiros acessíveis a indivíduos e pequenos negócios excluídos do sistema financeiro convencional, contribuindo significativamente para o bem-estar social das comunidades onde estão inseridas (MCKILLOP *et al.*, 2020; BELLAZZECCA; BIOSCA, 2022). Uma característica importante dessas cooperativas é que o excedente financeiro gerado é distribuído aos cooperados na proporção das operações realizadas por eles, reforçando o vínculo entre o papel de cliente e proprietário que os cooperados exercem (DUGUMA; HAN, 2018; ADUSEI; ADELEYE; OKAFOR, 2021). Esse vínculo é ainda mais fortalecido por um modelo de governança em que os membros, com poder de voto igualitário, elegem representantes para o conselho de administração, contribuindo para que os interesses coletivos sejam priorizados (SMITH; CARGILL; MEYER, 1981; SMITH, 1986). Em várias regiões, essa governança democrática é complementada por organizações financeiras cooperativas de segundo e terceiro grau, que coordenam e apoiam as cooperativas de primeiro grau, auxiliando na gestão de riscos, na conformidade regulatória e na padronização das práticas de governança. Além disso, essas entidades promovem economias de escala, permitindo que as cooperativas locais operem de forma eficaz e sustentável dentro de um quadro mais amplo de cooperação e solidariedade (MCKILLOP *et al.*, 2020).

O modelo de organizações financeiras cooperativas surgiu no século XIX, na Alemanha, por meio das sociedades de crédito *Shulze-Delitzch* e *Raiffeisen*. A sociedade de crédito *Shulze-Delitzch* foi fundada por Hermann Shulze-Delitzch, em 1850, e tinha como objetivo ajudar artesãos e proprietários urbanos. A sociedade de crédito *Raiffeisen* foi fundada por Friedrich Wilhelm Raiffeisen, em 1864, e tinha o escopo de auxiliar produtores rurais. Essas organizações financeiras cooperativas atuaram onde os bancos não poderiam, pois tinham informações detalhadas de uma classe de mutuários e das condições econômicas locais, que os bancos não tinham. Isso permitiu a elas reduzirem o risco de inadimplência e o custo dos empréstimos concedidos (MCKILLOP; WILSON, 2011; MAIA *et al.*, 2019; FILOMENI; MODINA; TABACCO, 2023).

Tal modelo, constituído para captar recursos externos para comunidades necessitadas, não como doações, mas como empréstimos a serem reembolsados, se espalhou pela Europa e pela América do Norte com estruturas diversificadas. Na Europa, as organizações financeiras cooperativas se organizaram em redes que ajudam a aproveitar economias de escala e a

fortalecer sua presença no mercado. Em países como Finlândia, França e Holanda, essas organizações operam em sistemas altamente integrados e centralizados, onde funções importantes, como gestão de risco, liquidez e suporte mútuo, são concentradas em uma única entidade. Já na Alemanha e na Áustria, as organizações financeiras cooperativas preferem manter mais autonomia, delegando menos funções às entidades centrais. Na Itália e na Espanha, essas organizações tendem a ser ainda mais descentralizadas, permitindo uma maior independência local. Salienta-se que, em diversos países europeus, os chamados bancos cooperativos oferecem serviços financeiros tanto para cooperados quanto para não cooperados (AYADI *et al.*, 2010; MCKILLOP *et al.*, 2020; BECCALLI, ROSSI; VIOLA, 2023).

Na América do Norte, a primeira organização financeira cooperativa surgiu no Canadá, em 1900, na cidade de Lévis, Quebec, fundada por Alphonse Desjardins. Seu objetivo era oferecer serviços financeiros acessíveis aos trabalhadores e proteger a comunidade da exploração por agiotas. O modelo rapidamente se espalhou por Quebec e outras províncias, adaptando-se às necessidades locais e mantendo fortes laços com comunidades, muitas vezes ligadas a associações culturais e étnicas. Estruturalmente, as organizações financeiras cooperativas canadenses operam de maneira centralizada, especialmente por meio de federações como a *Desjardins*, que garantem uma forte coordenação e uma ampla gama de serviços integrados. Nos Estados Unidos, a primeira organização financeira cooperativa foi fundada em 1909, em Manchester, New Hampshire, com a ajuda de Alphonse Desjardins. O crescimento dessas cooperativas no país foi mais diversificado que no Canadá, com organizações sendo estabelecidas por diferentes grupos, como trabalhadores de determinadas empresas, membros de sindicatos e residentes de comunidades específicas. Isso resultou em um modelo mais descentralizado e autônomo, com menos integração entre as cooperativas individuais. No entanto, colaborações por meio de *Credit Union Service Organizations* (CUSOs) — entidades que fornecem serviços de suporte, como tecnologia, gestão de risco e marketing, para várias cooperativas — são comuns, permitindo que essas cooperativas ampliem seus serviços e reduzam custos, mantendo a essência cooperativa (MCKILLOP; WILSON, 2011; MCKILLOP *et al.*, 2020).

Por fim, é relevante observar que as organizações financeiras cooperativas também têm uma presença significativa em outras regiões, como a Ásia, América Latina, África, Oceania e partes da Europa Oriental. Na Ásia, as organizações financeiras cooperativas, incluindo as de crédito nas Filipinas e os *shinkin banks* no Japão, desempenham um papel importante na inclusão financeira e no apoio a pequenas empresas, embora enfrentem desafios regulatórios específicos. Na América Latina, o crescimento dessas organizações é notável,

particularmente no Brasil, México e Colômbia, onde fornecem serviços financeiros a populações muitas vezes excluídas do sistema bancário tradicional, apesar de desafios como a instabilidade econômica. Na África, onde se concentra o maior número absoluto de organizações financeiras cooperativas, essas organizações são relevantes para a inclusão financeira em áreas rurais, apesar das dificuldades relacionadas à infraestrutura. Na Oceania, especialmente na Austrália e Nova Zelândia, as organizações financeiras cooperativas operam sob regulamentações rigorosas e competem com bancos tradicionais, oferecendo uma gama completa de serviços financeiros. Na Europa Oriental, essas cooperativas encontram-se em estágios variados de desenvolvimento, com países como Polônia, Lituânia e Moldávia fortalecendo gradualmente suas presenças no mercado financeiro. Em conjunto, essas observações indicam que as organizações financeiras cooperativas, em diferentes contextos globais, adaptam-se às realidades locais para atender às necessidades econômicas e financeiras de suas respectivas comunidades (MCKILLOP *et al.*, 2020).

Nesta seção, foi apresentada uma visão geral do cooperativismo e das organizações financeiras cooperativas, em termos de perspectiva histórica, papel na sociedade, modelo de governança e estrutura de funcionamento. A seguir, são desenvolvidos os aspectos relativos aos problemas de assimetria de informação.

2.1.2 Assimetria de informação

Adam Smith (1776), em sua obra intitulada *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, descreve que o direcionamento dos fatores de produção está associado diretamente ao mecanismo de preços, inclusive a divisão do trabalho. Em contraponto, Coase (1937) argumenta que se o mecanismo de preços regula a produção, não haveria necessidade de existência de qualquer forma de organização. Todavia, nas organizações o mecanismo de preços é substituído por outra forma de alocação de recursos, no caso pelas decisões do empresário-coordenador. Isso ocorre porque o uso do sistema de preços tem custos associados. Ao criar uma organização com uma autoridade que coordena a alocação de recursos, certos custos de mercado são economizados. A economia de tais custos ocorre quando diversos contratos que seriam firmados por meio do mecanismo de preços são substituídos por somente um, constituído apenas pelos limites dos poderes do empresário-coordenador (contratante). Sendo assim, o empresário-coordenador (contratante) estabelece posteriormente o que o fornecedor deve realizar, ou seja, determina como os fatores de produção serão empregados. É a partir deste contexto que surgem as organizações.

As organizações são uma forma de ficção jurídica que servem como um nexo para as relações contratuais, escritas e não escritas. Ademais, se caracterizam pela existência de direitos residuais divisíveis sobre os seus ativos e fluxos de caixa que geralmente podem ser vendidos sem permissão dos demais participantes dos contratos. As relações contratuais compõem a essência das organizações, não se limitando aos empregados, mas também com fornecedores, clientes, credores etc. (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983).

Esta perspectiva conceitual é relevante, especialmente para as organizações financeiras cooperativas, cuja separação entre o controle e a propriedade está presente (FAMA; JENSEN, 1983; BERLE; MEANS, 1988). Logo, existe uma relação contratual entre os cooperados e os gestores das organizações financeiras cooperativas. Neste caso, os cooperados (principal) delegam alguma autoridade a um grupo de gestores (agentes), para tomar decisões e administrar os ativos em nome dos cooperados (JENSEN; MECKLING, 1976; LAUERMANN *et al.*, 2020). É possível perceber que o controle efetivo dos ativos das organizações financeiras cooperativas é dos gestores, cabendo aos cooperados apenas as decisões eventuais e as cotas capitais (DEMSETZ, 1967). Na medida em que os contratos são imperfeitos e os cooperados assumem os riscos decorrentes das decisões dos gestores, existe a possibilidade de comportamentos oportunistas por parte dos gestores destas cooperativas (FAMA; JENSEN, 1983; WILLIAMSON, 1988).

Os cooperados das organizações financeiras cooperativas têm a expectativa de obter melhores remunerações de seus depósitos, quando poupadores, e taxas reduzidas em empréstimos e financiamentos, quando mutuários. Ainda, em ambos os papéis (poupadores e mutuários) há o anseio pelo recebimento das sobras (SMITH; CARGILL; MEYER, 1981; SMITH, 1986). Somado a isso, os cooperados também esperam usufruir de benefícios não pecuniários proporcionados por suas respectivas cooperativas, como por exemplo, as capacitações ambiental e financeira, as ações de inclusão digital, entre outros (MACAGNAN; SEIBERT, 2021; PWC, 2023). Porém, os gestores das organizações financeiras cooperativas podem destinar os recursos para ganhos pessoais (remunerações elevadas, despesas não pecuniárias, corrupção etc.), em vez de atender as demandas dos cooperados (LEGGETT; STRAND, 2002; KUMKIT *et al.*, 2022; VAN RIJN; ZENG; HUETH, 2023).

Tal situação se torna relevante, visto que a regulação sobre as organizações financeiras cooperativas é mais fraca do que a aplicada aos demais bancos (GHOSH; ANSARI, 2018; POLI, 2022). Uma consequência plausível disso, é que os membros do conselho de administração e da diretoria executiva destas cooperativas são percebidos como uma autocracia que se autoperpetua, em virtude da insuficiência dos mecanismos de substituição

(POLI, 2022). Somado a isso, as organizações financeiras cooperativas têm como peculiaridade o fraco monitoramento sobre os seus gestores, ocasionado especialmente pela dispersão da sua propriedade (ÖSTERBERG; NILSSON, 2009; YAMORI; HARIMAYA; TOMIMURA, 2017; UNDA; RANASINGHE, 2021). O fraco monitoramento pode se acentuar na medida em que as organizações financeiras cooperativas aumentam o número de cooperados (UNDA; AHMED; MATHER, 2019). Outro ponto importante é que os cooperados possuem baixo nível de capacitação financeira especializada, assim como geralmente os seus depósitos somam quantias inferiores aos valores segurados pelos órgãos fiscalizadores e reguladores. Isto provocaria a redução do efeito disciplinador dos cooperados sobre os gestores das organizações financeiras cooperativas (GÓMEZ-BISCARRI; LÓPEZ-ESPINOSA; MESA-TORO, 2022; KUMKIT *et al.*, 2022; POLI, 2022).

As referidas circunstâncias permitem que as organizações financeiras cooperativas se tornem suscetíveis aos problemas de assimetria de informação. Em especial, emergem as problemáticas de seleção adversa e risco moral (GHOSH; ANSARI, 2018). A essência da problemática de seleção adversa é pesquisada por Akerlof (1970). Utilizando como exemplo o negócio de automóveis usados, o autor demonstra que, em uma transação, quando uma das partes possui um maior número informações (vendedor de carros), pode omitir informações específicas da outra parte (comprador). Logo, pelo fato de o comprador não diferenciar um produto de outro, ele atribui um preço médio, o que poderá remeter a menor eficiência do mercado. Ressalta-se que a referida circunstância precede a assinatura do contrato, ou seja, é *ex-ante*.

Em uma organização financeira cooperativa, quando um gestor (emissor das informações) seleciona as informações que serão divulgadas ou retidas, ele leva em consideração diversos fatores da cooperativa e as consequências de divulgar tais informações (MATHUVA, 2016). Do outro lado, os *stakeholders* (receptores das informações) não se restringem a avaliar apenas as informações recebidas. Eles também exercem julgamento sobre o que não foi revelado e a partir disso tomam as suas decisões (VERRECCHIA, 1983; WAGENHOFER, 1990). Ao não perceber os benefícios pecuniários e não pecuniários proporcionados pela cooperativa, o cooperado poderá adotar um comportamento oportunista denominado como “problema de carona”. Logo, ele deixa de fornecer recursos (depósitos) para a cooperativa quando existe uma melhor oferta em um banco tradicional, embora continue utilizando os benefícios ofertados pela cooperativa. Pode-se concluir que há uma ruptura na confiança e na fidelidade entre o cooperado e a cooperativa, resultante da problemática de seleção adversa (FERREIRA *et al.*, 2020).

A problemática do risco moral é *ex-post*, pois emerge após a assinatura do contrato. Tal risco ocorre em função de que, após o contrato ser efetivado, a parte contratada possui um nível de informação superior ao contratante, podendo fazer uso destas informações em benefício próprio. Quanto maior a autonomia, a extensão das informações e o conhecimento especializado para realização das tarefas, por parte do gestor, maior é a probabilidade de surgir o risco moral (ARROW, 1963). Organizações financeiras cooperativas tailandesas apresentaram uma redução nos depósitos dos cooperados em decorrência de desvios, no montante de USD 287,5 milhões, realizados pela diretoria da maior organização financeira cooperativa da Tailândia, denominada Klongchan CUC. Esta cooperativa mantinha depósitos de outras 76 organizações financeiras cooperativas tailandesas, além dos seus 56.000 cooperados. Todos sofreram perdas de suas economias (KUMKIT *et al.*, 2022).

Em um ambiente de incertezas a informação se torna uma mercadoria que está concentrada em quem pode lucrar com ela. Sendo assim, ela tem custos de produção e transmissão, cujo valor não é passível de ser conhecido pelo comprador. Caso o comprador pudesse estabelecer o valor da informação, ele saberia a própria informação (ARROW, 1963). Nesse sentido, pode-se inferir que a informação é diferente das demais mercadorias. Uma pessoa pode visualizar e conhecer a propriedade de um móvel antes de comprá-lo. Entretanto, se o vendedor da informação transmitir a informação ao comprador, não há motivo para que o comprador pague por ela. Ainda, uma pessoa pode comprar o mesmo móvel múltiplas vezes em uma determinada loja. No caso da informação isto não é possível, ou seja, cada informação deve ser necessariamente diferente. Portanto, o mercado de informações são inerentemente caracterizados por informações imperfeitas, que criam dificuldades para a alocação de riscos e recursos (ARROW, 1962; STIGLITZ, 2000; ARROW, 2013).

Uma forma de reduzir os problemas de assimetria de informação é por meio do *disclosure*. No caso das organizações financeiras cooperativas, que devem observar os valores e os princípios do cooperativismo, o *disclosure* de práticas de sustentabilidade seria o mais apropriado (MATHUVA; MBOYA; MCFIE, 2017; MACAGNAN; SEIBERT, 2021). Ao divulgar as práticas de sustentabilidade, as organizações financeiras cooperativas estariam valorizando e fortalecendo a sua relação de confiança e fidelidade com os cooperados. Isso ocorre, pois a divulgação de práticas de sustentabilidade revela aos cooperados que a cooperativa está atuando de acordo com os seus interesses e contribuindo com o bem-estar social da comunidade local. Consequentemente, os gestores das cooperativas se legitimariam perante os cooperados impulsionando a mobilização de depósitos, necessários para a oferta de crédito e para a sustentabilidade financeira de longo prazo das organizações financeiras

cooperativas (GHOSH; ANSARI, 2018; GÓMEZ-BISCARRI; LÓPEZ-ESPINOSA; MESA-TORO, 2021). A mobilização de depósitos contribui com um melhor desempenho financeiro das organizações financeiras cooperativas, pois implica na redução do seu custo de financiamento (HENOCK, 2019; YITAYAW, 2021). Tal fato é relevante, pois as organizações financeiras cooperativas dependem essencialmente dos resultados retidos para manter e expandir as suas atividades, dado que não estão no mercado de capitais (GHOSH; ANSARI, 2018). Também, mitiga o risco de descontinuidade de suas operações, o que poderia impactar negativamente o bem-estar social das comunidades alcançadas por elas (COEN; FRANCIS; ROSTOM, 2019; SAID; ANNUAR; HAMDAN, 2019).

Este tópico descreveu os problemas de assimetria de informação considerando o contexto das organizações financeiras cooperativas. No tópico seguinte é abordado o *disclosure* de práticas de sustentabilidade como meio para reduzir os problemas de assimetria de informação, e conseqüentemente, legitimar a gestão das organizações financeiras cooperativas.

2.1.3 *Disclosure* de práticas de sustentabilidade e teoria da legitimidade

A crise provocada pela pandemia de COVID-19 acelerou a necessidade das organizações repensarem as suas ações a respeito dos aspectos ambientais, sociais e de governança (PORRETTA; BENASSI, 2021). Sendo assim, o Fórum Econômico Mundial de 2020 revelou o início do ciclo de um capitalismo voltado para os *stakeholders*, mediante um documento denominado Manifesto de Davos 2020: o propósito universal de uma empresa na quarta revolução industrial (NOVKOVIC, 2022). O referido documento é composto por 3 seções que estão descritas no Quadro 2.

Quadro 2 - Manifesto de Davos 2020

Seções	Descrição
Seção A	A primeira seção aborda a necessidade das organizações mobilizarem todos os seus <i>stakeholders</i> para a criação de valor sustentável. Tal criação de valor atende a todos os seus <i>stakeholders</i> , não se limitando apenas aos seus <i>shareholders</i> . Também, reforça o papel das organizações acerca da tolerância zero com a corrupção, do tratamento as pessoas com respeito e dignidade, da honra a diversidade, das melhorias nas condições de trabalho, do bem-estar e da qualificação dos empregados. Ainda, estabelece a importância da cadeia de fornecimento das organizações no que se refere ao respeito aos direitos humanos. Finalmente, enfatiza que as organizações

	devem agir respeitando o meio ambiente e que os retornos dos <i>shareholders</i> não devem sacrificar as gerações futuras, em prol do presente.
Seção B	A segunda seção descreve que as organizações fazem parte de um sistema social mais amplo. Portanto, o seu desempenho também deve ser mensurado em termos ambientais, sociais e de governança. Além disso, a remuneração dos gestores deve conter métricas decorrentes da responsabilidade perante os <i>stakeholders</i> .
Seção C	A terceira seção destaca que as organizações também são partes interessadas do futuro global e devem utilizar as suas relações com outras organizações e com os <i>stakeholders</i> , para tornar o mundo melhor.

Fonte: Fórum Econômico Mundial (FEM) (2023)

O Manifesto de Davos 2020 tem como propósito motivar as organizações a assumirem as suas responsabilidades no processo global de consecução dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS). Ao redefinir a ética e os valores organizacionais, assim como estabelecer um conceito de criação de valor voltado para os *stakeholders*, espera-se que as organizações possam direcionar os seus esforços para se tornarem sustentáveis. Somado a isso, importantes iniciativas governamentais estão sendo realizadas visando uma economia mais sustentável, como por exemplo, o Pacto Ecológico Europeu (PEE) de 2019 (PORRETTA; BENASSI, 2021; YAKAR PRITCHARD; ÇALIYURT, 2021; NOVKOVIC, 2022; PEE, 2023).

As organizações financeiras cooperativas são atores importantes na transição para uma economia sustentável. Elas podem contribuir com a reorientação dos fluxos de capital para investimentos que sejam efetivamente sustentáveis. Tal contribuição é viabilizada a partir do momento em que são considerados os riscos decorrentes de impactos ambientais e sociais, no momento da concessão de financiamentos e da realização de investimentos (COSMA *et al.*, 2020; KOMARNICKA; KOMARNICKI, 2022). Uma pesquisa realizada no ano de 2021 pela PWC indica que 78% dos gestores de organizações financeiras cooperativas do Brasil afirmaram que as suas cooperativas possuem produtos financeiros para fomentar projetos socioambientais, como por exemplo, títulos verdes (PWC, 2023).

A sustentabilidade consiste na satisfação das necessidades do presente, sem comprometer a capacidade de atender as necessidades das futuras gerações (LOZANO, 2013; LOZANO, 2020). Ela se divide nas perspectivas econômica, social e ambiental. A sustentabilidade econômica está associada à avaliação das organizações com base no desempenho econômico e financeiro, por meio de métricas de rentabilidade, de lucratividade

e de valor para os *shareholders*. A sustentabilidade social considera os aspectos relacionados à qualidade das condições de trabalho, saúde e desenvolvimento dos funcionários, ao respeito aos direitos humanos e à diversidade e aos impactos nas comunidades. A sustentabilidade ambiental se relaciona à forma como as organizações tratam o meio ambiente em termos de emissões de poluentes, de tratamento de resíduos, de consumo de recursos naturais, de reciclagem etc. (MACAGNAN; SEIBERT, 2021). A convergência destas três perspectivas é reconhecida como o *triple-bottom-line* da sustentabilidade. Assim sendo, as organizações devem conduzir as suas ações considerando as três perspectivas de maneira equitativa e integrada. Caso haja a priorização de uma perspectiva em detrimento das demais, ocorre um desequilíbrio no sistema podendo torná-lo insustentável (ABDUL ARIS *et al.*, 2018; MACAGNAN; SEIBERT, 2021).

As organizações financeiras cooperativas são empreendimentos sociais reconhecidos por alcançar pessoas, organizações e regiões excluídas do acesso a produtos e serviços financeiros, contribuindo com a redução das desigualdades sociais (ANAKPO *et al.*, 2023). Respaladas pelos valores e princípios do cooperativismo o seu principal objetivo é proteger o interesse das comunidades em que atuam visando o desenvolvimento sustentável do território (COSMA *et al.*, 2020). Além disso, elas fornecem os seguintes benefícios: vínculo com produtores e empreendedores locais, relacionamento próximo com os cooperados por meio de agências localizadas nas comunidades em que estão inseridas, financiamento de setores específicos, ligação estreita com interesses locais e com agentes econômicos de raízes regionais, solidariedade com a comunidade e promoção de capacitações sobre cooperativismo e finanças para a comunidade local (SUMARWAN; LUKE; FURNEAUX, 2021; VENANZI; MATTEUCCI, 2022). Ainda, em tempos de crises econômicas ou de políticas monetárias restritivas, as organizações financeiras cooperativas têm auxiliado as pessoas e as pequenas e médias organizações, mediante a manutenção da concessão de crédito, suavizando as consequências desses eventos (MCKILLOP *et al.*, 2020; YAKAR PRITCHARD; ÇALIYURT, 2021). Logo, elas já estariam alinhadas à agenda da sustentabilidade (NOVKOVIC, 2022).

Todavia, o reconhecimento por parte dos *stakeholders* não se dá apenas pela satisfação de suas necessidades, mas também pelo *disclosure* de informações das ações realizadas a partir dos compromissos assumidos nas esferas econômica, social e ambiental (SEGUÍ-MAS; BOLLAS-ARAYA; POLO-GARRIDO, 2015; MATHUVA; MBOYA; MCFIE, 2017). Além da capacidade de mitigar os problemas de seleção adversa e risco moral, o *disclosure* de práticas de sustentabilidade levaria os gestores das organizações financeiras cooperativas a se

legitimarem perante os *stakeholders* (AKERLOF, 1970; ARROW, 1963; SUCHMAN, 1995; DEEGAN, 2002). Isso ocorre porque se parte da premissa de que existe um contrato social entre os gestores das organizações financeiras cooperativas e os *stakeholders*, constituído por termos explícitos ou implícitos, de que os gestores atuarão dentro dos limites das normas, valores, crenças e definições estabelecidos pela comunidade local. Ao realizar o *disclosure* de práticas de sustentabilidade, os gestores demonstrariam aos *stakeholders* que estão cumprindo os termos do contrato social, viabilizando a manutenção das atividades das organizações financeiras cooperativas. Portanto, todas as estratégias de legitimação dependem do *disclosure* (DEEGAN, 2002). Este contexto fundamenta a teoria da legitimidade.

A teoria da legitimidade pressupõe que as organizações necessitam ser aceitas pela sociedade para poderem realizar as suas operações (PATTEN, 2020). Em um primeiro momento, pode-se inferir que a sociedade aceita a existência das organizações financeiras cooperativas e acredita nos valores e princípios do cooperativismo, na medida em que há legislações que autorizam o seu funcionamento e que fornecem a elas benefícios tributários (MCKILLOP *et al.*, 2020). Entretanto, caso os termos do contrato social não sejam cumpridos pelos gestores das organizações financeiras cooperativas a sociedade poderia entender que elas não são legítimas, implicando no risco de descontinuidade de suas operações. Cabe ainda ressaltar que as organizações financeiras cooperativas podem perder a sua legitimidade sem modificar a sua forma de atuação, pois as expectativas da sociedade em relação ao comportamento das organizações se modificam ao longo do tempo (DEEGAN, 2014).

Suchman (1995) descreve que não são apenas as condutas reais das organizações que as tornam legítimas perante a sociedade, mas também o que a sociedade sabe ou percebe sobre as referidas condutas. Assim sendo, é possível que os gestores das organizações financeiras cooperativas adotem estratégias distintas de *disclosure* de práticas de sustentabilidade para obter, manter ou recuperar a legitimidade. A discricionariedade dos gestores das organizações financeiras cooperativas pode ter como consequência a divulgação de informações de práticas de sustentabilidade de acordo com os seus interesses. Isso permite que tais informações contenham um viés de redução de exposições sociais e políticas, ao invés da aplicação de uma abordagem capaz de modificar as ações consideradas prejudiciais à sociedade (O'DONOVAN, 2002; DEEGAN; RANKIN; TOBIN, 2002; DEEGAN, 2019; PATTEN; SHIN, 2019; PATTEN, 2020).

Os avanços das tecnologias de comunicação (mídias sociais, páginas eletrônicas, plataformas de som e vídeo etc.) ocasionaram um aumento nas possibilidades de estratégias de *disclosure* de práticas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas

(DEEGAN, 2019). Por outro lado, também permitiram uma maior transparência sobre as decisões discricionárias dos gestores destas cooperativas, por um custo reduzido (MACAGNAN; SEIBERT, 2021). Nesse sentido, a legitimidade suportada por práticas irregulares, como por exemplo o *greenwashing*, não perduraria e geraria uma ruptura no contrato social, do mesmo modo que a falta de divulgação de práticas de sustentabilidade. Tal circunstância induziria os cooperados a adotarem um comportamento oportunista, deixando de fornecer recursos (depósitos) para as suas respectivas cooperativas (FERREIRA *et al.*, 2020). A falta de depósitos aumentaria as restrições financeiras das organizações financeiras cooperativas, ocasionando a elevação do seu custo de financiamento (GHOSH; ANSARI, 2018), o que poderia comprometer o seu desempenho financeiro e a continuidade de suas operações no longo prazo.

Este tópico procurou expor a forma como o *disclosure* de práticas de sustentabilidade pode mitigar os problemas de assimetria de informação, e conseqüentemente, legitimar a gestão das organizações financeiras cooperativas. A seguir são apresentados os estudos empíricos que auxiliaram na fundamentação da hipótese construída.

2.2 Formulação da hipótese

Assim como outras cooperativas, as organizações financeiras cooperativas são associações autônomas, constituídas por pessoas que se unem voluntariamente para atender a necessidades e aspirações econômicas, sociais e culturais comuns, por meio de uma organização de propriedade coletiva e gestão democrática (ICA, 2023). Seu papel social baseia-se na mobilização de poupança, com o objetivo de oferecer crédito a pessoas e organizações excluídas do sistema financeiro convencional (ARESTIS; PHELPS, 2023). No entanto, elas não estão imunes aos problemas de separação entre o controle e a propriedade em virtude de serem ficções jurídicas, que funcionam como nexos contratuais. Isso ocorre porque o controle dos seus ativos é exercido por um pequeno grupo de cooperados que integram o conselho de administração e a diretoria executiva (agentes), ou seja, os gestores. Do outro lado, encontram-se a maior parte dos cooperados que são proprietários (principal) dos ativos, mas não exercem o controle sobre eles (COASE, 1937; BERLE; MEANS, 1988; JENSEN; MECKLING, 1976; NJUGUNA; MATHUVA, 2024). A esses, cabe assumir os riscos decorrentes das decisões dos gestores das cooperativas, em uma estrutura de propriedade dispersa que confere maior autonomia aos gestores (YAMORI; HARIMAYA; TOMIMURA, 2017).

Esse contexto favorece o surgimento de problemas de assimetria de informação, uma vez que os gestores das organizações financeiras cooperativas possuem acesso a informações que permanecem desconhecidas pelos demais cooperados. Isso dificulta o monitoramento de suas decisões, o que pode comprometer tanto a expansão quanto a retenção do quadro de cooperados (ARROW, 1963; AKERLOF, 1970; PEDRON, 2023). Nesse caso, os cooperados e potenciais cooperados têm dificuldade em discernir se as decisões dos gestores estão efetivamente alinhadas com o bem-estar social da comunidade local, o que enfraquece o contrato social estabelecido entre os gestores das cooperativas e seus *stakeholders* (MACAGNAN; SEIBERT, 2021), podendo comprometer a legitimidade da cooperativa (SUCHMAN, 1995; DEEGAN, 2002).

A teoria da legitimidade postula que o *disclosure* das decisões dos gestores, especialmente no que se refere às práticas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas, atua como um mecanismo para mitigar os problemas de assimetria de informação. Isso implica que cooperados e potenciais cooperados seriam capazes de identificar os valores e princípios do cooperativismo — inerentes às práticas de sustentabilidade — refletidos nas decisões dos gestores. Assim, os benefícios pecuniários e não pecuniários proporcionados pelas organizações financeiras cooperativas se tornariam mais evidentes, diferenciando-as das organizações financeiras tradicionais, como os grandes bancos (ALLEN; TESSIER; LAURIN, 2023; ARESTIS; PHELPS, 2023; PEDRON, 2023). Dessa forma, tanto as cooperativas quanto seus gestores alcançariam legitimidade perante a sociedade, fortalecendo as relações de confiança e lealdade com seus *stakeholders*. Esse processo, por sua vez, refletiria positivamente na captação de recursos, por meio da mobilização de depósitos dos cooperados poupadores, resultando na redução do custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas (DUGUMA; HAN, 2018; HENOCK, 2019; DUGUMA; HAN, 2021; YITAYAW, 2021).

No que diz respeito às características e motivações do *disclosure* de práticas de sustentabilidade, Bolla-Araya, Seguí-Mas e Polo-Garrido (2014) compararam os relatórios de sustentabilidade de bancos cooperativos e comerciais na Europa, levando em consideração o impacto da crise financeira sobre a adoção dessas práticas. Os resultados indicaram que, embora os bancos cooperativos emitam um número relativamente menor de relatórios, eles se destacam por utilizar padrões mais recentes de divulgação, incluindo relatórios integrados e níveis superiores de aplicação. Além disso, os bancos cooperativos priorizam a divulgação de questões sociais, enquanto os bancos comerciais tendem a focar em aspectos econômicos.

Esse foco nas questões sociais reflete a essência cooperativa e o forte compromisso das cooperativas financeiras com seus *stakeholders*.

Pesci e Costa (2014) utilizaram técnicas de análise de conteúdo para avaliar o papel da divulgação narrativa e visual em relatórios sociais e ambientais. Analisando uma amostra de 98 relatórios de bancos cooperativos italianos, identificaram que o volume de divulgações (narrativas e visuais) não é distribuído de forma equitativa entre os *stakeholders*. Os resultados mostraram que a comunidade e os membros são as partes interessadas prioritárias, recebendo maior atenção nas divulgações, tanto na forma narrativa quanto visual.

Mathuva (2016) analisou as perspectivas gerenciais sobre a lógica e os impulsionadores da divulgação financeira, social, estratégica, de governança e ambiental nos relatórios anuais de organizações financeiras cooperativas no Quênia. Constatou-se que as divulgações dessas organizações são positivamente influenciadas pela governança e direcionadas principalmente aos membros e ao regulador. As divulgações concentram-se majoritariamente em aspectos financeiros obrigatórios, seguidos pela divulgação voluntária de aspectos estratégicos, sociais, de governança e de conservação ambiental, como forma de atender às regulamentações e construir a imagem das cooperativas.

Mathuva e Kivew (2016) conduziram uma análise dos relatórios anuais com o objetivo de avaliar o nível de *disclosure* das práticas sociais e ambientais (CSED) em organizações financeiras cooperativas no Quênia, no período de 2008 a 2013. Os resultados indicaram um baixo nível geral de divulgação dessas práticas por parte das cooperativas financeiras analisadas. Ademais, os achados obtidos por meio do modelo econométrico empregado no estudo revelaram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o nível de *disclosure* de práticas sociais e ambientais (CSED) e o desempenho financeiro, mensurado tanto pelo retorno sobre ativos (ROA) quanto pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). Os autores sugerem que essa relação negativa pode refletir uma transição das organizações financeiras cooperativas quenianas para objetivos mais voltados ao lucro, em detrimento de seu tradicional engajamento social.

Thomas e Marinangeli (2016) conduziram uma análise das páginas eletrônicas dos bancos cooperativos italianos com o objetivo de avaliar a propensão dessas instituições à divulgação do balanço social. Os resultados indicam que, empiricamente, os bancos cooperativos italianos ainda demonstram um nível insuficiente de preparação para atender ao crescente número de *stakeholders* sensíveis às questões éticas e sociais. Apenas 50% dessas instituições divulgam explicitamente suas missões, e apenas 25% disponibilizam o balanço

social. No entanto, esses índices de divulgação, embora limitados, mostram-se superiores em comparação a outros tipos de bancos.

Yakar Pritchard e Çalıyurt (2021) investigaram os principais indicadores de sustentabilidade divulgados pelas cooperativas, com o intuito de identificar quais são mais preponderantes. Os resultados revelaram que os indicadores econômicos prevalecem nas organizações financeiras cooperativas em relação a outros tipos de cooperativas. Além disso, constatou-se que o nível de divulgação de indicadores sociais é mais elevado nas cooperativas de grande porte, em comparação com aquelas de pequeno e médio portes.

Pedron (2023) analisou a relação entre o nível de *disclosure* de informações representativas de sustentabilidade, nas perspectivas social e cultural, e a legitimidade da gestão das organizações financeiras cooperativas brasileiras, considerando o número de cooperados como referência. Com base em dados extraídos de páginas eletrônicas e relatórios das cooperativas, o estudo utilizou indicadores de *disclosure* e aplicou a técnica de regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários. Em média, apenas 30,6% dos indicadores de *disclosure* nas perspectivas social e cultural foram divulgados pelas cooperativas de crédito analisadas, um nível relativamente baixo de transparência. No entanto, os resultados evidenciaram uma associação positiva entre a divulgação dessas informações e o aumento no número de cooperados, reforçando a literatura sobre *disclosure* e teoria da legitimidade. O estudo sugere que a maior transparência nas práticas sociais e culturais fortalece a legitimidade da gestão, promovendo uma percepção mais sólida de que a cooperativa está alinhada aos princípios cooperativistas. Essa postura, além de consolidar o contrato social entre cooperados e a cooperativa, contribui para diferenciá-la de outras organizações financeiras e assegurar sua sustentabilidade.

De forma geral, a literatura empírica sugere que as organizações financeiras cooperativas orientam a divulgação de suas práticas de sustentabilidade prioritariamente para seus cooperados. Sob a ótica da teoria da legitimidade, tal abordagem indica uma tentativa de demonstrar que essas organizações atuam em conformidade com os interesses de seus membros, com o objetivo de preservar o contrato social que fundamenta sua legitimidade. Em outras palavras, essas divulgações visam reforçar o alinhamento das cooperativas com as expectativas de seus *stakeholders*, assegurando a continuidade de sua aceitação e apoio dentro do contexto social em que estão inseridas (SUCHMAN, 1995; DEEGAN, 2002). As consequências disso no desempenho financeiro das organizações financeiras cooperativas, especialmente no que se refere ao custo de financiamento, ainda são escassas e inconclusivas, conforme revela a literatura empírica. Esse cenário também se verifica em organizações

financeiras e não financeiras tradicionais, onde as evidências sobre os efeitos da sustentabilidade no custo de financiamento são limitadas.

Galletta *et al.* (2021) investigaram a relação entre as políticas ambientais de organizações financeiras tradicionais e as escolhas dos depositantes. Utilizando um modelo dinâmico de dados em painel com uma amostra de 478 observações de bancos de 29 países entre 2011 e 2018, os autores identificaram uma relação negativa entre o desempenho ambiental dos bancos e o volume de depósitos. O estudo revelou que, à medida que os bancos aprimoram suas práticas ambientais, a captação de depósitos tende a diminuir. Os depositantes demonstram serem sensíveis às taxas de juros oferecidas, e, apesar da crescente preocupação com a sustentabilidade, essas taxas continuam sendo um fator determinante na escolha de onde depositar suas economias. O *Carbon Performance Leadership Index* (CPLI) foi utilizado para classificar o desempenho ambiental, e bancos com melhores classificações, como "A", geralmente oferecem taxas de juros mais baixas. Isso pode ser atribuído à capacidade dessas instituições de atrair depósitos com base em sua reputação ambiental positiva, permitindo-lhes reduzir os custos de captação e aumentar a margem de intermediação financeira.

Agnese e Giacomini (2023) exploraram o impacto dos fatores ambiental, social e de governança (ESG) no preço das obrigações bancárias no mercado primário. Utilizando um banco de dados exclusivo que inclui 19.106 obrigações sênior de taxa fixa emitidas por 63 bancos da União Europeia entre 2006 e 2021, os pesquisadores descobriram que, mantendo-se todas as outras condições constantes, os bancos com pontuações ESG mais elevadas tendem a incorrer em custos menores na emissão de suas obrigações. Os achados sugerem que investidores oferecem condições contratuais mais favoráveis a essas instituições devido à percepção de menor risco associado às práticas ESG. Além disso, o estudo identifica que o pilar de governança tem um papel central nessa dinâmica, indicando que uma governança corporativa robusta e a transparência na divulgação de práticas ESG aumentam a capacidade dos bancos de obter condições mais vantajosas no mercado de obrigações.

Andrieș e Sprincean (2023) investigaram a relação entre as práticas ambientais, sociais e de governança (ESG) adotadas pelos bancos e seus respectivos custos de financiamento. Analisando dados de 493 bancos em 39 países entre 2003 e 2020, os autores concluíram que a incorporação de práticas ESG nas decisões financeiras impacta positivamente o custo de captação de passivos e o custo de depósitos. Essas evidências reforçam a teoria dos *stakeholders*, sugerindo que a adoção de práticas ESG reduz a assimetria de informações entre os bancos, acionistas e *stakeholders*, atraindo mais depositantes e, conseqüentemente,

diminuindo o custo de financiamento. Os autores ainda analisaram separadamente os efeitos dos fatores ESG, constatando que todos os pilares contribuem para a redução dos custos de passivos, enquanto apenas o desempenho social e a governança influenciam diretamente os depositantes. Além disso, os resultados revelam que a redução dos custos de financiamento, decorrente da maior transparência na divulgação de informações ESG, beneficia principalmente os grandes bancos e aqueles situados em países desenvolvidos.

Du *et al.* (2023) analisaram a relação entre empréstimos bancários corporativos e crédito comercial, destacando o impacto da governança ambiental sobre essas formas de financiamento. O estudo, com base em empresas chinesas de setores ligados à energia e ao meio ambiente, revelou que empresas com práticas ambientais robustas tendem a depender mais do crédito comercial, o que reduz a necessidade de empréstimos bancários. Isso ocorre porque essas empresas enviam sinais positivos de sustentabilidade e responsabilidade social ao mercado, tornando-se mais atraentes para *stakeholders*, que oferecem crédito comercial a taxas de juros mais baixas do que os empréstimos bancários. Além disso, observou-se um efeito de U invertido em empresas com baixa governança ambiental, onde o crédito comercial inicialmente complementa os empréstimos bancários, mas diminui à medida que a empresa amadurece.

Mesmo que limitadas, as evidências empíricas sugerem que a maior adoção e divulgação de práticas de sustentabilidade estão associadas à redução do custo de financiamento em organizações financeiras e não financeiras tradicionais. Diante do exposto, e considerando os valores e princípios do cooperativismo, estabeleceu-se a seguinte hipótese para esta tese:

Hipótese 1. O nível de *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade tem relação negativa com o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas.

A próxima seção detalha a metodologia que foi empregada para testar a hipótese desenvolvida nesta tese.

3 METODOLOGIA

O presente capítulo divide-se em três partes. A primeira aborda o modelo econométrico e as suas variáveis (dependente, de interesse e de controle). A segunda parte

apresenta a população e a amostra. Ao final, detalha-se as fontes das evidências e as técnicas de coleta e análise dos dados.

3.1 Modelo econométrico e variáveis

A hipótese formulada nesta tese foi testada utilizando o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS), cuja escolha se justifica pela presença de problemas de heterocedasticidade e autocorrelação, identificados por meio de testes de diagnóstico descritos no item 4.4. A seguir, apresenta-se a equação correspondente ao estimador, acompanhada da descrição das variáveis utilizadas.

$$CF_{it} = \beta_0 + \beta_1 IS_{it} + \beta_2 CRED_{it} + \beta_3 DEP_{it} + \beta_4 DA_{it} + \beta_5 PECLD_{it} + \beta_6 BIG4_{it} + \beta_7 OECD_{it} + \beta_8 FC_{it} + u_{it} \quad (1)$$

Onde,

CF_{it} = é a variável dependente que representa o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas i no período t .

IS_{it} = é a variável de interesse que representa o nível de *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas i no período t .

$CRED_{it}$ = é a variável de controle que representa a proporção do saldo das operações de crédito em relação ao ativo total das organizações financeiras cooperativas i no período t .

DEP_{it} = é a variável de controle que representa a proporção do saldo dos depósitos em relação à soma do passivo total e do patrimônio líquido das organizações financeiras cooperativas i no período t .

DA_{it} = é a variável de controle que representa as despesas administrativas das organizações financeiras cooperativas i no período t .

$PECLD_{it}$ = é a variável de controle que representa a inadimplência das organizações financeiras cooperativas i no período t .

$BIG4_{it}$ = é a variável de controle que indica se a auditoria das organizações financeiras cooperativas i no período t , foi realizada por uma das quatro maiores firmas de auditoria do mundo (Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young, KPMG e PricewaterhouseCoopers).

$OECD_{it}$ = é a variável de controle que representa se as organizações financeiras cooperativas i no período t têm sede (matriz) em um país membro da OECD.

FC_{it} = é a variável de controle que representa os fluxos de caixa totais das organizações financeiras cooperativas i no período t .

i = representa as organizações financeiras cooperativas.

t = representa o tempo do painel em anos.

β_0 = é o intercepto do estimador.

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_8$ = são os coeficientes que estimam o impacto das variáveis explicativas.

u_{it} = é o termo de erro que captura as variações não explicadas pelo modelo, permitindo heterocedasticidade e autocorrelação ao longo do tempo. Ele pode ser descrito como:

$$u_{it} = \rho u_{it-1} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Onde:

ρ = representa o coeficiente de autocorrelação de primeira ordem.

ϵ_{it} = é o termo de erro aleatório, com distribuição normal, $N(0, \sigma^2)$, que pode ter variância heterocedástica.

Com o objetivo de proporcionar uma apresentação mais clara, foi elaborado o Quadro 3, que resume cada uma das variáveis que compõe o estimador.

Quadros 3 - Resumo das variáveis do estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS)

Tipo	Nome	Símbolo	Descrição	Fonte	Unidade
Dependente	Custo de Financiamento	CF	Custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas.	Balço Patrimonial, Demonstração de Sobras ou Perdas e Notas Explicativas.	Euros
Interesse	Índice de Sustentabilidade	IS	Nível de <i>disclosure</i> de práticas representativas de sustentabilidade, na perspectiva dos <i>stakeholders</i> , das organizações financeiras cooperativas.	Relatórios anuais de informações financeiras e relatórios anuais de informações não financeiras.	Percentual
Control	Crédito	CRED	Proporção do saldo das operações de crédito em relação ao ativo total das organizações financeiras cooperativas.	Balço Patrimonial.	Euros

Depósitos	DEP	Proporção do saldo dos depósitos em relação à soma do passivo total e do patrimônio líquido das organizações financeiras cooperativas.	Balanco Patrimonial.	Euros
Despesas Administrativas	DA	Proporção do total das despesas administrativas das organizações financeiras cooperativas em relação ao ativo total.	Balanco Patrimonial, Demonstração de Sobras ou Perdas e Notas Explicativas.	Euros
Inadimplência	PECLD	Perdas estimadas em crédito de liquidação duvidosa constituídas pelas organizações financeiras cooperativas.	Demonstração de Sobras ou Perdas e Notas Explicativas.	Euros
<i>Big four</i>	BIG4	Auditoria das organizações financeiras cooperativas realizada por uma das quatro maiores firmas de auditoria do mundo.	Relatórios anuais de informações financeiras e relatório dos auditores independentes.	<i>Dummy</i>
OECD	OECD	Sede das organizações financeiras cooperativas localizada em um país membro da OECD.	Página eletrônica da OECD.	<i>Dummy</i>
Fluxo de Caixa	FC	Fluxos de caixa totais das organizações financeiras cooperativas.	Demonstração dos Fluxos de Caixa	Euros

Fonte: Elaborado pelo autor

O Quadro 3 evidencia que as variáveis de natureza monetária foram quantificadas em euros. A opção por essa moeda se deve ao fato de que 42% das organizações financeiras cooperativas da amostra têm sede em um país da Europa. As moedas funcionais das demais organizações financeiras cooperativas foram convertidas para euros com base nas cotações da página eletrônica do Banco Central do Brasil, conforme Tabela 1.

Tabela 1 - Cotações das moedas em relação ao euro

Moeda	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Peso argentino	43,12	67,28	103,03	116,22	188,43
Dólar canadense	1,56	1,46	1,56	1,44	1,44
Franco Suíço	1,13	1,08	1,08	1,03	0,98
Colón costarricense	691,25	640,17	747,37	722,78	630,98
Rupia indiana	79,91	80,22	89,59	84,19	88,14
Won sul-coreano	1.276,55	1.295,89	1.334,94	1.345,52	1.336,53
Ringgit malaio	4,73	4,60	4,93	4,72	4,69
Real brasileiro	4,44	4,53	6,38	6,32	5,57
Dólar americano	1,15	1,12	1,23	1,13	1,07

Xelim queniano	116,60	113,78	133,87	128,02	131,51
----------------	--------	--------	--------	--------	--------

Fonte: Banco Central do Brasil (2024)

No próximo item, apresentam-se maiores detalhes sobre a variável dependente, seguidos pela descrição das variáveis de interesse e de controle, que serão detalhadas no item subsequente.

3.1.1 Variável dependente

O custo de financiamento é uma variável quantitativa que representa os juros e demais encargos financeiros incorridos sobre os depósitos e outras captações onerosas realizadas pelas organizações financeiras cooperativas. O valor dessa variável foi calculado pela divisão entre total das despesas com juros e encargos financeiros e a soma dos depósitos e demais passivos onerosos, sendo ambos os valores transformados em logaritmo antes da realização da divisão. Os dados que sustentam essa variável foram extraídos dos Balanços Patrimoniais, das Demonstrações de Sobras ou Perdas e das Notas Explicativas das organizações financeiras cooperativas. Essas demonstrações contábeis integram os relatórios anuais de informações financeiras dessas organizações.

Assim como esta tese, os estudos de Ghosh e Ansari (2018), Agnese e Giacomini (2023) e Andries e Sprincean (2023) utilizaram o custo de financiamento como variável dependente. Ghosh e Ansari (2018) examinaram a relação entre as características do conselho de administração e o custo de financiamento de organizações financeiras cooperativas na Índia. Utilizando dados de 1.263 cooperativas financeiras indianas referentes ao ano de 2012, os resultados revelaram que, em regiões de alta renda, conselhos de maior tamanho estão associados a custos de financiamento mais elevados. Além disso, em cooperativas com conselhos menores, uma maior diversidade de gênero foi significativamente associada a custos de financiamento mais baixos.

Agnese e Giacomini (2023) investigaram o impacto dos fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) no custo de financiamento dos bancos no mercado primário. A partir de uma amostra composta por 63 bancos da União Europeia, no período de 2006 a 2021, o *Yield-to-Maturity* (YTM) foi utilizado como variável representativa do custo de financiamento. Os resultados demonstraram que uma melhoria de 10 pontos na pontuação ESG de um banco, em uma escala de 0 a 100, está associada a uma redução de aproximadamente 23 pontos base no

YTM de suas obrigações. Tal redução representa um impacto significativo no custo de financiamento, equivalente a cerca de 6% do YTM médio.

Andries e Sprincean (2023) examinaram os efeitos do desempenho ambiental, social e de governança (ESG) sobre o custo de financiamento de 493 bancos de capital aberto, localizados em 39 países emergentes e desenvolvidos, no período de 2003 a 2020. O estudo identificou uma relação negativa e estatisticamente significativa entre as práticas ESG e o custo de financiamento, sugerindo que bancos com melhor desempenho nesses aspectos tendem a obter condições mais favoráveis de financiamento. Além disso, ao analisar separadamente os três pilares ESG, constatou-se que todos eles contribuíram para a redução dos custos de financiamento dos bancos.

No item a seguir, apresenta-se uma descrição detalhada das variáveis de interesse e de controle.

3.1.2 Variáveis de interesse e de controle

A variável IS_{it} é a variável de interesse desta tese que integra o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS). Ela tem como objetivo mensurar o nível de *disclosure* de informações representativas de sustentabilidade, na perspectiva dos *stakeholders*, das organizações financeiras cooperativas. Portanto, a sua natureza é quantitativa.

Para a consecução desse objetivo, a variável foi estabelecida por meio da adaptação dos indicadores desenvolvidos no estudo de Macagnan e Seibert (2021). Optou-se por utilizar esses indicadores, uma vez que foram elaborados com base na perspectiva de cooperados de cooperativas que atuam em diversos setores, ou seja, *stakeholders*. Tais indicadores foram construídos sob a ótica dos pilares econômico, social, ambiental e cultural. O pilar econômico é composto por 20 (vinte) indicadores, o social por 18 (dezoito), o ambiental por 13 (treze) e o cultural por 10 (dez), totalizando 61 (sessenta e um) indicadores. O Anexo A apresenta os indicadores individualizados.

No entanto, devido à natureza genérica dos indicadores desenvolvidos por Macagnan e Seibert (2021), foi necessária sua adaptação para o contexto específico das organizações financeiras cooperativas, observando as seguintes etapas: 1) exame dos relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras, 2) validação junto aos *stakeholders* e especialistas. A etapa de exame dos relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras foi realizada nos meses de setembro e outubro de 2023. Para isso, examinou-se os relatórios anuais de 25 das 26 maiores organizações financeiras cooperativas do mundo, com data-base

em 31/12/2022, na categoria *turnover*, conforme o *World Cooperative Monitor* de 2022. A organização financeira cooperativa “NACUFOK - National Credit Union Federation of Korea” não foi analisada, pois não disponibilizou os relatórios anuais em sua página eletrônica. A escolha pelo *World Cooperative Monitor* de 2022 foi feita devido à indisponibilidade da edição de 2023, que ainda não havia sido publicada naquele momento. Todavia, cabe destacar que, com exceção da organização financeira cooperativa “Banca Popolare Di Sondrio”, as demais são as mesmas que integram *World Cooperative Monitor* de 2023, na categoria *turnover*. Além disso, a escolha da data-base em 31/12/2022 deve-se ao fato de ser o último exercício social encerrado à época.

O exame foi realizado com o objetivo de verificar como as informações dos indicadores desenvolvidos por Macagnan e Seibert (2021) são divulgadas pelas organizações financeiras cooperativas. Com base nisso, os indicadores aplicáveis ao contexto dessas organizações foram mantidos ou adaptados, enquanto os inaplicáveis foram excluídos. Foram definidos como indicadores inaplicáveis aqueles inerentes às cooperativas de outros setores, como, por exemplo, o indicador “assistência técnica”, que está associado ao segmento agropecuário. Ademais, em virtude de a amostra ser constituída por organizações financeiras cooperativas de diversos países, foram excluídos os indicadores relacionados a aspectos exigidos apenas pela legislação brasileira, como os indicadores “recursos sociais do FATES” e “relatório do conselho fiscal”. Ao final, foram elaboradas perguntas padronizadas com o objetivo de identificar quais informações foram coletadas nos relatórios anuais para atender a cada um dos indicadores. O Anexo B apresenta a primeira versão dos indicadores adaptados.

A segunda etapa consistiu na validação da versão inicial dos indicadores adaptados por meio da consulta a *stakeholders* e especialistas, realizada nos meses de novembro e dezembro de 2023. O grupo de *stakeholders* foi composto por 17 cooperados de organizações financeiras cooperativas brasileiras, que previamente receberam capacitações sobre a divulgação de informações financeiras e não financeiras em cooperativas. O grupo de especialistas incluiu 6 professores doutores com foco de pesquisa no cooperativismo. Ambos os grupos receberam o estudo de Macagnan e Seibert (2021) para compreender como os indicadores originais foram desenvolvidos, a fim de validar a versão adaptada dos indicadores. Sendo assim, foram sugeridos os ajustes descritos no Quadro 4.

Quadros 4 - Ajustes propostos pelos *stakeholders* e especialistas

Pilares	Ajustes propostos
a. Econômico	a1. Adição de um indicador associado à inadimplência
	a2. Remoção da expressão “participação nas sobras” dos indicadores “benefícios aos cooperados” e “benefícios aos funcionários”
	a3. Agrupar os indicadores “benefícios aos funcionários” e “folha de pagamento” criando o indicador “salários e benefícios aos funcionários”
b. Social	b1. Substituir o indicador “formação continuada para cooperados” por um indicador associado à educação financeira para cooperados
	b2. Substituir o indicador “direitos humanos” por um indicador associado às políticas afirmativas
c. Ambiental	c1. Substituir o indicador “legislação ambiental” pelo indicador “políticas de sustentabilidade ambiental” que constava no estudo de Macagnan e Seibert (2021)
d. Cultural	d1. Adicionar o indicador um indicador associado à educação cooperativista, que constava no estudo de Macagnan e Seibert (2021)

Fonte: Elaborado pelo autor

Além dos ajustes sugeridos no Quadro 4, foram propostas alterações nos nomes de alguns indicadores, sem que perdessem a essência do que representam, bem como no texto das perguntas padronizadas. Todos os ajustes sugeridos foram incorporados aos indicadores, resultando na versão final apresentada no Anexo C. Nessa versão, o pilar econômico ficou composto por 16 (dezesesseis) indicadores, o social por 15 (quinze), o ambiental por 8 (oito) e o cultural por 7 (sete), totalizando 46 (quarenta e seis) indicadores.

Para mensurar o nível de *disclosure* de informações representativas das práticas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas, foi estabelecida uma escala de pontuação de 0, 0,5 e 1. Assim, quando os relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras não apresentavam a informação associada ao indicador, foi atribuído o valor 0. Se a informação fosse apresentada de forma incompleta, com apenas uma breve menção, atribuiu-se o valor 0,5. Já quando a informação fosse apresentada de maneira completa, com detalhes e dados quantitativos, recebeu o valor 1. Por exemplo, ao analisar o indicador “formação continuada para funcionários”, se a informação não fosse encontrada nos relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras das organizações financeiras cooperativas, foi atribuído o valor 0. No entanto, se o relatório apenas mencionasse que a organização financeira cooperativa capacitou seus funcionários durante o exercício social, atribuiu-se o valor 0,5. Já, se o relatório incluísse tanto a descrição detalhada das capacitações realizadas quanto informações quantitativas, como as horas de treinamento ou a quantidade de funcionários capacitados, atribuiu-se o valor 1.

Portanto, o nível de *disclosure* das informações representativas de práticas de sustentabilidade de cada organização financeira cooperativa da amostra foi quantificado pela divisão da soma das práticas de sustentabilidade identificadas pelo total de indicadores, conforme a fórmula a seguir:

$$IS_j = \frac{\sum_{i=1}^n X_{ij}}{n_j} \quad (2)$$

Essa forma de cálculo é comumente utilizada na literatura de *disclosure* e governança, resultando em um nível percentual (IS_j), em que:

n_j = corresponde ao número total de indicadores esperados para cada organização financeira cooperativa.

j = representa as organizações financeiras cooperativas.

i = expressa a quantidade de indicadores.

Conforme o indicador x_{ij} foi revelado, atribuiu-se o valor 0,5 ou 1; caso contrário, recebeu o valor 0. Por fim, destaca-se que não foram estabelecidos pesos distintos aos pilares nem aos indicadores.

Visando isolar o efeito da variável de interesse sobre a variável dependente, foram incluídas no estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS) as variáveis de controle apresentadas no Quadro 5.

Quadros 5 - Variáveis de controle

Variável	Descrição	Representação	Mensuração	Bibliografia
CRED	Proporção do saldo das operações de crédito em relação ao ativo total das organizações financeiras cooperativas.	Compromisso em apoiar a economia real.	Logaritmo Natural	Bressan <i>et al.</i> (2010), Jones e Kalmi (2015), Poli (2022), Venanzi e Matteucci (2022) e Segovia-Vargas, Miranda-García e Oquendo-Torres (2023).
DEP	Proporção do saldo dos depósitos em relação à soma do passivo total e do patrimônio líquido das organizações financeiras cooperativas.	Mobilização de depósitos.	Logaritmo Natural	Jones e Kalmi (2015), Silva <i>et al.</i> (2017), Duguma e Han (2018), Duguma e Han (2021) e Flores-Chia e Mougenot (2023).
DA	Proporção do total das despesas administrativas das organizações financeiras cooperativas em relação ao ativo total.	Eficiência operacional.	Logaritmo Natural	Richardson (2009), Bressan <i>et al.</i> (2010), Duguma e Han (2021), Segovia-Vargas, Miranda-García e Oquendo-Torres (2023) e Njuguna e Mathuva (2024).

PECLD	Perdas estimadas em crédito de liquidação duvidosa constituídas pelas organizações financeiras cooperativas.	Inadimplência.	Logaritmo Natural	Mathuva e Kivew (2016), Poli (2022), Unda e Ranasinghe (2021), Kuc e Teplý (2022) e Van Rijn, Zeng e Hueth (2023).
BIG4	Auditoria das organizações financeiras cooperativas realizada por uma das quatro maiores firmas de auditoria do mundo.	Qualidade da auditoria.	<i>Dummy</i>	Mathuva (2018) e Mathuva e Chong (2018).
OECD	Sede das organizações financeiras cooperativas localizada em um país membro da OECD.	Fatores institucionais.	<i>Dummy</i>	Jones e Kalmi (2015), Martinez-Campillo e Sierra-Fernandez (2017), Adusei, Adeleye e Okafor (2020), Kuc e Teplý (2022), Van Rijn, Zeng e Hueth (2023) e Justen (2024).
FC	Fluxos de caixa totais das organizações financeiras cooperativas.	Liquidez.	Logaritmo Natural	Richardson (2009), Lassoued (2022), Anakpo <i>et al.</i> (2023), Van Rijn, Zeng e Hueth (2023) e Justen (2024).

Fonte: Elaborado pelo autor

Observa-se no Quadro 5 que, nas variáveis quantificadas em euros, foi aplicada a transformação logarítmica com o objetivo de melhorar a qualidade do estimador, ajustando a escala das variáveis, reduzindo a variabilidade e linearizando possíveis relações não lineares entre elas. No caso das variáveis dummies, atribuiu-se o valor 1 se a organização financeira cooperativa foi auditada por uma Big 4, ou se sua sede estivesse localizada em um país membro da OCDE. Caso contrário, foi atribuído o valor 0.

No próximo item, descreve-se a população e a amostra analisadas neste estudo.

3.2 População e amostra

A população analisada neste estudo é composta pelas organizações financeiras cooperativas que integram o *World Cooperative Monitor* de 2023. O *World Cooperative Monitor* é um estudo conduzido anualmente pela *International Cooperative Alliance* (ICA), com apoio científico e técnico do *European Research Institute on Cooperative and Social Enterprises* (EURICSE). Além de fornecer informações setoriais sobre o cooperativismo, o estudo classifica as 300 maiores cooperativas do mundo nas categorias *turnover* e *turnover over GDP per capita*, ambos medidos em dólares americanos. Na categoria *turnover*, a

classificação é baseada no faturamento, enquanto na categoria *turnover over GDP per capita*, a classificação é feita com base no faturamento dividido pelo produto interno bruto per capita do país sede da cooperativa.

A Tabela 2 apresenta as organizações financeiras cooperativas classificadas entre as 300 maiores cooperativas do mundo na categoria *turnover*.

Tabela 2 - Organizações financeiras cooperativas classificadas entre as 300 maiores cooperativas do mundo na categoria *turnover*

N.	Organisation	Region	Country
1	Groupe Crédit Agricole	Europe	France
2	Groupe BPCE	Europe	France
3	Cooperative Financial Network Germany – BVR	Europe	Germany
4	Groupe Crédit Mutuel	Europe	France
5	Rabobank	Europe	Netherlands
6	Mouvement Desjardins	Americas	Canada
7	The Norinchukin bank	Asia and Pacific	Japan
8	RBI (Raiffeisen Bank International)	Europe	Austria
9	Navy Federal Credit Union	Americas	USA
10	Gruppo Bancario Cooperativo Iccrea	Europe	Italy
11	OP Group - Pohjola Pankki Oyj	Europe	Finland
12	KFCC - Korean Federation of Community Credit Cooperatives	Asia and Pacific	Republic of Korea
13	Sicoob	Americas	Brazil
14	Raiffeisen group	Europe	Switzerland
15	Sicredi	Americas	Brazil
16	CoBank, ACB	Americas	USA
17	Gruppo Cassa Centrale	Europe	Italy
18	Shinkin Central Bank	Asia and Pacific	Japan
19	Banco Credicoop Cooperativo Limitado	Americas	Argentina
20	Agribank, FCB	Americas	USA
21	Grupo Cooperativo Cajamar	Europe	Spain
22	NACUFOK - National Credit Union Federation of Korea	Asia and Pacific	Republic of Korea
23	State Employees Credit Union, Inc	Americas	USA
24	FCS of America (Farm Credit Services of America)	Americas	USA
25	Bank Kerjasama Rakyat Malaysia Berhad	Asia and Pacific	Malaysia
26	Pentagon Federal Credit Union	Americas	USA

Fonte: *World Cooperative Monitor (2023)*

A Tabela 2 revela que 12 das 27 organizações financeiras cooperativas classificadas entre as 300 maiores cooperativas do mundo na categoria turnover têm sede na Europa, representando 44% do total. Na categoria *turnover over GDP per capita*, destacam-se as organizações financeiras cooperativas sediadas na Ásia, com 16 das 39, correspondendo a 41% do total, conforme evidenciado na Tabela 3.

Tabela 3 - Organizações financeiras cooperativas classificadas entre as 300 maiores cooperativas do mundo na categoria *turnover over GDP per capita*

N.	Organisation	Region	Country
1	Groupe Crédit Agricole	Europe	France
2	Groupe BPCE	Europe	France
3	Cooperative Financial Network Germany – BVR	Europe	Germany
4	Groupe Crédit Mutuel	Europe	France
5	Sicoob	Americas	Brazil
6	Sicredi	Americas	Brazil
7	Rabobank	Europe	Netherlands
8	The Kerala State Co-operative Bank Ltd	Asia and Pacific	India
9	Mouvement Desjardins	Americas	Canada
10	Co-operative Bank of Kenya Ltd (CBK)	Africa	Kenya
11	The Norinchukin bank	Asia and Pacific	Japan
12	Banco Credicoop Cooperativo Limitado	Americas	Argentina
13	The Saraswat Cooperative Bank Ltd	Asia and Pacific	India
14	RBI (Raiffeisen Bank International)	Europe	Austria
15	Gruppo Bancario Cooperativo Iccrea	Europe	Italy
16	Maharashtra State Cooperative Bank Ltd	Asia and Pacific	India
17	Bank Kerjasama Rakyat Malaysia Berhad	Asia and Pacific	Malaysia
18	KFCC - Korean Federation of Community Credit Cooperatives	Asia and Pacific	Republic of Korea
19	Navy Federal Credit Union	Americas	USA
20	Karnataka State Cooperative Apex Banks Ltd	Asia and Pacific	India
21	The Cosmos Cooperative Bank Ltd	Asia and Pacific	India
22	OP Group - Pohjola Pankki Oyj	Europe	Finland
23	The SVC Bank Ltd	Asia and Pacific	India

24 Gruppo Cassa Centrale	Europe	Italy
25 Madhya Pradesh State Cooperative Bank Ltd	Asia and Pacific	India
26 Buldana Urban Co-operative Credit Society Ltd. (BUCCS)	Asia and Pacific	India
27 The TJS Bank Ltd	Asia and Pacific	India
28 Grupo Cooperativo Cajamar	Europe	Spain
29 Banco Popular y de Desarrollo Comunal (BPDC)	Americas	Costa Rica
30 Shinkin Central Bank	Asia and Pacific	Japan
31 Sistema Ailos	Americas	Brazil
32 Uttar Pradesh Cooperative Bank	Asia and Pacific	India
33 Gujarat State Cooperative Bank Ltd	Asia and Pacific	India
34 NACUFOK - National Credit Union Federation of Korea	Asia and Pacific	Republic of Korea
35 Raiffeisen group	Europe	Austria
36 CoBank, ACB	Americas	USA
37 Caja Popular Mexicana	Americas	Mexico
38 Banca Popolare Di Sondrio	Europe	Italy
39 Crédito Agrícola Group	Europe	Portugal

Fonte: *World Cooperative Monitor (2023)*

Observa-se nas Tabelas 2 e 3 que apenas as organizações financeiras cooperativas “Agribank, FCB”, “State Employees Credit Union, Inc”, “FCS of America (Farm Credit Services of America)” e “Pentagon Federal Credit Union” estão entre as 300 maiores cooperativas do mundo na categoria *turnover*, mas não integram a categoria *turnover over GDP per capita*. Sendo assim, para a constituição da população analisada neste estudo, foram adicionadas essas 4 organizações financeiras cooperativas às 39 que compõem a Tabela 3, resultando em uma população total de 43 organizações financeiras cooperativas. Definiu-se como período de análise os relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras com data-base de 31/12/2018 a 31/12/2022. A data-base de 31/12/2023 não foi incluída, pois nem todas as organizações financeiras cooperativas haviam publicado seus relatórios até o término da coleta de dados.

Para fins de amostragem, foram excluídas as organizações financeiras cooperativas “The Kerala State Co-operative Bank Ltd”, “Karnataka State Cooperative Apex Banks Ltd”, “The Cosmos Cooperative Bank Ltd”, “Madhya Pradesh State Cooperative Bank Ltd”, “Uttar Pradesh Cooperative Bank”, “Gujarat State Cooperative Bank Ltd”, “NACUFOK - National Credit Union Federation of Korea” e “Caja Popular Mexicana”, por não disponibilizarem seus

relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras em suas páginas eletrônicas. Da mesma forma, foram removidas da amostra “Maharashtra State Cooperative Bank Ltd”, “CoBank, ACB”, “State Employees Credit Union, Inc” e “FCS of America (Farm Credit Services of America)” por não terem disponibilizado todos os relatórios referentes ao período analisado. Portanto, a amostra deste estudo foi composta por 31 organizações financeiras cooperativas, abrangendo um período de 5 anos, totalizando 155 observações.

3.3 Fontes das evidências e técnicas de coleta e análise dos dados

A coleta dos dados ocorreu em três etapas. Na primeira, foram coletados os relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras, com data-base em 31/12/2022, nas páginas eletrônicas das organizações financeiras cooperativas, durante os meses de setembro e outubro de 2023, com o objetivo de adaptar os indicadores de Macagnan e Seibert (2021). Na segunda etapa, realizada em fevereiro de 2024, foram coletados os relatórios anuais com data-base entre 31/12/2018 e 31/12/2021, também nas páginas eletrônicas das organizações financeiras cooperativas. A partir disso, as informações presentes nos relatórios foram examinadas entre os meses de março e julho de 2024, utilizando a técnica de análise de conteúdo, com a atribuição de pontuações de 0, 0,5 ou 1 para cada indicador avaliado em cada organização financeira cooperativa. É importante destacar que, como os relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras estavam em inglês, alemão, espanhol e francês, foram utilizadas as ferramentas Google Tradutor e ChatGPT 4o para auxiliar na tradução para o português do Brasil. Os resultados foram sistematicamente registrados em uma planilha eletrônica de controle, segregada por data-base, abrangendo o período de 31/12/2018 a 31/12/2022. Finalmente, ao aplicar a soma das pontuações dividida pelo total de indicadores foi possível mensurar o nível de *disclosure* de práticas representativas de sustentabilidade de cada organização financeira cooperativa, em cada ano analisado.

A terceira etapa consistiu na coleta dos dados da variável dependente e das variáveis de controle, realizada entre os meses de julho e agosto de 2024. Os dados mensurados em euros foram extraídos das seguintes demonstrações contábeis: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício (Sobras ou Perdas), Demonstração do Resultado Abrangente, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstração dos Fluxos de Caixa e Notas Explicativas. Já os dados representados por variáveis *dummies* foram obtidos nos relatórios dos auditores independentes e na página eletrônica da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD). Destaca-se que as demonstrações

contábeis e o relatório dos auditores independentes integram o relatório anual de informações financeiras das organizações financeiras cooperativas. Além disso, os dados da variável dependente e das variáveis de controle também foram sistematicamente registrados em uma planilha eletrônica de controle, segregada por data-base, abrangendo o período de 31/12/2018 a 31/12/2022.

Com os dados coletados e organizados, foi realizada a análise das estatísticas descritivas e da matriz de correlação. Além disso, aplicaram-se os testes *Variance Inflation Factors* (VIF) para verificar a multicolinearidade, os testes de Breusch–Pagan–Godfrey e White para heterocedasticidade e o teste de Wooldridge para autocorrelação em dados em painel. Posteriormente, o teste robusto de Hausman foi utilizado para determinar a escolha entre o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios, optando-se pelo uso do estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS) devido à presença de heterocedasticidade e autocorrelação. Por fim, utilizou-se um teste de não linearidade para calcular o ponto crítico da função polinomial, identificando o ponto de mínimo da variável dependente em relação à variável explicativa (GUJARATI; PORTER, 2011; WOOLDRIDGE, 2023). Os softwares utilizados para a execução da metodologia foram o LibreOffice Calc 7.3 e o StataBE 17.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo está dividido em cinco partes. A primeira apresenta a análise descritiva da variável de interesse. A segunda abrange a análise descritiva da variável dependente e das variáveis de controle. A terceira parte refere-se à matriz de correlação e sua respectiva análise. A quarta expõe os resultados obtidos com a aplicação do estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS). Por fim, são analisados os resultados da hipótese testada.

4.1 Análise descritiva da variável nível de *disclosure* de práticas representativas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas

Inicialmente, foi realizada a análise descritiva da variável nível de *disclosure* de práticas representativas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas, considerando a média, o desvio padrão, os valores mínimos e máximos por ano e para o período de 5 anos. A Tabela 4 apresenta os valores que respaldaram tal análise.

Tabela 4 - Análise descritiva da variável nível de *disclosure* de práticas representativas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas

Year	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
2018	31	0.70	0.18	0.36	0.92
2019	31	0.72	0.19	0.33	0.96
2020	31	0.71	0.18	0.38	0.92
2021	31	0.73	0.18	0.38	0.93
2022	31	0.76	0.11	0.46	0.91
Total	155	0.72	0.17	0.33	0.96

Fonte: Elaborado pelo autor

Observa-se que, em média, o nível de *disclosure* das práticas representativas de sustentabilidade nas organizações financeiras cooperativas é de 72%. O ano em que essa média atingiu seu valor máximo foi 2022, com um nível de 76%. Além disso, com exceção do ano de 2020, há uma melhora constante nessa média. No estudo de Justen (2024), as cooperativas agropecuárias revelaram, em média, um nível de *disclosure* de práticas de sustentabilidade de 50%. Abdul Aris *et al.* (2018) constataram que as organizações financeiras cooperativas, na Malásia, registraram pontuações superiores a 60% nos indicadores de sustentabilidade, um valor superior ao das cooperativas de outros setores. Os autores levantaram três hipóteses para esse desempenho. A primeira é que as organizações financeiras cooperativas operam em ambientes mais regulamentados e dispõem de mais recursos para se dedicarem às práticas de sustentabilidade. A segunda é que o setor financeiro tem recebido intensa pressão de seus *stakeholders* para incorporar os aspectos ambientais, sociais e de governança (ESG) em suas operações. A terceira é que as organizações financeiras cooperativas possuem uma cultura mais propícia à adoção de práticas de sustentabilidade, alinhada com seus valores cooperativos.

Considerando que os indicadores de Macagnan e Seibert (2021) foram desenvolvidos com base nos pilares econômico, social, ambiental e cultural, a Tabela 5 apresenta a análise descritiva da variável referente ao nível de *disclosure* de práticas representativas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas, segmentada por pilar.

Tabela 5 - Análise descritiva da variável nível de *disclosure* de práticas representativas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas, por pilar

Pillar	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
Econômico	155	0.70	0.14	0.34	0.97
Social	155	0.79	0.20	0.20	1.00
Ambiental	155	0.69	0.36	0.00	1.00

Cultural	155	0.68	0.21	0.14	1.00
Total	155	0.72	0.17	0.33	0.96

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 5 demonstra que, em média, as organizações financeiras cooperativas tendem a divulgar mais as práticas representativas de sustentabilidade associadas aos pilares social e econômico, com percentuais de 79% e 70%, respectivamente. O estudo de Justen (2024) evidenciou que as cooperativas agropecuárias se destacam na divulgação de práticas de sustentabilidade que integram os pilares ambiental (média de 68%) e econômico (média de 52%). Yakar Pritchard e Çalıyurt (2021) descobriram em seu estudo que as cooperativas do setor de serviços financeiros tendem a relatar mais indicadores de desempenho econômico e social em comparação com outros setores. Os autores ressaltam que a regulação e o impacto social inerentes ao setor financeiro podem ser fatores que contribuem com o desempenho nos referidos pilares. Finalmente, a preponderância do pilar social sobre o pilar econômico reflete o compromisso das organizações financeiras cooperativas com o desenvolvimento local e com a inclusão financeira (BOLLAS-ARAYA; SEGUÍ-MAS; POLO-GARRIDO, 2014; ALLEN; TESSIER; LAURIN, 2023).

A análise descritiva da variável referente ao nível de *disclosure* das práticas representativas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas também foi realizada de forma individualizada para os resultados dos indicadores. Sendo assim, a Tabela 6 expõe os 3 indicadores com maior e com menor nível de *disclosure* dentro de cada pilar.

Tabela 6 - Indicadores com maior nível de *disclosure* em cada pilar

Pilar Econômico			
Classificação	Indicadores	Soma	Média
1º	Investimentos	153.50	0.9903
1º	Inadimplência (concessão de crédito)	153.50	0.9903
2º	Demonstrações Financeiras	147.50	0.9516
3º	Empréstimos e financiamentos (captação)	146.50	0.9452
14º	Remuneração dos conselheiros	58.50	0.3774
15º	Remuneração da administração	45.50	0.2935
16º	Rotatividade (<i>turnover</i>) dos cooperados	39.50	0.2548
Pilar Social			
Classificação	Indicadores	Soma	Média
1º	Estrutura de governança da cooperativa	149.00	0.9613
2º	Número de funcionários	143.50	0.9258
3º	Ações e campanhas sociais	140.50	0.9065

13º	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)	99.00	0.6387
14º	Plano de benefícios para os cooperados	96.00	0.6194
15º	Educação financeira para os cooperados	78.50	0.5065
Pilar Ambiental			
Classificação	Indicadores	Soma	Média
1º	Política de sustentabilidade ambiental	115.00	0.7419
2º	Tecnologias sustentáveis (veículos elétricos, energia renovável etc.)	114.50	0.7387
3º	Redução de poluentes e gases de efeito estufa	114.00	0.7355
6º	Investimentos ambientais	103.00	0.6645
7º	Projeto de preservação ambiental	100.50	0.6484
8º	Consumo de recursos naturais e tratamento de resíduos	86.50	0.5581
Pilar Cultural			
Classificação	Indicadores	Soma	Média
1º	Missão, visão, princípios e valores da cooperativa	136.00	0.8774
2º	Incentivo à cultura local e regional	131.50	0.8484
3º	História da cooperativa	130.00	0.8387
5º	Patrocínio de ações/atividades na cultura local e regional	126.00	0.8129
6º	Educação cooperativista para cooperados	63.00	0.4065
7º	Biblioteca (física ou virtual) sobre cooperativismo	28.00	0.1806

Fonte: Elaborado pelo autor

De acordo com a Tabela 6, os indicadores do pilar econômico com maior nível de *disclosure* são aqueles relacionados a “investimentos” e “inadimplência (concessão de crédito)”, ambos apresentando um nível de divulgação de 99,03%. Em segundo lugar, destaca-se o indicador referente às “demonstrações financeiras”, seguido pelo indicador relacionado a “empréstimos e financiamentos (captação)”, com níveis de *disclosure* de 95,16% e 94,52%, respectivamente. Ao analisar esse conjunto de indicadores, é possível deduzir que os gestores das organizações financeiras cooperativas preocupam-se em revelar informações que demonstram o seu comprometimento com o dever fiduciário. Em outras palavras, se os cooperados não perceberem que os recursos das organizações financeiras cooperativas são administrados com um nível adequado de exposição a riscos — como inadimplência controlada e uma exposição moderada a instrumentos financeiros derivativos —, poderão retirar seus depósitos, resultando em um aumento no custo de financiamento dessas organizações (GÓMEZ-BISCARRI; LÓPEZ-ESPINOSA; MESA-TORO, 2022). Consequentemente, isso pode resultar nas seguintes situações: aumento nas taxas de juros dos empréstimos e financiamentos oferecidos aos cooperados e/ou redução da margem líquida das organizações financeiras cooperativas. Esses fatores podem prejudicar o ganho líquido total dos cooperados (ponderação igualitária entre os ganhos para poupadores e mutuários) e a

sustentabilidade financeira das referidas organizações (SMITH; CARGILL; MEYER, 1981; MERCER; PÓVOA; PICCOLI, 2018).

Por outro lado, informações relacionadas à “remuneração de administradores e conselheiros” e à “rotatividade (*turnover*) dos cooperados” são apresentadas com menor frequência pelas organizações financeiras cooperativas. No que diz respeito aos indicadores associados à “remuneração de administradores e conselheiros”, Kumkit *et al.* (2023) destacam que a falta de transparência em informações relevantes das organizações financeiras cooperativas enfraquece a confiança dos cooperados nos gestores, pois permite o surgimento de especulações, rumores e questionamentos sobre a conduta da gestão. Além disso, a ausência de transparência impede os cooperados de exercerem seu direito de monitorar e fiscalizar os gestores, o que pode levar ao distanciamento dos cooperados, resultando em menor participação nas assembleias e no acompanhamento das decisões gerenciais. Tal contexto, em teoria, viabilizaria o aumento de ganhos pecuniários diretos e indiretos pelos gestores, bem como a formação de gestões autocráticas que se autoperpetuam (POLI, 2022; VAN RIJN; ZENG; HUETH, 2023).

No pilar social, o indicador “estrutura de governança da cooperativa” destacou-se como o mais revelado pelas organizações financeiras cooperativas, atingindo um nível de divulgação de 96,13%. O segundo indicador mais divulgado foi o “número de funcionários”, com um percentual de 92,58%. Em terceiro lugar, o indicador “ações e campanhas sociais” alcançou 90,65%. Esses resultados estão em linha com a literatura empírica sobre cooperativismo. Por meio de uma amostra de cooperativas de diversos setores econômicos, Macagnan e Seibert (2021) identificaram que “ações e campanhas sociais da cooperativa” (76,92%), “número de associados” (76,92%), “projetos sociais” (74,73%), “programa de formação continuada” (69,23%), “princípios cooperativistas” (65,93%) e “número de colaboradores” (64,84%) são as práticas de sustentabilidade mais divulgadas pelas cooperativas em suas páginas eletrônicas. Justen (2024) constatou que as cooperativas agropecuárias divulgam em seus relatórios anuais, com maior frequência, informações sobre “estrutura de governança” (96%), “código de ética e conduta” (80%), “princípios cooperativistas” (80%), “número de funcionários” (69%) e “número de cooperados” (57%).

Em contraste, os indicadores “Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)”, “plano de benefícios para os cooperados” e “educação financeira para os cooperados” são os menos observados pelas organizações financeiras cooperativas, com níveis de *disclosure* de 63,87%, 61,94% e 50,65%, respectivamente. No caso dos indicadores “plano de benefícios para os cooperados” e “educação financeira para os cooperados”, os relatórios anuais de

informações financeiras e não financeiras de organizações financeiras cooperativas que não observaram adequadamente esses indicadores geralmente revelaram benefícios e capacitações financeiras para a comunidade como um todo, sem especificar se os cooperados tiveram acesso a eles ou não. Entretanto, cabe salientar que mesmo as práticas de sustentabilidade do pilar social menos divulgadas pelas organizações financeiras cooperativas apresentam níveis elevados de *disclosure*. Logo, é possível inferir que há uma motivação por parte dos gestores dessas organizações em promover informações que se relacionam com a missão social das cooperativas. Allen, Tessier e Laurin (2023) descrevem que os gestores de organizações financeiras cooperativas frequentemente demonstram um forte desejo de contribuir para o bem-estar da comunidade em que a cooperativa está inserida. Esse compromisso de servir e gerar impacto positivo reflete-se na dedicação à dupla missão das cooperativas, que visa alcançar objetivos econômicos e sociais simultaneamente. Essa motivação altruísta está em consonância com a história das cooperativas, originadas da necessidade de as comunidades se organizarem para promover o desenvolvimento econômico e social. Esses fatores podem contribuir para que os gestores das organizações financeiras cooperativas se legitimem perante os seus *stakeholders*, assegurando a manutenção do contrato social (SUCHMAN, 1995; DEEGAN, 2002).

No âmbito do pilar ambiental, o indicador que se destacou com o mais alto nível de divulgação foi a “política de sustentabilidade ambiental”, atingindo um percentual de 74,19%. O segundo indicador melhor classificado foi “tecnologias sustentáveis (veículos elétricos, energia renovável etc.)”, que alcançou o percentual de 73,87%. O terceiro indicador com maior nível de divulgação foi “redução de poluentes e gases de efeito estufa”, com 73,55%. Já os indicadores com piores classificações foram “investimentos ambientais” (66,45%), “projeto de preservação ambiental” (64,84%) e “consumo de recursos naturais e tratamento de resíduos” (55,81%). Yakar Pritchard e Çalıyurt (2021) revelam em seu estudo, com uma amostra de cooperativas de diversos setores da economia, que os indicadores de sustentabilidade ambiental mais divulgados são “consumo de energia” (81,5%), “emissões totais de gases de efeito estufa” (66,7%) e “peso total de resíduos por tipo e método de descarte” (63,1%). Assim como no pilar social, os indicadores com menores níveis de *disclosure* das organizações financeiras cooperativas apresentam percentuais elevados de divulgação. É possível deduzir que esse comportamento pode ser induzido pelo sétimo princípio do cooperativismo, associado ao desenvolvimento sustentável das comunidades em que estão inseridas (KLEANTHOUS; PATON; WILSON, 2019). Em outras palavras, isso significa que ao fornecer informações detalhadas sobre suas iniciativas ambientais, mesmo

nos indicadores com menores níveis de *disclosure*, que ainda apresentam percentuais elevados, os gestores buscam se legitimar perante os seus *stakeholders*. Isso ocorre porque a transparência em relação às práticas sustentáveis reforça a imagem da cooperativa como socialmente responsável e comprometida com o desenvolvimento sustentável, alinhando-se ao sétimo princípio do cooperativismo (DEEGAN, 2019; MACAGNAN; SEIBERT, 2021).

Por fim, no pilar cultural, os indicadores com maiores níveis de *disclosure* foram a “missão, visão, princípios e valores da cooperativa” (87,74%), o “incentivo à cultura local e regional” (84,84%) e a “história da cooperativa” (83,87%). Ao analisar organizações financeiras cooperativas brasileiras, Pedron (2023) também identificou a “história da cooperativa” e a “missão, visão, princípios e valores da cooperativa” entre os indicadores mais frequentemente divulgados nas páginas eletrônicas dessas organizações. Por outro lado, chama-se a atenção para o baixo nível de *disclosure* do indicador “educação cooperativista para cooperados” (40,65%). De maneira similar ao que ocorreu com os indicadores do pilar social, os relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras das organizações financeiras cooperativas que não observaram adequadamente esse indicador geralmente destacaram a promoção de atividades de educação cooperativista para a comunidade em geral, sem especificar se os cooperados tiveram acesso a elas ou não. À luz da teoria da legitimidade, isso pode comprometer o contrato social estabelecido entre os gestores das organizações financeiras cooperativas e seus *stakeholders*, dado que esse comportamento pode conduzir à presunção de que essas cooperativas não estão priorizando a educação e o treinamento de seus membros, em desacordo com o que prevê o quinto princípio cooperativista (SUCHMAN, 1995; DEEGAN, 2002; UNDA, 2023).

O próximo item, apresenta as estatísticas descritivas da variável dependente e das variáveis de controle utilizadas no modelo econométrico deste estudo.

4.2 Análise descritiva da variável dependente e das variáveis de controle

A Tabela 7 demonstra a média, o desvio padrão, os valores mínimos e máximos da variável dependente e das variáveis de controle.

Tabela 7 - Análise descritiva da variável dependente e das variáveis de controle

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
CF (%)	155	.0272043	.0383408	.0002627	.3256961
CF (log)	155	.8256758	.0454742	.6777741	.9498093
CRED (%)	155	.5674471	.1834173	.1130195	.8563367

CRED (log)	155	.9739149	.0175406	.9136709	.9939317
DEP (%)	155	.637649	.1776204	.0085831	.8942324
DEP (log)	155	.9773681	.0287695	.8118335	.9956525
PECLD (EUR)	155	3.61e+08	6.11e+08	-1.36e+09	3.00e+09
PECLD (log)	155	18.36957	2.107438	13.69117	21.82121
DA (%)	155	.0220664	.0203502	.000474	.1150692
DA (log)	155	.8293636	.0375762	.7018653	.9016478
FC (EUR)	155	3.12e+09	1.42e+10	-7.66e+10	7.18e+10
FC (log)	155	20.23465	2.666106	14.30691	25.06144
BIG4	155	.716129	.4523365	0	1
OECD	155	.6774194	.468979	0	1

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme apresentado na Tabela 7, o custo médio de financiamento das organizações financeiras cooperativas da amostra é de 2,72%. Em média, 63,76% desse custo é financiado por meio de captação de depósitos. Os ativos destinados às operações de crédito correspondem, em média, a 56,74% do total de ativos. As perdas estimadas em créditos de liquidação duvidosa totalizam, em média, EUR 361 milhões, o que representa 0,12% do ativo total das organizações financeiras cooperativas estudadas. A relação média entre as despesas administrativas e o ativo é de 2,21%. Por fim, o fluxo de caixa médio é de EUR 3,12 bilhões. Destaca-se que foi aplicada a transformação logarítmica às variáveis Custo de Financiamento (CF), Créditos (CRED), Depósitos (DEP), Perdas Estimadas em Créditos de Liquidação Duvidosa (PECLD), Despesas Administrativas (DA) e Fluxo de Caixa (FC), com o objetivo de melhorar a qualidade do estimador, ajustar a escala das variáveis, reduzir a variabilidade e linearizar possíveis relações não lineares entre elas. Concluindo, ao examinar as variáveis dicotômicas, verifica-se que, em média, 71,61% das 31 organizações financeiras cooperativas foram auditadas por uma empresa *Big Four* ao longo dos cinco anos analisados. Além disso, 21 dessas organizações têm sede em um país membro da OCDE. Na sequência, apresenta-se a análise de correlação entre as variáveis.

4.3 Análise de correlação das variáveis

A Tabela 8 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis deste estudo. Antes de estimar a regressão, é necessário aplicar o teste de correlação das variáveis. Gujarati e Porter (2011) descrevem que a análise de correlação tem como principal propósito mensurar o grau de associação linear entre duas variáveis. Caso haja alta correlação entre elas, seus

coeficientes se tornarão insignificantes. Os autores ainda expõem que índices de correlação superiores a 0,8 são inaceitáveis.

Tabela 8 - Matriz de correlação

Variáveis	CF	IS	CRED	DEP	PECLD	DA	FC	BIG4	OECD
CF	1.0000								
IS	-0.1126	1.0000							
CRED	-0.3103	0.0099	1.0000						
DEP	0.0026	0.1346	-0.1826	1.0000					
PECLD	-0.1359	0.5428	0.2331	0.1517	1.0000				
DA	0.2320	0.4183	0.0589	0.5085	0.4144	1.0000			
FC	-0.3309	0.3419	-0.1193	-0.0251	0.4959	-0.0458	1.0000		
BIG4	-0.2612	0.4147	-0.1863	-0.2107	0.2456	0.0496	0.3802	1.0000	
OECD	-0.6117	0.1013	0.2238	-0.2163	0.3775	-0.2515	0.6068	0.2390	1.0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se que há correlação moderada entre as variáveis CF e OECD, assim como entre as variáveis OECD e FC. As variáveis restantes possuem índices de correlação menos significantes. Entretanto, nenhuma possui correlação superior ao limite aceitável de 0,8. Dessa maneira, todas elas foram utilizadas no modelo econométrico. A seguir é apresentado o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS) e os seus respectivos resultados.

4.4 Análise do estimador de *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS)

Antecedendo a análise do estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS), efetuou-se o teste de *Variance Inflation Factor* (VIF) para verificar a existência de multicolinearidade das variáveis explicativas, conforme exposto na Tabela 9.

Tabela 9 - Teste de *Variance Inflation Factor* (VIF)

Variable	VIF	1/VIF
PECLD	2.35	0.425220
FC	2.35	0.425499
OECD	2.19	0.456747
DA	2.14	0.468026
IS	1.81	0.553548
DEP	1.64	0.608666
BIG4	1.56	0.639503
CRED	1.50	0.666164

Mean VIF	1.94
----------	------

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao analisar o resultado do teste de *Variance Inflation Factor* (VIF) observa-se que não há multicolinearidade entre as variáveis explicativas utilizadas no modelo econométrico. Sendo assim, posteriormente, procedeu-se aos testes de heterocedasticidade de Breusch-Pagan-Godfrey e de White, bem como o teste de Wooldridge para autocorrelação em dados em painel. A Tabela 10 demonstra os resultados desses testes.

Tabela 10 - Testes de heterocedasticidade e de autocorrelação

Teste	Hipótese Nula (H0)	Resultado
Breusch-Pagan-Godfrey	Não há heterocedasticidade	Prob > chi2 = 0.0001
White	Não há heterocedasticidade	P-value = .0349
Wooldridge	Não há autocorrelação de primeira ordem	Prob > F = 0.0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Nota-se na Tabela 10 que a hipótese nula para os testes de heterocedasticidade de Breusch-Pagan-Godfrey e de White deve ser rejeitada a 5% de significância. Além disso, no teste de autocorrelação de Wooldridge, rejeita-se a hipótese nula de que não há autocorrelação de primeira ordem nas variáveis. Portanto, conclui-se que os pressupostos básicos para o uso do estimador *Pooled Ordinary Least Squares* (POLS) em dados em painel não foram atendidos.

Bai, Choi e Liao (2021) afirmam que o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS) é indicado para dados em painel na presença de heterocedasticidade e autocorrelação, pois produz estimativas mais precisas dos coeficientes do modelo nesses casos. No entanto, como o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS) é um modelo de dados em painel para efeitos aleatórios, realizou-se o teste robusto de Hausman para verificar se o modelo de efeitos aleatórios é apropriado em comparação com o modelo de efeitos fixos. O teste robusto de Hausman ajuda a determinar se as estimativas do modelo de efeitos aleatórios são consistentes e eficientes em relação às do modelo de efeitos fixos. Considerando que o teste robusto de Hausman apresentou um resultado Prob > chi2 = 0.7519, estabeleceu-se o uso do modelo de efeitos aleatórios, nesse caso, o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS), cujos resultados são revelados na Tabela 11.

Tabela 11 - Resultados do estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS)

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.6277)

Estimated covariances = 31

Estimated autocorrelations = 1

Estimated coefficients = 9

Number of obs = 155

Number of groups = 31

Time periods = 5

Wald chi2(8) = 228.42

Prob > chi2 = 0.0000

CF	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
IS	-.0207505	.0082402	-2.52	0.012**	-.0369011	-.0046
CRED	-.6302175	.1369563	-4.60	0.000*	-.898647	-.361788
DEP	-.5877375	.1182136	-4.97	0.000*	-.8194319	-.3560432
PECLD	.0036697	.0008243	4.45	0.000*	.0020541	.0052852
DA	.3943011	.0776501	5.08	0.000*	.2421098	.5464925
FC	-.0023658	.0008273	-2.86	0.004*	-.0039873	-.0007443
BIG4	-.0150414	.0048519	-3.10	0.002*	-.0245511	-.0055318
OECD	-.0451713	.0060342	-7.49	0.000*	-.0569982	-.0333445
_cons	1.729772	.1697071	10.19	0.000	1.397152	2.062392

* 1% de significância

** 5% de significância

Fonte: Elaborado pelo autor

Percebe-se na Tabela 11 que a variável nível de *disclosure* de práticas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas (IS) possui relação negativa com o custo de financiamento (CF), ao nível de significância de 5%. Esse resultado converge com os estudos de Agnese e Giacomini (2023) e Andries e Sprincean (2023), que constataram que uma maior transparência na divulgação de práticas ambientais, sociais e de governança (ESG) reduz o custo de financiamento de organizações financeiras tradicionais. Também é possível observar que as variáveis Crédito (CRED), Depósitos (DEP), Fluxo de Caixa (FC), *Big Four* (BIG4) e *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OCDE) apresentaram relação negativa com o custo de financiamento (CF), ao nível de significância de 1%. Já as variáveis Perdas Estimadas em Créditos de Liquidação Duvidosa (PECLD) e Despesas Administrativas (DA) revelaram uma relação positiva com o custo de financiamento (CF), ao nível de significância de 1%. A seguir, exibe-se o modelo final estimado com as respectivas variáveis.

$$CF = 1.729772 - 0.0207505 (IS) - 0.6302175 (CRED) - 0.5877375 (DEP) + 0.0036697 (PECLD) + 0.3943011 (DA) - 0.0023658 (FC) - 0.0150414 (BIG4) - 0.0451713 (OECD)$$

Os resultados do modelo econométrico estimado indicam que uma variação de 1 ponto percentual no nível de *disclosure* de práticas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas (IS) está associada a uma redução de 2,07505% no custo de financiamento (CF). Além disso, um aumento de 1% na proporção de operações de crédito em relação ao ativo total (CRED) e na proporção dos depósitos em relação à soma do passivo e do patrimônio líquido (DEP) resultam em uma redução de 0,63% e 0,59% no custo de financiamento, respectivamente. Já as perdas estimadas em crédito de liquidação duvidosa (PECLD) e a proporção das despesas administrativas em relação ao ativo total (DA) apresentam efeitos positivos no custo de financiamento: enquanto um aumento de 1% nas perdas com créditos duvidosos leva a um aumento marginal de 0,00367% no custo de financiamento, o aumento de 1% nas despesas administrativas implica em um acréscimo de 0,3943% no custo de financiamento. O fluxo de caixa (FC), por sua vez, tem uma relação negativa com o custo de financiamento, onde um aumento de 1% no fluxo de caixa gera uma redução de 0,00237% no custo de financiamento. Adicionalmente, a auditoria realizada por uma das Big 4 resulta em um custo de financiamento 1,5041% menor em comparação com organizações financeiras cooperativas não auditadas por essas firmas. Da mesma forma, quando essas cooperativas têm sua sede em um país membro da OECD também proporciona uma redução de 4,5171% no seu custo de financiamento.

Por fim, foi estimada uma equação polinomial com o objetivo de capturar potenciais relações não lineares entre as variáveis, utilizando o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS) aplicado a dados em painel. Foi incorporado o termo quadrático da variável de interesse para permitir a identificação de um ponto de mínimo na relação entre essa variável e a variável dependente. Os resultados desse estimador estão expostos na Tabela 12.

Tabela 12 - Resultados da equação polinomial

Cross-sectional time-series FGLS regression

Coefficients: generalized least squares

Panels: heteroskedastic

Correlation: common AR(1) coefficient for all panels (0.6394)

Estimated covariances = 31

Estimated autocorrelations = 1

Estimated coefficients = 10

Number of obs = 155

Number of groups = 31

Time periods = 5

Wald chi2(9) = 244.90

Prob > chi2 = 0.0000

CF	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
IS	-.0970344	.0465105	-2.09	0.037**	-.1881932	-.0058755
IS ²	.0616237	.0384541	1.60	0.109	-.013745	.1369925
CRED	-.6304682	.1372224	-4.59	0.000*	-.8994192	-.3615171
DEP	-.5907621	.125691	-4.70	0.000*	-.837112	-.3444122
PECLD	.0037365	.0006664	5.61	0.000*	.0024303	.0050428
DA	.3945987	.0770848	5.12	0.000*	.2435153	.5456822
FC	-.002365	.0008185	-2.89	0.004*	-.0039692	-.0007608
BIG4	-.0158834	.0049361	-3.22	0.001*	-.0255579	-.006209
OECD	-.0448879	.0060869	-7.37	0.000*	-.056818	-.0329578
_cons	1.75249	.1665377	10.52	0.000	1.426082	2.078898

* 1% de significância

** 5% de significância

Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme observado na Tabela 12, as variáveis explicativas mantêm com a variável dependente as mesmas associações e níveis de significância estatística que no modelo estimado da Tabela 11. Posteriormente, foi calculado o ponto de mínimo para determinar o valor da variável nível de *disclosure* de práticas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas (IS) no qual a variável custo de financiamento (CF) atinge seu valor mais baixo, utilizando a combinação não linear dos coeficientes de IS e IS². Os resultados estão evidenciados na Tabela 13.

Tabela 13 - Resultado do cálculo do ponto de mínimo

CF	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
_nl_1	.7873133	.1355208	5.81	0.000	.5216973	1.052929

* 1% de significância

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 13 mostra que, com uma significância estatística de 1%, o valor 0.7873133 é a estimativa do ponto de mínimo, ou seja, o valor da variável nível de *disclosure* de práticas de sustentabilidade de organizações financeiras cooperativas (IS) onde o custo de financiamento (CF) atinge seu ponto mais baixo. Após esse ponto, o comportamento esperado do custo de financiamento muda: à medida que o nível de *disclosure* (IS) continua a aumentar além de 0.7873133, o custo de financiamento (CF) tende a aumentar. Isso ocorre porque, em uma equação polinomial quadrática, após o ponto de mínimo, o efeito da variável explicativa

sobre a variável dependente se inverte, fazendo com que o custo de financiamento comece a subir conforme o nível de *disclosure* se eleva. A seguir é apresentada a análise da hipótese testada nesta tese.

4.5 Discussão do resultado da hipótese

Diante dos resultados e das discussões apresentadas, este estudo confirma a tese teórica de que a divulgação de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, ao diminuir a assimetria de informação, reduziria o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas. A divulgação de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, foi suportada pelos pressupostos da teoria da legitimidade.

Quadros 6 - Resumo e conclusões para os resultados do estudo

Hipótese	Descrição	Conclusão
H1	O nível de <i>disclosure</i> de informações representativas de práticas de sustentabilidade tem relação negativa com o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas.	Não rejeitada.

Fonte: Elaborado pelo autor

Para cumprir seu papel de inclusão financeira e social, as organizações financeiras cooperativas dependem diretamente dos recursos advindos dos depósitos de seus cooperados. Para mobilizar esses recursos, é necessário que os cooperados e potenciais cooperados percebam que a gestão dessas organizações está alinhada com os interesses de seus diversos *stakeholders*. Nesse sentido, a divulgação, nos relatórios anuais, de práticas que envolvem ações e campanhas sociais, capacitação de funcionários e cooperados, patrocínio de atividades culturais e o financiamento de projetos voltados à redução de poluentes e gases de efeito estufa serve como um sinal claro de que a cooperativa se orienta pelo bem-estar social (MACAGNAN; SEIBERT, 2021).

Sob a ótica da teoria da legitimidade, tais práticas de *disclosure* não apenas comunicam conformidade com as expectativas sociais, mas também validam o papel da gestão da organização financeira cooperativa dentro do contrato social, assegurando a aceitação e a confiança contínua de seus *stakeholders*, essencial para a sustentabilidade financeira e reputacional dessas organizações. Além disso, essas práticas distinguem as

organizações financeiras cooperativas das organizações financeiras tradicionais, cujas ações são predominantemente pautadas pela maximização do lucro, enquanto as cooperativas buscam equilibrar os interesses econômicos com o bem-estar social e os interesses de seus *stakeholders* de forma mais abrangente (PEDRON, 2023). Além disso, a adoção de práticas de *disclosure* de sustentabilidade pode ter implicações diretas no custo de financiamento da organização, ao reduzir a assimetria informacional, atrair capital de *stakeholders* conscientes e possibilitar o acesso a linhas de crédito verdes ou incentivos fiscais. Ao fortalecer sua reputação e mitigar riscos regulatórios, as organizações financeiras cooperativas podem se beneficiar de melhores condições de crédito, reduzindo o custo de captação de recursos e garantindo sua estabilidade financeira no longo prazo. Nesse sentido, os resultados deste estudo corroboram com a suposição de que o maior nível de *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade tem relação negativa com o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo analisar o nível de *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, e sua relação com o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas. Para isso, foram adaptados, para o contexto das organizações financeiras cooperativas, os indicadores de sustentabilidade desenvolvidos por Macagnan e Seibert (2021). Essa adaptação passou por um processo de validação junto a cooperados de organizações financeiras cooperativas e especialistas.

Sendo assim, foi possível mensurar o nível de *disclosure* de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, nos pilares econômico, social, ambiental e cultural. Os resultados indicam que, em média, o nível de *disclosure* das práticas representativas de sustentabilidade nas organizações financeiras cooperativas é de 72%. Além disso, em média, as organizações financeiras cooperativas tendem a divulgar mais as práticas representativas de sustentabilidade associadas aos pilares social e econômico, com percentuais de 79% e 70%, respectivamente. Tais resultados podem reforçar o papel das organizações financeiras cooperativas em sua dupla missão, que visa alcançar objetivos econômicos e sociais simultaneamente.

A fim de analisar se a divulgação de informações representativas de práticas de sustentabilidade, segundo a perspectiva dos *stakeholders*, ao diminuir a assimetria de

informação, reduziria o custo de financiamento das organizações financeiras cooperativas, aplicou-se o estimador *Feasible Generalized Least Squares* (FGLS). Os resultados indicaram que o nível de *disclosure* de práticas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas (IS) possui relação negativa com o custo de financiamento (CF), sugerindo a não rejeição de H0. Além disso, calculou-se o ponto mínimo para determinar o valor da variável nível de *disclosure* de práticas de sustentabilidade das organizações financeiras cooperativas (IS) no qual a variável custo de financiamento (CF) atinge seu valor mais baixo, sendo este 0,7873133.

As implicações desses resultados à luz da teoria da legitimidade reforçam a importância do *disclosure* de práticas de sustentabilidade como um mecanismo de manutenção e fortalecimento da legitimidade das organizações financeiras cooperativas. Ao divulgar informações representativas de suas ações nos pilares econômico, social, ambiental e cultural, essas organizações demonstram estar alinhadas com as expectativas dos *stakeholders*, especialmente no que tange à sua dupla missão de gerar impacto econômico e social. A maior transparência, evidenciada pelos percentuais médios de *disclosure*, contribui para a redução da assimetria informacional, o que, por sua vez, está associado à diminuição do custo de financiamento. Essa relação negativa entre o nível de *disclosure* e o custo de financiamento sugere que a divulgação de práticas de sustentabilidade não apenas valida a atuação das cooperativas diante dos *stakeholders*, mas também gera benefícios financeiros concretos, ao permitir que a organização acesse capital a menores custos. Ademais, o nível de *disclosure* adequado contribui para a estabilidade financeira e reputacional das cooperativas, ao mesmo tempo que fortalece seu contrato social e diferencia essas organizações dos bancos tradicionais, geralmente orientados pelo lucro.

Salienta-se que este estudo restringiu-se ao uso de indicadores representativos de práticas de sustentabilidade para organizações financeiras cooperativas, não considerando outros possíveis meios que poderiam servir como *proxies* de sustentabilidade. A análise focou-se exclusivamente nas informações divulgadas nos relatórios anuais de informações financeiras e não financeiras das cooperativas, sem incluir outras fontes que também poderiam conter evidências desses indicadores. A coleta dos relatórios ocorreu dentro de um período de tempo específico, deixando de fora períodos anteriores ou posteriores. Além disso, não foi investigado se as práticas de sustentabilidade divulgadas atendiam a alguma regulação, sendo avaliada apenas a adequação da divulgação. A veracidade das informações apresentadas também não foi objeto de análise.

Em termos de limitações, o estudo contou com indicadores de sustentabilidade construídos e adaptados sob a ótica de cooperados brasileiros, o que pode restringir a aplicabilidade dos resultados a outros contextos. A ausência de uma base de dados consolidada também limitou a pesquisa, restringindo a análise a um número menor de períodos e organizações financeiras cooperativas, o que pode ter afetado a abrangência dos achados. Além disso, a não utilização de *proxies* alternativas para as variáveis de interesse e de controle pode ter implicado em resultados diferentes daqueles observados neste estudo.

Sugere-se que estudos futuros ampliem a análise do *disclosure* de sustentabilidade em organizações financeiras cooperativas, adaptando os indicadores de sustentabilidade ao contexto de cooperados de outros países, para comparar diferentes realidades culturais e regulatórias. Além disso, a pesquisa poderia abranger um período de tempo maior e incluir mais cooperativas, inclusive de outros setores econômicos, proporcionando uma visão mais abrangente e comparativa. A inclusão de *proxies* adicionais, como variáveis relacionadas à governança, desempenho operacional e características específicas do mercado em que as cooperativas atuam, poderia oferecer uma análise mais detalhada das relações entre o *disclosure* de sustentabilidade e seus efeitos econômicos e sociais.

REFERÊNCIAS

ABDUL ARIS, Nooraslinda et al. Designing indicators for cooperative sustainability: the Malaysian perspective. **Social Responsibility Journal**, v. 14, n. 1, p. 226-248, 2018.

ADEKUNLE, Olalekan Abiodun et al. The role of cooperative societies in advancing small and medium scale enterprises in Osun State, Nigeria. **Journal of International Business and Management**, v. 4, n. 6, p. 1-13, 2021.

ADUSEI, Michael; ADELEYE, Ngozi; OKAFOR, Anthony. Drivers of credit union penetration: An international analysis. **Managerial and Decision Economics**, v. 42, n. 3, p. 710-723, 2021.

AGNESE, Paolo; GIACOMINI, Emanuela. Bank's funding costs: Do ESG factors really matter?. **Finance Research Letters**, v. 51, p. 103437, 2023.

AKERLOF, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488–500, 1970.

ALLEN, Marie; TESSIER, Sophie; LAURIN, Claude. Corporate Social Responsibility of Financial Cooperatives: A Multi-Level Analysis. **Sustainability**, v. 15, n. 6, p. 4739, 2023.

ANAKPO, Godfred *et al.* Sustainability of Credit Union: A Systematic Review of Measurement and Determinants. **Journal of African Business**, p. 1-22, 2023.

ANDRIEȘ, Alin Marius; SPRINCEAN, Nicu. ESG performance and banks' funding costs. **Finance Research Letters**, v. 54, p. 103811, 2023.

ARESTIS, Philip; PHELPS, Peter. Local Financial Institutions and Income Inequality: Evidence from Brazil's Credit Cooperative Movement. **Development and Change**, v. 54, n. 4, p. 739-779, 2023.

ARROW, Kenneth. **Economic Welfare and the Allocation of Resources for Invention**. National Bureau of Economic Research, Inc, 1962.

ARROW, K. J. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. **American Economic Review**, [s. l.], v. 53, n. 5, p. 941, 1963.

ARROW, K. J. Economic theory and the financial crisis. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 77, p. 5-9, 2013.

AYADI, Rym *et al.* Investigating diversity in the banking sector in Europe: Key developments, performance and role of cooperative banks. 2010.

BAI, Jushan; CHOI, Sung Hoon; LIAO, Yuan. Feasible generalized least squares for panel data with cross-sectional and serial correlations. **Empirical Economics**, v. 60, p. 309-326, 2021.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Conversor de moedas**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conversao>. Acesso em: 11 set. 2024.

BECCALLI, Elena; ROSSI, Ludovico; VIOLA, Andrea. Network vs integrated organizational structure of cooperative banks: Evidence on the Italian reform. **International Review of Financial Analysis**, v. 89, p. 102812, 2023.

BELLAZZECCA, Enrico; BIOSCA, Olga. Intended and unintended effects of specialized regulation on microfinance institutions' double-bottom line management. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 93, n. 4, p. 977-999, 2022.

BENOS, Theo *et al.* Coping with side-selling in cooperatives: A members' perspective. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 95, n. 1, p. 177-199, 2022.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1988.

BOLLAS-ARAYA, Helena María; SEGUÍ-MAS, Elies; POLO-GARRIDO, Fernando. Sustainability reporting in European cooperative banks: An exploratory analysis. **REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos**, v. 115, p. 30-56, 2014.

BREITENBACH, Raquel; BRANDÃO, Janaína Balk. Factors that contribute to satisfaction in cooperator-cooperative relationships. **Land Use Policy**, v. 105, p. 105432, 2021.

BRESSAN, Valéria Gama Fully *et al.* Uma proposta de indicadores contábeis aplicados às cooperativas de crédito brasileiras. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 2, n. 4, p. 58-80, 2010.

COASE, Ronald H. **The nature of the firm**. 1937.

COEN, Jamie; FRANCIS, William B.; ROSTOM, May. The determinants of credit union failure: Insights from the United Kingdom. **60th issue (October 2019) of the International Journal of Central Banking**, 2019.

COSMA, Simona *et al.* Sustainable development and European banks: A non-financial disclosure analysis. **Sustainability**, v. 12, n. 15, p. 6146, 2020.

CUI, Jinhua; JO, Hoje; NA, Haejung. Does corporate social responsibility affect information asymmetry?. **Journal of business ethics**, v. 148, p. 549-572, 2018.

DEEGAN, Craig. Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. **Accounting, auditing & accountability journal**, v. 15, n. 3, p. 282-311, 2002.

DEEGAN, Craig; RANKIN, Michaela; TOBIN, John. An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: A test of legitimacy theory. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 312-343, 2002.

DEEGAN, Craig. An overview of legitimacy theory as applied within the social and environmental accounting literature. **Sustainability accounting and accountability**, p. 248-272, 2014.

DEEGAN, Craig Michael. Legitimacy theory: Despite its enduring popularity and contribution, time is right for a necessary makeover. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, 2019.

DEMSETZ, Harold. Towards a Theory of Property Rights. **The American Economic Review**, v. 57, n. 2, p. 347-359, 1967.

DUGUMA, Girma Jirata; HAN, Jiqin. Effect of deposit mobilization on the technical efficiency of rural saving and credit cooperatives: Evidence from Ethiopia. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 92, n. 4, p. 621-647, 2021.

DUGUMA, Girma Jirata; HAN, Jiqin. Effect of deposit mobilization on the financial sustainability of rural saving and credit cooperatives: Evidence from Ethiopia. **Sustainability**, v. 10, n. 10, p. 3387, 2018.

DU, Qi'ang *et al.* More Green, Better Funding? Exploring the Dynamics between Corporate Bank Loans and Trade Credit. **Sustainability**, v. 15, n. 13, p. 10050, 2023.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The journal of law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FERNANDEZ-GUADAÑO, Josefina; LOPEZ-MILLAN, Manuel; SARRIA-PEDROZA, Jesús. Cooperative entrepreneurship model for sustainable development. **Sustainability**, v. 12, n. 13, p. 5462, 2020.

FERREIRA, Marcelo *et al.* Technical assistance: A determinant of cooperative member loyalty. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 92, n. 4, p. 649-668, 2020.

FILOMENI, Stefano; MODINA, Michele; TABACCO, Elena. Trade credit and firm investments: empirical evidence from Italian cooperative banks. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 60, n. 3, p. 1099-1141, 2023.

FLORES-CHIA, James; MOUGENOT, Benoit. Analysis of the financial sustainability of the cooperative savings and credit sector in Peru. **International Journal of Social Economics**, v. 50, n. 3, p. 452-461, 2023.

FÓRUM ECONÔMICO MUNDIAL (FEM). **Manifesto de Davos 2020**: o propósito universal de uma empresa na quarta revolução industrial. Disponível em: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>. Acesso em 26 mai. 2023.

GALLETTA, S.; MAZZÙ, S.; NACITI, V.; VERMIGLIO, C. Sustainable development and financial institutions: Do banks' environmental policies influence customer deposits?. **Business strategy and the environment**, v. 30, n. 1, p. 643-656, 2021.

GHOSH, Saibal; ANSARI, Jugnu. Board characteristics and financial performance: Evidence from Indian cooperative banks. **Journal of Co-Operative Organization and Management**, v. 6, n. 2, p. 86-93, 2018.

GIASSON, Oldair Roberto *et al.* Homogeneity aspects of sustainability disclosure: A study on ocepar, Brazil. **Procedia Manufacturing**, v. 39, p. 665-674, 2019.

GÓMEZ-BISCARRI, Javier; LÓPEZ-ESPINOSA, Germán; MESA-TORO, Andres. The risk implications of the business loan activity in credit unions. **Journal of Financial Stability**, v. 56, p. 100932, 2021.

GÓMEZ-BISCARRI, Javier; LÓPEZ-ESPINOSA, Germán; MESA-TORO, Andrés. Drivers of depositor discipline in credit unions. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 93, n. 4, p. 849-885, 2022.

GUERRERO, Sylvie *et al.* Board member monitoring behaviors in credit unions: The role of conscientiousness and identification with shareholders. **Corporate Governance: An International Review**, v. 25, n. 2, p. 134-144, 2017.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**. Porto Alegre: Grupo A, 2011. E-book. ISBN 9788580550511. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788580550511/>. Acesso em: 19 set. 2024.

HENOCK, Melesse Semaw. Financial sustainability and outreach performance of saving and credit cooperatives: The case of Eastern Ethiopia. **Asia Pacific Management Review**, v. 24, n. 1, p. 1-9, 2019.

INTERNATIONAL COOPERATIVE ALLIANCE (ICA). Disponível em: <https://ica.coop/en>. Acesso em: 22 ago. 2024.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JONES, Derek; KALMI, Panu. Membership and performance in Finnish financial cooperatives: a new view of cooperatives?. **Review of Social Economy**, v. 73, n. 3, p. 283-309, 2015.

JUSTEN, Cenaide Francieli. **Fatores determinantes do nível de *disclosure* de informações representativas de sustentabilidade das cooperativas agropecuárias**. 2024. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Porto Alegre, RS, 2024.

KLEANTHOUS, Akis; PATON, Robert A.; WILSON, Fiona M. Credit unions, co-operatives, sustainability and accountability in a time of change: A case study of credit unions in Cyprus. **International Journal of Social Economics**, v. 46, n. 2, p. 309-323, 2019.

KOMARNICKA, Anna; KOMARNICKI, Michał. Challenges in the EU banking sector as exemplified by Poland in view of legislative changes related to climate crisis prevention. **Energies**, v. 15, n. 3, p. 699, 2022.

KUC, Matěj; TEPLÝ, Petr. Are European commercial banks more profitable than cooperative banks? Evidence from a low interest rate environment. **International Journal of Finance & Economics**, 2022.

KUMKIT, Tidarat *et al.* Enhancing governance practice for better performance of credit union cooperatives in Thailand. **International Social Science Journal**, v. 72, n. 245, p. 597-612, 2022.

KUMKIT, Tidarat *et al.* Members' perspectives of good governance practice of Thailand's credit union cooperatives. **Journal of Asian Business and Economic Studies**, 2023.

KUSMIATI, Eti *et al.* A study on the determinants of successful performance of Indonesian cooperatives. **International Journal of Social Economics**, 2023.

LASSOUED, Naima. Capital structure and earnings quality in microfinance institutions. **International Journal of Managerial Finance**, v. 18, n. 2, p. 240-260, 2022.

LAUERMAN, Gerson José *et al.* Do Cooperatives with Better Economic–Financial Indicators also have Better Socioeconomic Performance?. **VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations**, v. 31, p. 1282-1293, 2020.

LAWRENCE, Edward R.; NGUYEN, Ca; PACHECO, Alejandro. Interest Rate Competition among C Banks, S Banks, and Credit Unions. **Journal of Financial Services Research**, v. 65, n. 2, p. 219-242, 2024.

LEGGETT, Keith J.; STRAND, Robert W. Membership growth, multiple membership groups and agency control at credit unions. **Review of Financial Economics**, v. 11, n. 1, p. 37-46, 2002.

LOZANO, Rodrigo. Sustainability inter-linkages in reporting vindicated: a study of European companies. **Journal of Cleaner Production**, v. 51, p. 57-65, 2013.

LOZANO, Rodrigo. Analysing the use of tools, initiatives, and approaches to promote sustainability in corporations. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 2, p. 982-998, 2020.

- LYS, Thomas; NAUGHTON, James P.; WANG, Clare. Signaling through corporate accountability reporting. **Journal of accounting and economics**, v. 60, n. 1, p. 56-72, 2015.
- MACAGNAN, Clea Beatriz; SEIBERT, Rosane Maria. Sustainability indicators: Information asymmetry Mitigators between cooperative organizations and their primary stakeholders. **Sustainability**, v. 13, n. 15, p. 8217, 2021.
- MAIA, Saulo Cardoso *et al.* Mapping the literature on credit unions: a bibliometric investigation grounded in Scopus and Web of Science. **Scientometrics**, v. 120, p. 929-960, 2019.
- MANGAN, Anita; WARD, Anne Marie. Cooperative resilience: Toward a heuristic model of collective action in a crisis. **Financial Accountability & Management**, 2024.
- MARTÍNEZ-CAMPILLO, Almudena; FERNÁNDEZ-SANTOS, Yolanda. What about the social efficiency in credit cooperatives? Evidence from Spain (2008–2014). **Social Indicators Research**, v. 131, p. 607-629, 2017.
- MATHUVA, David M. Drivers of financial and social disclosure by savings and credit cooperatives in Kenya: A managerial perspective. **Journal of Co-operative Organization and Management**, v. 4, n. 2, p. 85-96, 2016.
- MATHUVA, David Mutua. An empirical analysis of the characteristics of savings and credit cooperatives participating in the reporting excellence awards in Kenya. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 2018.
- MATHUVA, David Mutua; CHONG, H. Gin. Impact of regulatory reforms on compliance with mandatory disclosures by savings and credit co-operatives in Kenya. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, 2018.
- MATHUVA, David Mutua; KIWEU, Josephat Mboya. Cooperative social and environmental disclosure and financial performance of savings and credit cooperatives in Kenya. **Advances in accounting**, v. 35, p. 197-206, 2016.
- MATHUVA, David M.; MBOYA, Josephat K.; MCFIE, James B. Achieving legitimacy through co-operative governance and social and environmental disclosure by credit unions in a developing country. **Journal of Applied Accounting Research**, 2017.
- MERCER, Antonio Carlos; PÓVOA, Angela; PICCOLI, Pedro. Credit union member group domination under high interest rate environments. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 90, n. 3, p. 555-571, 2019.
- MCKILLOP, Donal; WILSON, John OS. Credit unions: A theoretical and empirical overview. **Financial Markets, Institutions & Instruments**, v. 20, n. 3, p. 79-123, 2011.
- MCKILLOP, Donal *et al.* Cooperative financial institutions: A review of the literature. **International Review of Financial Analysis**, v. 71, p. 101520, 2020.
- NJUGUNA, Peter; MATHUVA, David. The influence of size and outreach on agency-related costs in the management of deposit-taking financial co-operatives in Kenya. **Journal of Co-operative Organization and Management**, v. 12, n. 1, p. 100231, 2024.

NOVKOVIC, Sonja. Cooperative identity as a yardstick for transformative change. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 93, n. 2, p. 313-336, 2022.

NOVKOVIĆ, Sonja; MINER, Karen; MCMAHON, Cian. **Humanistic Governance in Democratic Organizations: The Cooperative Difference**. Springer Nature, 2023.

O'DONOVAN, Gary. Environmental disclosures in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 344-371, 2002.

ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS BRASILEIRAS (OCB). Disponível em: <https://www.somos.coop.br/>. Acesso em 31 ago. 2024.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). **Objetivos de desenvolvimento sustentável**. Disponível em: <https://sdgs.un.org/goals>. Acesso em 26 mai. 2023.

ÖSTERBERG, Peter; NILSSON, Jerker. Members' perception of their participation in the governance of cooperatives: the key to trust and commitment in agricultural cooperatives. **Agribusiness: An International Journal**, v. 25, n. 2, p. 181-197, 2009.

PACTO ECOLÓGICO EUROPEU (PEE). Disponível em: https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal_pt. Acesso em 25 jun. 2023.

PATTEN, Dennis M.; SHIN, Hyemi. Sustainability accounting, management and policy journal's contributions to corporate social responsibility disclosure research: a review and assessment. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 10, n. 1, p. 26-40, 2019.

PATTEN, Dennis M. Seeking legitimacy. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 11, n. 6, p. 1009-1021, 2020.

PEDRON, Angela Patrícia Bovolini. **Nível de *disclosure* sobre informações representativas de sustentabilidade e sua relação com o número de cooperados em cooperativas de crédito brasileiras**. 2023. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Porto Alegre, RS, 2023.

PESCI, Caterina; COSTA, Ericka. Content analysis of social and environmental reports of Italian cooperative banks: Methodological issues. **Social and Environmental Accountability Journal**, v. 34, n. 3, p. 157-171, 2014.

POLI, Federica. Ownership dispersion and performance in cooperative banking. **Corporate Ownership & Control**, v. 19, n. 4, p. 111-128, 2022.

PORRETTA, Pasqualina; BENASSI, Andrea. Sustainable vs. not sustainable cooperative banks business model: The case of GBCI and the authority view. **Risk Governance and Control: Financial Markets & Institutions**, n. 11, p. 1, 2021.

PRICEWATERHOUSECOOPERS (PWC). **Panorama do ESG nas cooperativas de crédito**. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/auditoria/2022/ESG-nas-cooperativas-de-credito.html>. Acesso em 26 jun. 2023.

- QIU, Yan; SHAUKAT, Amama; THARYAN, Rajesh. Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. **The British Accounting Review**, v. 48, n. 1, p. 102-116, 2016.
- RICHARDSON, David C. **PEARLS Monitoring System**. Madison: World Council of Credit Unions, 2009. Disponível em: https://www.woccu.org/documents/pearls_monograph. Acesso em 16 set. 2024.
- SAID, Mariam Swalehe; ANNUAR, Hairul Azlan; HAMDAN, Hamdino Bin. An investigation into the financial sustainability of Islamic Saving, Credit Cooperative Society (SACCOS) in Tanzania. **International Journal of Ethics and Systems**, 2019.
- SEGOVIA-VARGAS, María Jesús; MIRANDA-GARCÍA, I. Marta; OQUENDO-TORRES, Freddy Alejandro. Sustainable finance: The role of savings and credit cooperatives in Ecuador. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 94, n. 3, p. 951-980, 2023.
- SEGUÍ-MAS, Elies; BOLLAS-ARAYA, Helena-María; POLO-GARRIDO, Fernando. Sustainability assurance on the biggest cooperatives of the world: an analysis of their adoption and quality. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 86, n. 2, p. 363-383, 2015.
- SILVA, Tarcisio Pedro Da et al. Financial and economic performance of major Brazilian credit cooperatives. **Contaduría y administración**, v. 62, n. SPE5, p. 1442-1459, 2017.
- SMITH, Adam. **An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations**. v. 1. London: printed for W. Strahan; and T. Cadell, 1776.
- SMITH, Donald J.; CARGILL, Thomas F.; MEYER, Robert A. An economic theory of a credit union. **The Journal of Finance**, v. 36, n. 2, p. 519-528, 1981.
- SMITH, Donald J. A test for variant objective functions in credit unions. **Applied Economics**, v. 18, n. 9, p. 959-970, 1986.
- STIGLITZ, Joseph E. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. **The quarterly journal of economics**, v. 115, n. 4, p. 1441-1478, 2000.
- SUCHMAN, Mark C. Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. **Academy of management review**, v. 20, n. 3, p. 571-610, 1995.
- SUMARWAN, Antonius; LUKE, Belinda; FURNEAUX, Craig. Putting members in the centre: examining credit union accountability as member-based social enterprises. **Qualitative Research in Accounting & Management**, v. 18, n. 2, p. 228-254, 2021.
- THOMAS, Antonio; MARINANGELI, Bruna. Social reporting and voluntary disclosure in Italian Credit Cooperative Banks. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 13, p. 178-194, 2016.
- UNDA, Luisa A.; AHMED, Kamran; MATHER, Paul R. Board characteristics and credit-union performance. **Accounting & Finance**, v. 59, n. 4, p. 2735-2764, 2019.
- UNDA, Luisa A.; RANASINGHE, Dinithi. To pay or not pay: Board remuneration and insolvency risk in credit unions. **Pacific-Basin Finance Journal**, v. 66, p. 101128, 2021.

UNDA, Luisa. Cooperative values and the development of the credit union movement in Australia. **Journal of Management History**, v. 29, n. 2, p. 232-251, 2023.

UNIÓN NACIONAL DE COOPERATIVAS DE CRÉDITO (UNACC). Disponível em: <https://www.unacc.com/>. Acesso em 11 jun. 2023.

VAN RIJN, Jordan; ZENG, Shuwei; HUETH, Brent. Do credit unions have distinct objectives? Evidence from executive compensation structures. **Annals of Public and Cooperative Economics**, v. 94, n. 1, p. 5-38, 2023.

VENANZI, Daniela; MATTEUCCI, Paolo. The largest cooperative banks in Continental Europe: A sustainable model of banking. **International Journal of Sustainable Development & World Ecology**, v. 29, n. 1, p. 84-97, 2022.

VERRECCHIA, Robert E. Discretionary disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 5, p. 179-194, 1983.

WAGENHOFER, A. Voluntary disclosure with a strategic opponent. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdam, v. 12, p. 341-363, 1990.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate finance and corporate governance. **The journal of finance**, v. 43, n. 3, p. 567-591, 1988.

WOOLDRIDGE, Jeffrey, M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna**. São Paulo: Cengage Learning Brasil, 2023. E-book. ISBN 9786555584530. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786555584530/>. Acesso em: 19 set. 2024.

WORLD BANK (WB). **Open data**. Disponível em: <https://data.worldbank.org/>. Acesso em 24 ago. 2024.

WORLD COUNCIL OF CREDIT UNIONS (WOCCU). **Statistical report**. Disponível em: <https://www.woccu.org/about/statreport>. Acesso em 24 ago. 2024.

YAKAR PRITCHARD, Gamze; ÇALIYURT, Kıymet Tunca. Sustainability reporting in cooperatives. **Risks**, v. 9, n. 6, p. 117, 2021.

YAMORI, Nobuyoshi; HARIMAYA, Kozo; TOMIMURA, Kei. Corporate governance structure and efficiencies of cooperative banks. **International Journal of Finance & Economics**, v. 22, n. 4, p. 368-378, 2017.

YITAYAW, Mekonnen Kumlachew. Determinants of profitability and financial sustainability of saving and credit cooperatives in Eastern Ethiopia. **International Journal of Rural Management**, v. 17, n. 2, p. 239-261, 2021.

ANEXO A – INDICADORES DE SUSTENTABILIDADE

Indicadores da perspectiva econômica	
1) Demonstrações Contábeis: Balanço Patrimonial e Demonstração do Resultado do Exercício	11) Planejamento estratégico
2) Investimentos	12) Multas e litígios
3) Relatório de auditoria	13) Folha de pagamento
4) Empréstimos e financiamentos	14) Cooperados adimplentes/inadimplentes
5) Fluxo de caixa	15) Remuneração da administração
6) Indicadores de desempenho econômico-financeiro	16) Remuneração dos conselheiros
7) Benefícios aos associados/participação nas sobras	17) <i>Turnover</i> de cooperados
8) Relatório de gestão	18) <i>Turnover</i> de colaboradores
9) Relatório do conselho fiscal	19) Orçamento (orçado x realizado)
10) Benefícios aos colaboradores/participação nas sobras	20) Plano de cargos e salários
Indicadores da perspectiva social	
21) Ações e campanhas sociais da cooperativa	30) Código de ética e conduta
22) Número de associados	31) Estatuto social
23) Projetos sociais	32) Assistência técnica
24) Programa de formação continuada	33) Balanço social
25) Princípios cooperativistas	34) Formação continuada ao associado
26) Número de colaboradores	35) Índices de desempenho social
27) Estrutura de governança cooperativa	36) Recursos sociais do FATES
28) Programas de integração	37) Plano de benefícios aos associados
29) Participação em programas sociais do governo	38) Plano de benefícios aos colaboradores
Indicadores da perspectiva ambiental	
39) Campanhas de educação e conscientização ambiental	46) Programa de reciclagem e tratamento de lixo
40) Políticas de sustentabilidade ambiental	47) Redução de poluentes
41) Campanha de incentivo ao consumo consciente	48) Licenças ambientais
42) Tecnologia para sustentabilidade	49) Legislação ambiental
43) Consumo de recursos naturais	50) Retorno dos investimentos ambientais
44) Projeto de preservação ambiental	51) Multas e litígios ambientais
45) Relatório de sustentabilidade	-
Indicadores da perspectiva cultural	
52) História da cooperativa	57) Prêmios e certificações
53) Missão, visão princípios e valores da cooperativa	58) Eventos para fortalecer a identidade cooperativista
54) Ações culturais desenvolvidas pela cooperativa	59) Programa de educação cooperativista
55) Patrocínios de ações/atividades na cultura local e regional	60) Biblioteca (física ou virtual) sobre cooperativismo
56) Incentivo à cultura local e regional	61) Políticas de contratação de filhos (parentes) de associados

Fonte: Macagnan e Seibert (2021)

ANEXO B – INDICADORES DE SUSTENTABILIDADE – 1ª VERSÃO

Pilar	Indicadores ajustados	O que será verificado nos relatórios anuais?
Econômico 1	Demonstrações Financeiras	Divulga o balanço patrimonial, a demonstração do resultado do exercício, a demonstração do resultado abrangente, a demonstração das mutações do patrimônio líquido, a demonstração dos fluxos de caixa e as notas explicativas?
Econômico 2	Relatório de auditoria	Divulga o relatório dos auditores independentes?
Econômico 3	Investimentos	Informa os investimentos realizados?
Econômico 4	Empréstimos e financiamentos (captação)	Divulga a quantia de recursos captados, os custos de captação e os vencimentos?
Econômico 5	Concessão de crédito	Informa o total de créditos concedidos, as de taxa de juros, os prazos de vencimento e a inadimplência?
Econômico 6	Multas e litígios	Revela informações sobre irregularidades, entre elas multas e/ou litígios, por exemplo?
Econômico 7	Benefícios aos cooperados/participação nas sobras	Apresenta informações sobre benefícios pecuniários pagos aos cooperados?
Econômico 8	Benefícios aos funcionários/participação nas sobras	Apresenta informações sobre benefícios pecuniários pagos aos funcionários?
Econômico 9	Remuneração administração	Informa sobre a remuneração dos administradores, de forma individualizada?
Econômico 10	Remuneração dos conselheiros	Informa sobre a remuneração dos conselheiros, de forma individualizada?
Econômico 11	Folha de pagamento	Apresenta os gastos com folha de pagamento?
Econômico 12	Rotatividade (<i>turnover</i>) dos cooperados	Apresenta informações a respeito da quantidade de entradas e saídas de cooperados?

Econômico 13	Rotatividade (<i>turnover</i>) dos funcionários	Apresenta informações a respeito da quantidade de entradas e saídas de funcionários?
Econômico 14	Plano de cargos e salários	Revela as políticas de cargos e salários?
Econômico 15	Planejamento estratégico	Divulga informações sobre o planejamento estratégico?
Econômico 16	Indicadores de desempenho econômico-financeiro	Divulga o desempenho econômico-financeiro por meio de indicadores?
Social 1	Estrutura de governança da cooperativa	Demonstra a estrutura de governança vigente?
Social 2	Código de ética e conduta	Tem código de ética e conduta?
Social 3	Número de cooperados	Divulga a quantidade de cooperados?
Social 4	Número de funcionários	Divulga a quantidade de funcionários?
Social 5	Plano de benefícios para os cooperados	Demonstra os benefícios não pecuniários recebidos pelos cooperados?
Social 6	Plano de benefícios para os funcionários	Demonstra os benefícios não pecuniários recebidos pelos funcionários?
Social 7	Formação continuada para funcionários	Divulgou informações de realizações de formação continuada para funcionários?
Social 8	Formação continuada para cooperados	Divulgou informações de realizações de formação continuada para cooperados?
Social 9	Balanço social	Divulga o balanço social?
Social 10	Indicadores de desempenho social	Divulga o desempenho social por meio de indicadores?
Social 11	Princípios cooperativistas	Divulga ações baseadas nos princípios e valores cooperativistas, de forma explícita?
Social 12	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)	Divulga ações baseadas nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), de forma explícita?

Social 13	Participação da cooperativa em ações e campanhas sociais	Divulga as ações e campanhas sociais realizadas? Exemplo: semana nacional de educação financeira, dia de cooperar etc.
Social 14	Projetos sociais da cooperativa	Divulga os projetos sociais realizados ou em andamento? Entende-se que os projetos sociais são constituídos por atividades planejadas e realizadas pela própria cooperativa. Exemplo: União faz a vida.
Social 15	Direitos humanos	Para a concessão de crédito é observado se o demandante respeita os direitos e as garantias fundamentais e não pratica atos lesivos ao interesse comum?
Ambiental 1	Legislação ambiental	Para a concessão de crédito é observado se o demandante cumpre a legislação ambiental?
Ambiental 2	Relatório de sustentabilidade	Divulga o relatório de sustentabilidade?
Ambiental 3	Campanhas de educação e conscientização ambiental	Realiza campanhas de educação e conscientização ambiental?
Ambiental 4	Projeto de preservação ambiental	Realiza, apoia e/ou financia projetos de preservação ambiental?
Ambiental 5	Tecnologias sustentáveis (veículos elétricos, energia renovável etc.)	Utiliza e financia tecnologias sustentáveis?
Ambiental 6	Consumo de recursos naturais e tratamento de resíduos	Divulga o financiamento de atividades alinhadas à economia circular?
Ambiental 7	Redução de poluentes e gases de efeito estufa	Divulga o financiamento de atividades capazes de reduzir a emissão de poluentes e gases de efeito estufa?
Ambiental 8	Investimentos ambientais (títulos verdes)	Oferta títulos verdes, bem como revela o total dos valores investidos e a respectiva rentabilidade?
Cultural 1	História cooperativa	Descreve a história da organização financeira cooperativa?
Cultural 2	Missão, visão, princípios e valores da cooperativa	Divulga a missão, a visão, os princípios e os valores?
Cultural 3	Patrocínio de ações/atividades na cultura local e regional	Patrocina a cultura local e regional?
Cultural 4	Incentivo à cultura local e regional	Incentiva a cultura local e regional?

Cultural 5	Prêmios e certificações	Revela os prêmios e certificações recebidos pela organização financeira cooperativa?
Cultural 6	Biblioteca (física ou virtual) sobre cooperativismo	Divulga a existência de uma biblioteca (física ou virtual) sobre cooperativismo?

Fonte: Adaptado de Macagnan e Seibert (2021)

ANEXO C – INDICADORES DE SUSTENTABILIDADE – VERSÃO FINAL

Pilar	Indicadores	O que será verificado nos relatórios anuais?
Econômico 1	Demonstrações Financeiras	Divulga o balanço patrimonial, a demonstração do resultado do exercício, a demonstração do resultado abrangente, a demonstração das mutações do patrimônio líquido, a demonstração dos fluxos de caixa e as notas explicativas?
Econômico 2	Relatório dos auditores independentes	Divulga o relatório dos auditores independentes?
Econômico 3	Investimentos	Divulga os investimentos realizados, por natureza (instrumentos financeiros, instrumentos patrimoniais, imobilizado e intangível)?
Econômico 4	Empréstimos e financiamentos (captação)	Divulga a quantia de recursos captados, os custos de captação e os vencimentos?
Econômico 5	Concessão de crédito	Divulga o total de créditos concedidos, a taxa de juros e os prazos de vencimento?
Econômico 6	Inadimplência (concessão de crédito)	Divulga o nível de inadimplência das operações de concessão de crédito?
Econômico 7	Multas e litígios	Revela informações sobre irregularidades, entre elas multas e/ou litígios, por exemplo?
Econômico 8	Benefícios aos cooperados	Apresenta informações sobre benefícios pecuniários pagos aos cooperados (sobras, juros sobre o capital próprio, tarifas reduzidas, juros e encargos financeiros reduzidos em empréstimos e financiamentos, rendimentos melhores em depósitos etc.)?
Econômico 9	Remuneração da administração	Informa sobre a remuneração dos administradores, de forma individualizada?
Econômico 10	Remuneração dos conselheiros	Informa sobre a remuneração dos conselheiros, de forma individualizada?
Econômico 11	Salários e benefícios aos funcionários	Apresenta informações sobre salários e benefícios pecuniários pagos aos funcionários?

Econômico 12	Rotatividade (<i>turnover</i>) dos cooperados	Apresenta informações a respeito da quantidade de entradas e saídas de cooperados?
Econômico 13	Rotatividade (<i>turnover</i>) dos funcionários	Apresenta informações a respeito da quantidade de entradas e saídas de funcionários?
Econômico 14	Plano de cargos e salários dos funcionários	Revela as políticas de cargos e salários dos funcionários?
Econômico 15	Planejamento estratégico	Divulga informações sobre o planejamento estratégico?
Econômico 16	Indicadores de desempenho econômico-financeiro	Divulga o desempenho econômico-financeiro por meio de indicadores?
Social 1	Estrutura de governança da cooperativa	Demonstra a estrutura de governança vigente?
Social 2	Código de ética e conduta (integridade)	Revela a existência de código de ética e conduta (integridade)?
Social 3	Número de cooperados	Divulga a quantidade de cooperados?
Social 4	Número de funcionários	Divulga a quantidade de funcionários?
Social 5	Plano de benefícios para os cooperados	Demonstra os benefícios não pecuniários recebidos pelos cooperados?
Social 6	Plano de benefícios para os funcionários	Demonstra os benefícios não pecuniários recebidos pelos funcionários?
Social 7	Formação continuada para funcionários	Divulga informações sobre capacitações realizadas para os funcionários?
Social 8	Educação financeira para os cooperados	Divulga informações sobre capacitações financeiras realizadas para os cooperados?
Social 9	Balanço social	Divulga o balanço social?
Social 10	Indicadores de desempenho social	Divulga o desempenho social por meio de indicadores?
Social 11	Princípios cooperativistas	Divulga suas ações relacionando-as aos princípios e valores cooperativistas, de forma explícita?
Social 12	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)	Divulga suas ações relacionando-as aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), de forma explícita?

Social 13	Ações e campanhas sociais	Divulga as ações e/ou campanhas sociais realizadas, apoiadas e/ou financiadas? Exemplo: semana nacional de educação financeira, dia de cooperar etc.
Social 14	Projetos sociais	Divulga os projetos sociais realizados, apoiados e/ou financiados? Exemplo: União faz a vida.
Social 15	Políticas afirmativas	Realiza, apoia e/ou financia atividades alinhadas às políticas afirmativas?
Ambiental 1	Política de sustentabilidade ambiental	Apresenta informações a respeito de sua política de sustentabilidade ambiental?
Ambiental 2	Relatório de sustentabilidade ambiental	Divulga o relatório de sustentabilidade ambiental?
Ambiental 3	Campanhas de educação e conscientização ambiental	Realiza campanhas de educação e conscientização ambiental?
Ambiental 4	Projeto de preservação ambiental	Realiza, apoia e/ou financia projetos de preservação ambiental?
Ambiental 5	Tecnologias sustentáveis (veículos elétricos, energia renovável etc.)	Realiza, apoia e/ou financia o uso de tecnologias sustentáveis?
Ambiental 6	Consumo de recursos naturais e tratamento de resíduos	Realiza, apoia e/ou financia atividades alinhadas à economia circular?
Ambiental 7	Redução de poluentes e gases de efeito estufa	Realiza, apoia e/ou financia atividades capazes de reduzir a emissão de poluentes e/ou gases de efeito estufa?
Ambiental 8	Investimentos ambientais	Oferta produtos financeiros sustentáveis aos cooperados? Exemplo: Títulos verdes.
Cultural 1	História da cooperativa	Descreve a história da cooperativa?
Cultural 2	Missão, visão, princípios e valores da cooperativa	Divulga a missão, a visão, os princípios e os valores da cooperativa?
Cultural 3	Patrocínio de ações/atividades na cultura local e regional	Patrocina a cultura local e regional?
Cultural 4	Incentivo à cultura local e regional	Incentiva a cultura local e regional?
Cultural 5	Educação cooperativista para cooperados	Divulga informações sobre atividades de educação cooperativista realizadas para cooperados?

Cultural 6	Prêmios e certificações	Revela os prêmios e certificações recebidos pela organização financeira cooperativa?
Cultural 7	Biblioteca (física ou virtual) sobre cooperativismo	Divulga a existência de uma biblioteca (física ou virtual) sobre cooperativismo?

Fonte: Adaptado de Macagnan e Seibert (2021)