

**RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E
ESTRUTURA DE PROPRIEDADE: UMA ANÁLISE DA EMPRESA BRASILEIRA**

HYANE CORREIA FORTE

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC

VICENTE LIMA CRISÓSTOMO

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC

MÔNICA CAVALCANTI SÁ DE ABREU

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC

RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA, GOVERNANÇA CORPORATIVA E ESTRUTURA DE PROPRIEDADE: UMA ANÁLISE DA EMPRESA BRASILEIRA

1 INTRODUÇÃO

Os escândalos corporativos descobertos no início do século XXI, como os casos Eron, Parmalat e WorldCom, promoveram uma aceleração das atividades de governança corporativa pelas empresas. A crise no mercado de capitais elevou a pressão da sociedade sobre as políticas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) das organizações. Assim, o debate sobre a governança corporativa ganhou espaço, principalmente, com a mudança e reestruturação do relacionamento entre os acionistas e os diversos *stakeholders*. A governança corporativa e a estrutura de propriedade tornaram-se alvo de atenção de pesquisadores e de profissionais de negócios devido aos seus efeitos substanciais sobre a empresa (PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018).

Conceituada como o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas (CADBURY, 2000), a governança corporativa objetiva o aprimoramento das leis, regulamentações e contratos que estabelecem as operações das organizações e garantem os direitos dos acionistas, além de remodelar e atender as mudanças que os *stakeholders* esperam na condução dos negócios (CADBURY, 2000; JAMALI; SAFIEDDINE; RABBATH, 2008). O gerenciamento das responsabilidades para com os acionistas e os *stakeholders* pode trazer, respectivamente, uma maior confiança de retorno dos investimentos feitos e uma garantia de que a empresa opera de forma socialmente responsável (MAIER, 2005). Diante disso, percebe-se que a governança corporativa é o procedimento no qual as partes interessadas fazem com que os gestores operem os negócios de acordo com as suas necessidades.

As empresas têm-se concentrado em fortalecer suas práticas de governança corporativa através de mecanismos de controle, a fim de reduzir os custos de agência. Assim, considera-se que sistemas de governança corporativa bem planejados podem fazer com que os interesses dos gerentes e dos diversos *stakeholders* estejam alinhados. Nesse contexto de relações entre *stakeholders* e conflitos de interesses entre eles, merece atenção a estrutura de propriedade, outro elemento relevante para o alinhamento dos interesses dos proprietários e gerentes (CONNELLY et al., 2010). Ela refere-se à distribuição da propriedade da corporação entre os acionistas, e está ligada ao direito dos acionistas sobre o fluxo de caixa e o controle da empresa (BEZERRA et al., 2015). Desde os estudos de Berle e Means (1932), a estrutura de propriedade é considerada importante elemento nas pesquisas de governança corporativa.

As práticas de governança corporativa e a estrutura de propriedade têm sido objeto frequente de pesquisas ligadas à temática de desempenho financeiro das empresas (ASSENGA; ALY; HUSSAINEY, 2018; FRAGA; SILVA, 2012; PANIAGUA; RIVELLES; SAPENA, 2018). No contexto da governança corporativa, Fraga e Silva (2012) verificaram que determinados aspectos da estrutura do conselho de administração, como o nível de escolaridade dos conselheiros, têm efeito positivo sobre o desempenho de mercado da empresa. Quanto à estrutura de propriedade, Paniagua, Rivelles e Sapena (2018) verificaram que a dispersão de propriedade está negativamente relacionada à rentabilidade da empresa.

No entanto, tem-se apontado, também, que a governança corporativa e a estrutura de propriedade são fatores relevantes no monitoramento das atividades gerenciais e no estabelecimento de estratégias ligadas à RSC das empresas, uma vez que os conflitos de agência relacionados aos interesses dos acionistas podem afetar na introdução de políticas de RSC pela organização (JAYA; BAMBANG; ENDANG, 2017; VIANA JUNIOR; CRISÓSTOMO, 2019). A RSC é um conjunto de políticas, práticas e programas integrados aos processos operacionais e de tomada de decisão das empresas, que visam garantir um melhor desempenho das operações das organizações (JAMALI; SAFIEDDINE; RABBATH, 2008). Gamerschlag, Möller e Verbeeten (2011) argumentam que a RSC é uma contribuição

voluntária para o desenvolvimento sustentável, indo além dos requisitos legais estabelecidos, enquanto Jo e Harjoto (2011) sugerem que a RSC é uma ampliação dos esforços das empresas em promover suas práticas eficazes de governança corporativa. Desse modo, a RSC tem ganhado destaque pela forma como as corporações têm abordado suas interações com seus diversos *stakeholders*.

A pressão exercida pelos diversos *stakeholders*, frente aos problemas ambientais e sociais, tem exigido uma maior responsabilidade das organizações quanto aos impactos ocasionados pelas suas tomadas de decisões no meio socioambiental. Estudos empíricos têm verificado a presença de associação entre a governança corporativa e os aspectos da estrutura de propriedade com a RSC (CRISÓSTOMO; OLIVEIRA, 2016; LOURENÇO; BRANCO, 2013). Entretanto, os resultados têm-se mostrado divergentes e inconclusivos. Jamali e Karam (2016) comentam que a RSC em países em desenvolvimento é caracterizada como menos formalizada e mais filantrópica, aumentando a necessidade de se investigar a RSC em tal contexto, para que seja possível extrair conclusões que permitam comparações com contextos desenvolvidos. Assim, tem-se a seguinte pergunta de pesquisa: *Em que extensão a Governança Corporativa e a Estrutura de Propriedade influenciam a Responsabilidade Social Corporativa das empresas brasileiras?*

Para responder a questão de pesquisa, o trabalho tem como objetivo investigar o efeito da Governança Corporativa e da Estrutura de Propriedade sobre o nível de Responsabilidade Social Corporativa das empresas brasileiras. Para isso, a amostra do estudo foi composta por 81 empresas listadas na B3, no período de 2010 a 2018. Foram estimados modelos econométricos por Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) para dados em painel.

Esta pesquisa justifica-se em face da necessidade de obter-se mais conhecimento sobre a aplicação e desenvolvimento da governança corporativa por parte das empresas no estabelecimento de estratégias que auxiliem no melhor desempenho das práticas de RSC. Além disso, a estrutura de propriedade das organizações, que varia de acordo com aspectos institucionais (LA PORTA et al., 2000), tem-se mostrado capaz de influir no desempenho e em políticas da empresa, inclusive de RSC (GODOS-DÍEZ; FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA, 2012; GOERGEN; RENNEBOOG, 2001; VILLALONGA; AMIT, 2006). Assim, verificar que a concentração de propriedade das empresas, em um determinado sistema de governança corporativa, poderá trazer respostas quando ao nível de engajamento de empresas à RSC (HOLM; SCHØLER, 2010).

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Responsabilidade social corporativa e sua avaliação

A Responsabilidade Social Corporativa começou a apresentar-se de maneira formal à sociedade no século XX (CARROLL, 1999), sendo, atualmente, assunto de crescente interesse nas agendas corporativas, como nas pesquisas de negócios (JAMALI; MIRSHAK, 2007). A RSC está relacionada a diversos fatores, podendo ser de conjuntura econômica, social e ambiental. Após os escândalos corporativos ocorridos no início dos anos 2000, a RSC tem sido considerada uma extensão dos esforços das organizações em promover boas práticas de governança corporativa, através do estabelecimento de estratégias sustentáveis que promovam a responsabilidade e a transparência (JO; HARJOTO, 2011). Além disso, uma maior conscientização sobre a ética e RSC nas ações empresariais tem ganhado maior atenção por parte dos seus *stakeholders* (BOUVAIN; BAUMANN; LUNDMARK, 2013).

As empresas têm tentado se diferenciar nos negócios através do engajamento na RSC, visto que os diversos *stakeholders* têm demandado uma maior conscientização das empresas com relação ao estabelecimento de suas estratégias de RSC, fazendo com que a organização não esteja focada somente na obtenção de lucro, mas também no bem-estar da comunidade e no respeito aos seus *stakeholders*. Assim, levando em consideração a relevância dada à RSC

tanto no meio empresarial, quanto no meio acadêmico, diversas iniciativas têm sido criadas e implantadas com o intuito de estimular as práticas de RSC por parte das organizações. Nas últimas décadas, as práticas de RSC exercidas pelas empresas vêm sofrendo uma crescente avaliação por agências de *ratings* e *rankings* que avaliam o desempenho social e ambiental das empresas (SCALET; KELLY, 2010).

As partes interessadas desejam ter um maior conhecimento sobre o compromisso e desempenho das organizações com a RSC visando a melhor tomada de decisão (ZICARI, 2017). Com o aumento da demanda dos consumidores e investidores quanto à mensuração do desempenho das práticas de RSC, os *ratings* e *rankings* começaram a ganhar espaço como meio de avaliação da *performance* da RSC das empresas (FREITAS; CRISÓSTOMO, 2019). As agências de *ratings* e *rankings*, voltadas à RSC, são organizações especializadas que avaliam empresas conforme um padrão de desempenho social e ambiental baseado, normalmente, em dados não financeiros (SCALET; KELLY, 2010). Elas são bastante visadas pelas mídias e entre as organizações (SCALET; KELLY, 2010), o que impulsiona as empresas a apresentarem um maior interesse em incluir os objetivos socioambientais em seus objetivos econômicos. Essas avaliações são instrumentos adicionais de avaliação para investidores como referência na tomada de decisões.

As classificações de *ratings* e os *rankings* relativos à *performance* de RSC das organizações têm impulsionado a contratação de especialistas e equipes internas para analisar e avaliar o desempenho social das empresas (MÁRQUEZ; FOMBRUN, 2005), visto que se sugere que as decisões dos investidores podem ser tomadas com base no portfólio da empresa. Assim, empresas e agências de *ratings* e *rankings* têm passado a focar, por um lado, em critérios não financeiros, verificando o desempenho das organizações através de indicadores que analisam as dimensões ambiental, social e de governança (ASG) (LAGASIO; CUCARI, 2019).

2.2 Influência do sistema de governança corporativa na RSC

O trabalho de Jensen e Meckling (1976) é considerado seminal em pesquisas que discutem sobre a temática da governança corporativa (SAITO; SILVEIRA, 2008). Do ponto de vista de agência, argumenta-se que os gerentes apresentam diferentes objetivos comparados aos dos acionistas externos, e por isso, podem agir em busca de seu interesse próprio sempre que tiverem oportunidade, à custa dos acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976). Com isso, empresas têm se concentrado em fortalecer sua governança corporativa, a fim de reduzir esta possibilidade de o gestor incorrer em risco moral.

A Governança Corporativa pode ser entendida como o meio capaz de fazer com que os executivos de uma corporação respeitem os direitos dos diversos *stakeholders* (AGUILERA et al., 2015). No sentido em que as melhores práticas de governança corporativa podem auxiliar as empresas na ampliação da preocupação com questões que ultrapassam o contexto financeiro, a literatura tem buscado investigar com maior profundidade os possíveis efeitos ocasionados pelas práticas de governança corporativa nas questões socioambientais (JIZI, 2017; JIZI et al., 2014; ZHUANG; CHANG; LEE, 2018). Tem-se proposto que a governança corporativa das empresas pode auxiliar as corporações no desenvolvimento de práticas relacionadas à RSC.

A importância de proteger os interesses dos diversos *stakeholders* tem ganhado preocupação crescente nas organizações. Isto porque muitos deles são cada dia mais ativos na defesa de seus interesses e têm grande importância para a sobrevivência da empresa. Devido a sua relevância no processo de tomada de decisão das organizações, o conselho de administração surge como o importante meio de relacionamento entre a empresa e as partes interessadas, uma vez que representam todos os *stakeholders* e podem influenciar na RSC estabelecida pela organização (JIZI, 2017). Teorias têm sido elaboradas visando explicar como a composição da alta administração pode interferir no desempenho gerencial da

empresa. A Teoria dos Escalões Superiores sugere que os diferentes conhecimentos e experiências dos diretores norteiam a sua tomada de decisão estratégica (BYRON; POST, 2016).

O código de melhores práticas de governança corporativa do IBGC (2015) destaca que a diversidade de perfis na composição do conselho de administração é fundamental, uma vez que permite uma maior diversidade de conhecimentos, comportamento, gênero, faixa etária e cultura, concedendo assim uma maior exploração de assuntos para o estabelecimento das estratégias organizacionais. Hambrick e Mason (1984) argumentam que a percepção de um gerente sobre os acontecimentos está relacionada com seus valores, sendo base para as escolhas das estratégias. O tomador de decisão leva em consideração seus conhecimentos para as situações organizacionais. A diversidade na sala de reuniões pode trazer uma maior dinâmica, uma vez que pode ser considerada prática de governança corporativa que auxilia no estabelecimento de ações e estratégias de RSC, pela corporação.

Destaca-se que o estabelecimento das melhores práticas de governança excede a diversidade do conselho de administração, e também está ligado à distribuição de funções na alta administração. O IBGC (2015) sugere que o acúmulo de funções de presidente do conselho e diretor-presidente, conhecido como dualidade do *chief executive officer* (CEO), por exemplo, poderá inibir a capacidade de monitoramento do conselho sobre a diretoria. O CEO pode influenciar nas informações fornecidas aos membros não executivos do conselho (JIZI et al., 2014). Nesse sentido, tem-se que a dualidade do CEO diminui a probabilidade da empresa em se comunicar de maneira mais extensiva sobre as questões de RSC (GIANNARAKIS, 2014).

As práticas de governança corporativa não estão presentes apenas na alta administração, elas também incluem os órgãos que estão ligados ao conselho. O comitê de remuneração, órgão de assessoramento do conselho de administração, pode contribuir com o papel da administração, definindo os mecanismos de remuneração e alinhando os interesses da alta administração com os dos diversos *stakeholders* (ALLEGRIANI; GRECO, 2013). Enquanto o comitê de sustentabilidade pode contribuir com o planejamento e implementação de atividades socioambientais. Assim, um conselho com comitê de sustentabilidade pode ser mais receptivo e sensível às questões socioambientais (LIAO; LUO; TANG, 2015). Os órgãos de fiscalização e controle, como o comitê de auditoria, subordinado ao conselho de administração, podem agregar no melhor assessoramento ao conselho de administração, uma vez que é formado, preferencialmente, por conselheiros independentes (SWANDARI; SADIKIN, 2016).

Em suma, percebe-se que as diferentes práticas de governança corporativa podem auxiliar as organizações no melhor estabelecimento de estratégias de RSC. O sistema de governança corporativa é composto pelo conjunto de práticas de governança. A incorporação de um conjunto de boas práticas de governança corporativa em um robusto sistema de governança corporativa sugere uma melhor comunicação entre a empresa e a sociedade, além da elaboração e aplicação de melhores estratégias relativas às ações sócio ambientais. Assim, sugere-se a seguinte hipótese de pesquisa no mercado brasileiro:

Hipótese 1: A adoção de boas práticas de Governança Corporativa influencia positivamente a Responsabilidade Social Corporativa da empresa brasileira.

2.3 Influência da concentração de propriedade na RSC

A estrutura de propriedade e os conflitos de agência sempre estiveram presentes nas discussões sobre governança corporativa, sendo variáveis-chave para os estudos, uma vez que determina quem tem poder de decisão nas empresas (KUMAR; ZATTONI, 2015). Pode-se entender que a estrutura de propriedade se refere à forma como a propriedade das empresas é distribuída entre seus investidores (CRISÓSTOMO; FREIRE, 2015), podendo ter distintos

aspectos analisados (KUMAR; ZATTONI, 2015), como a concentração de propriedade que indica o grau de acumulação de poder na empresa.

Estudos mostram que a propriedade se apresenta mais concentrada em países com baixa proteção legal aos acionistas (LA PORTA et al., 2000). Existem mercados, como o Latino Americano e de algumas economias emergentes, em que há uma prevalência de propriedade concentrada, ou seja, propriedade nas mãos de poucos acionistas, o que pode fazer com que ocorra um caso de desalinhamento dos interesses entre acionistas controladores e minoritários (YOUNG et al., 2008). No entanto, diferente das empresas Latino Americanas ou de economias emergentes, empresas localizadas em países de direito consuetudinário apresentam, com mais frequência, uma mais elevada dispersão da propriedade.

O poder decorrente da propriedade dá ao acionista condições de impor seus critérios sobre o comportamento social da empresa (SÁNCHEZ; SOTORRÍO; DÍEZ, 2011). Portanto, a elevada concentração de propriedade pode facilitar o comportamento oportunista de grandes acionistas e fazer com que eles privilegiem seus interesses em detrimento daqueles dos demais diversos *stakeholders*. O Brasil é considerado um país com fraca proteção ao investidor, tendo empresas caracterizadas por alta concentração da propriedade (LOURENÇO; BRANCO, 2013). Este contexto é propício a que grandes acionistas façam prevalecer seus interesses em várias políticas da empresa em detrimento de acionistas minoritários e, eventualmente, outros *stakeholders*.

A academia tem buscado entender os possíveis efeitos da concentração de propriedade nas práticas de RSC das organizações (FENG; CHEN; TANG, 2018; LOURENÇO; BRANCO, 2013; REVERTE, 2009). Há alguns argumentos e resultados que indicam um relacionamento negativo entre a concentração acionária e as práticas de RSC. Por outro lado, o relacionamento positivo da concentração de propriedade com a RSC em diferentes contextos também é proposto como esperado. O investidor com maior concentração acionária tem recursos e incentivos para exercer funções na condução da empresa bem como para monitorar as ações e decisões da gestão, inclusive aquelas relativas à RSC (GARAS; ELMASSAH, 2018).

As ações de RSC, empreendidas a partir da respectiva política de RSC, tendem a gerar retornos positivos para a empresa no médio e longo prazo considerando-se que são atividades consumidoras de recursos e, usualmente, não associadas diretamente ao objetivo principal da empresa. Estes benefícios não imediatos são aqueles capazes de contribuir para o ciclo virtuoso entre RSC e desempenho da empresa decorrente da legitimação de atividades e ganhos de imagem e reputação (FREEMAN; WICKS; PARMAR, 2004).

Grandes acionistas controladores tendem a ter uma perspectiva de mais tempo em sua posição acionária na empresa, estando usualmente ocupando diretamente posições de mando ou interferindo diretamente na escolha dos dirigentes da empresa. Desta forma, em alguns mercados, o nome dos acionistas controladores está, muitas vezes, diretamente associado ao nome da empresa. Esta ligação próxima entre controlador e empresa incrementa os interesses associados a ganhos de reputação e imagem que a RSC pode produzir no médio e longo prazo (CALZA; PROFUMO; TUTORE, 2014). Estes interesses podem colidir com interesses de acionistas minoritários que costumam ter objetivos de mais curto prazo e interesses em benefícios de desempenho em horizontes temporais curtos (CRISÓSTOMO; FREIRE, 2015). Neste eventual conflito de interesses, acionistas com maior concentração acionária são mais capazes de fazer prevalecer seus interesses devido a sua maior influência no processo decisório. Dessa forma, a seguinte hipótese é estabelecida no sentido de sugerir que a mais elevada concentração de propriedade favorece o empreendimento de ações de RSC:

Hipótese 2: A concentração de propriedade influencia positivamente a Responsabilidade Social Corporativa da empresa brasileira.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra

A amostra da pesquisa é composta por todas as empresas listadas na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, que divulgaram seus Formulários de Referência no *site* da CVM e tinham informações de RSC presentes no banco de dados da CSRHub, no período 2010-2018, resultando em painel desbalanceado formado por 631 observações anuais de 81 empresas. Justifica-se o período, visto que o Formulário de Referência, relatório base com informações de práticas de governança corporativa, passou a ser exigido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por meio da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, sendo elaborado e divulgado pelas empresas a partir de 2010. A Tabela 1 exibe a importante distribuição setorial da amostra.

Tabela 1 – Distribuição setorial da amostra

Setor de atividade	Empresas	Percentual (%)	Observações	Percentual (%)
Alimentos e bebidas	5	6,17	41	6,50
Comércio	9	11,11	71	11,25
Construção	6	7,42	46	7,29
Energia Elétrica	14	17,28	110	17,44
Finanças e Seguros	7	8,64	50	7,92
Mineração	2	2,47	18	2,85
Papel e Celulose	4	4,94	34	5,39
Petróleo e Gás	5	6,17	43	6,81
Siderúrgica e Metalúrgica	4	4,94	36	5,71
Telecomunicações	4	4,94	33	5,23
Transportes e Serviços	5	6,17	37	5,86
Veículos e Peças	2	2,47	15	2,38
Outros	14	17,28	97	15,37
Total	81	100,00	631	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.

3.2 Mensuração das variáveis

3.2.1 Variável dependente – Responsabilidade Social Corporativa

A mensuração da variável dependente do estudo, Responsabilidade Social Corporativa (RSC) é realizada a partir da métrica estabelecida pela CSRHub. A CSRHub é uma agência de *rating*, que fornece informações sobre a RSC das empresas (CSRHUB, 2020). O banco de dados da CSRHub fornece abrangentes classificações de RSC, tanto em número de organizações, quanto em medidas de sustentabilidade (SOYTAS; DENIZEL; USAR, 2019). A estrutura da base de dados da CSRHub agrega 186 milhões de dados consistentes sobre o desempenho de RSC e sustentabilidade das empresas. A CSRHub combina dados das 10 principais empresas de análise de investimentos socialmente responsáveis (ISR) e das mais de 600 fontes de dados de organizações não governamentais (ONGs), *feeds* de notícias, etc. As informações sobre as organizações são geradas pela CSRHub através, também, da análise de importantes bancos com indicadores ASG, sendo eles: CDP *Driving Sustainable Economies*, MSCI, *Global Reporting Initiative*, *Thomson Reuters*, entre outros (CSRHUB, 2020).

A métrica geral da CSRHub é obtida através da média aritmética da somatória da pontuação das quatro categorias abrangidas pela CSRHub: comunidade, empregados, meio ambiente e governança. Sua pontuação varia em uma escala de 0 a 100. Considerando-se que o estudo visa investigar o efeito da Governança Corporativa e da Estrutura de Propriedade sobre o nível da Responsabilidade Social Corporativa das empresas brasileiras optou-se pela retirada da categoria governança para a operacionalização da pontuação da RSC das empresas. Dessa forma, a RSC foi operacionalizada por meio da média aritmética da somatória das avaliações das categorias comunidade, empregados e meio ambiente da CSRHub.

3.2.2 Variáveis independentes – Governança Corporativa e Concentração de Propriedade

Como *proxy* para governança corporativa adota-se a estratégia da composição de um índice que incorpora um amplo conjunto de práticas de governança seguindo importante literatura nacional e internacional (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; CORREIA;

AMARAL; LOUVET, 2011; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; SILVA; LEAL, 2005; SILVEIRA; BARROS, 2008). Especificamente usa-se o índice proposto por Brandão e Crisóstomo (2015). O Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC) de Brandão e Crisóstomo (2015) foi elaborado com base nas recomendações de melhores práticas de governança corporativa estabelecidas pela CVM (2002), IBGC (2015) e Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (PREVI, 2012). Os autores categorizaram as práticas de governança corporativa em sete grupos: ações e propriedade, assembleia geral ordinária, práticas do conselho de administração, composição do conselho de administração, práticas da diretoria executiva, fiscalização (conselho fiscal e comitê de auditoria) e transparência. Cada grupo apresenta diferentes tipos de práticas de governança corporativa, totalizando 28 práticas. Para cada categoria de governança corporativa foi atribuído valor que varia de 0 a 1. Assim, a variável IQGC apresenta escala de 0 a 1.

No que se refere à concentração de propriedade (CONC_PROP), a pesquisa analisou a concentração acionária em poder dos cinco principais acionistas. Verificou-se a existência de acionista majoritário no controle da empresa (MAJOR). Foi considerado acionista majoritário aquele com mais de 50% das ações com direito a voto. Verificou-se, ainda, a concentração acionária em poder do maior acionista (VOTSOM1), dos dois maiores acionistas (VOTSOM2), três maiores acionistas (VOTSOM3), quatro maiores acionistas (VOTSOM4) e cinco maiores acionistas (VOTSOM5). Por fim, utilizou-se o Índice de concentração Herfindahl-Hirschman (HHI5), que é utilizado para medir o nível de concentração de propriedade e pode variar entre zero (0) e um (1). Valor próximo a zero, indica propriedade mais dispersa, enquanto próximo a 1, indica uma concentração mais elevada.

3.3 Variáveis do estudo

As variáveis dos modelos são apresentadas no Quadro 1 detalha a operacionalização de cada uma.

Quadro 1 – Variáveis dos modelos

Constructo	Variável dependente	Operacionalização	Fonte
Responsabilidade Social Corporativa (RSC)	Responsabilidade Social Corporativa (RSC)	$\frac{\sum (\text{Categoria comunidade, empregados, meio ambiente})}{3}$	CSRHub®
Constructo	Variáveis independentes	Operacionalização	Fonte
Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC)	Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC)	$\frac{\sum (\text{Categoria ações e propriedade, assembleia geral ordinária, práticas do conselho de administração, composição do conselho de administração, práticas da diretoria executiva, fiscalização, transparência})}{7}$	Formulário de Referência
Concentração de propriedade (CONC_PROP)	Acionista majoritário (MAJOR)	Variáveis <i>dummy</i> que tem valor 0 quando não há acionista majoritário; e 1 quando há acionista majoritário (acionista com mais de 50% das ações com direito de voto).	Formulário de Referência (15.1/2)
	Proporção de propriedade com voto nas mãos do maior acionista (VOTSOM1 a VOTSOM5)	Soma das ações ordinárias em poder do maior acionista (VOTSOM1) até os cinco maiores (VOTSOM5)	
	Concentração acionária com voto nas mãos dos 5 maiores acionistas – Índice Herfindahl-Hirschman (HHI5)	Soma do quadrado das ações ordinárias detidas por cada um dos cinco principais acionistas	
	Q de Tobin (TOBINSQ)	(Valor de mercado + Dívida) / Ativo total	
	Tamanho (TAM)	$\ln(\text{Ativo total})$	
	Retorno sobre ativos (ROA)	EBIT / Ativo total	
	Endividamento (END)	Dívida total / Ativo total	
Variáveis de	Setor de atividade (SETOR)	Setor de atividade (Variável <i>dummy</i> para cada setor)	Economática®

controle	Período de tempo (ANO)	Ano da observação (Variável <i>dummy</i> para cada ano)	
-----------------	------------------------	---	--

Fonte: Elaborado pelos autores (2020).

Oportunidades de crescimento da empresa, aproximadas pelo Q de Tobin (TOBINSQ), são sugeridas como capazes de estimular a RSC pelo fomento à inovação, com reflexo positivo na questão ambiental, e pelo fato da empresa com muitas oportunidades de crescimento necessitar de boa relação com o mercado, o que pode ser melhorada com uma maior atenção à RSC (CRISÓSTOMO; FREIRE; FREITAS, 2019; PADGETT; GALAN, 2010). Tamanho (TAM) é considerado pelo fato de o maior porte da empresa favorecer o direcionamento de recursos para RSC (GALBREATH, 2018). Endividamento (END) é considerado como desfavorável à RSC ao comprometer o fluxo de caixa e representar um risco para a empresa. A rentabilidade (ROA), ao contrário, é vista como geradora de fluxo de caixa que tende a contribuir para o desenvolvimento de ações de RSC (GALBREATH, 2018). Setor de atividade da empresa (SETOR) pode está associado a RSC considerando que características de determinados setores podem ser imperiosas para o engajamento da empresa RSC (GIANNARAKIS, 2014).

3.4 Estratégia de análise e Modelo do estudo

Estimou-se o seguinte modelo econométrico e algumas variações suas para avaliar o efeito sugerido da governança corporativa e concentração de propriedade sobre a RSC.

$$RSC_{i,t} = \beta_{0i} + \beta_1 IQGC_{i,t} + \beta_2 CONC_PROP_{i,t} + \beta_3 TOBINSQ_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + [\beta_5 END_{i,t}] + \beta_6 TAM_{i,t} + \beta_{7:19} SETOR_i + \beta_{20:28} ANO_t + \varepsilon_{i,t}$$

(Equação 1)

Considerando-se as peculiaridades do setor financeiro, a variável endividamento (END) será incluída em modelos estimados para empresas não financeiras. Modelos estimados para a amostra completa não contemplam o possível efeito do endividamento sobre a RSC. O modelo empírico (Equação 1) e suas variações foram estimados por meio de análise de regressão com utilização da modelagem Mínimos Quadrados Generalizados para dados em painel (MQG) que corrige problemas de heterocedasticidade e autocorrelação de resíduos (WOOLDRIDGE, 2002).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis utilizadas na pesquisa. As pontuações da variável Responsabilidade Social Corporativa (RSC) levaram em consideração a análise de três categorias da CSRHub: comunidade, empregados e meio ambiente. Desta forma, levou-se em consideração questões relacionadas ao compromisso da empresa com a comunidade, com os direitos trabalhistas e ao uso de recursos naturais e impactos no ecossistema. Observa-se que a média RSC das empresas brasileiras é de 56,5847, numa escala de 0 a 100. A mediana é igual a 57 pontos, o que significa que pelo menos 50% das observações apresentaram um valor superior a 57 pontos e, no máximo, igual a 80,2222.

Tabela 2 – Estatística descritiva das variáveis

Categoria	N	Média	Mediana	Desvio Padrão	Coefficiente de Variação	Mínimo	Máximo
RSC	631	56,5847	57,0000	6,8718	0,1214	31,6666	80,2222
IQGC	631	0,6237	0,6259	0,0899	0,1441	0,3926	0,8631
VOTSOM1	631	0,4120	0,3900	0,2442	0,5927	0,0014	1,0000
VOTSOM2	631	0,5339	0,5503	0,2459	0,4606	0,0014	1,0000
VOTSOM3	631	0,5846	0,6099	0,2343	0,4008	0,0014	1,0000
VOTSOM4	631	0,6119	0,6331	0,2246	0,3670	0,0014	1,0000
VOTSOM5	631	0,6261	0,6392	0,2193	0,3503	0,0014	1,0000
HHI5	631	0,2604	0,2178	0,2331	0,8951	0,0000	1,0000
TAM	631	15,1859	15,0459	1,2574	0,0828	10,7565	19,4505
END	489	0,2355	0,2017	0,1910	0,8110	0,0002	1,5361
ROA	631	0,7812	0,0813	0,1956	2,5045	-2,0348	2,1955
TOBINSQ	631	1,5292	1,0127	1,3586	0,8884	0,0641	8,7178

Fonte: Dados da pesquisa.

O Índice de Qualidade de Governança Corporativa (IQGC) apresenta média igual a 0,6237 (escala de 0 a 1) e mediana de 0,6259, o que significa que 50% das observações apresentaram um IQGC superior a 0,6259, com máximo de 0,8631 (Tabela 2). Esse descritivo pode ser considerado um bom indicativo quanto à adesão das empresas brasileiras às boas práticas de governança corporativa.

Quanto à concentração de propriedade, observa-se que a média da concentração de propriedade nas “mãos” do maior acionista (VOTSOM1) é de 41,2%, sendo bem elevada como já documentado pela literatura, e com mediana de 39%, o que indica que mais de 50% deste coletivo de empresas já não tem um acionista controlador único. Observa-se a tendência de concentração ao verificar-se que 53,39% do poder de voto concentra-se nas mãos dos dois maiores acionistas (VOTSOM2), atingindo esta concentração 62,61% nas mãos dos cinco maiores acionistas (VOTSOM5). A rentabilidade da empresa (ROA) apresentou média de 0,7812, com alta dispersão. Alta dispersão entre as empresas é também observada em relação as suas oportunidades de crescimento (TOBINSQ) e nível de endividamento (END).

A Tabela 3 apresenta a distribuição da frequência de observações anuais das empresas com relação à presença de acionista majoritário. Observa-se que 42,31% das empresas apresentam um acionista majoritário, o que é compatível com a concentração de poder de voto nas mãos do principal acionista (VOTSOM1), como visto na Tabela 2 (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2016).

Tabela 3 – Frequência de observações anuais de empresas com presença de acionista majoritário

Presença de Acionista Majoritário	Observações	Percentual
Sem acionista majoritário	364	57,69
Com acionista majoritário	267	42,31
Total	631	100,00

Fonte: Dados da pesquisa.

Com vistas a verificar o grau de associação entre as variáveis do modelo, foram realizadas correlações de Pearson (ρ) (Tabela 4). Ao se observar o resultado das correlações, percebe-se a existência de uma relação significativa diretamente proporcional entre o nível de responsabilidade social (RSC) da empresa e a qualidade da governança corporativa (IQGC) e a concentração de propriedade (VOTSOM1, VOTSOM2, VOTSOM3, VOTSOM4, VOTSOM5 e HHI5).

Tabela 4 – Correlação entre as variáveis do estudo

	1	2	3	4	5	6	7
RSC	1	1,000					
IQGC	2	0,109***	1,000				
VOTSOM1	3	0,077*	-0,352***	1,000			
VOTSOM2	4	0,112***	-0,423***	0,923***	1,000		
VOTSOM3	5	0,099**	-0,450***	0,874***	0,984***	1,000	
VOTSOM4	6	0,099**	-0,461***	0,837***	0,960***	0,991***	1,000
VOTSOM5	7	0,099**	-0,470***	0,812***	0,938***	0,977***	0,995***
HHI5	8	0,103***	-0,315***	0,963***	0,904***	0,858***	0,826***
TOBINSQ	9	-0,007	0,079**	-0,068*	-0,128***	-0,141***	-0,154***
ROA	10	0,070*	-0,087**	0,009	0,009	-0,003	-0,008
END	11	-0,020	0,048	0,070	0,020	0,010	0,013
TAM	12	0,030	-0,311***	0,157***	0,204***	0,200***	0,197***

Nota: Níveis de significância * $<0,1$; ** $<0,05$ e *** $<0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Tabela 4 – Correlação entre as variáveis do estudo

	8	9	10	11	12
HHI5	8	1,000			
TOBINSQ	9	-0,081**	1,000		
ROA	10	-0,020	-0,386***	1,000	
END	11	0,069	-0,078*	-0,197***	1,000
TAM	12	0,134***	-0,307***	-0,020	-0,114**

Nota: Níveis de significância: * $<0,1$; ** $<0,05$ e *** $<0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Por outro lado, observa-se uma relação negativa entre a qualidade da governança corporativa (IQGC) e a concentração de propriedade (VOTSOM1, VOTSOM2, VOTSOM3,

VOTSOM4, VOTSOM5 e HHI5) (Tabela 4). Este resultado está alinhado ao estudo realizado no mercado brasileiro, que mostrou um efeito negativo da concentração de propriedade sobre a qualidade da governança corporativa (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015).

4.1 Modelos estimados para a amostra completa (empresas financeiras e não financeiras)

Modelos, que não contêm endividamento são estimados por Mínimos Quadrados Generalizados para dados em painel (MQG) para a amostra completa. Os resultados revelam que a qualidade da governança corporativa (IQGC) tem, como sugerido (Hipótese 1), relevante influência positiva sobre o nível de responsabilidade social da empresa brasileira (Tabela 5). Este efeito é observado a nível de 1% de significância (Tabela 5, Modelos 1 a 7). Desta forma, o conjunto de boas práticas de governança corporativa tendem a favorecer preocupações socioambientais na empresa.

Tabela 5 – Resultados das estimações de modelos por Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) para dados em Painel para empresas financeiras e não financeiras

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
IQGC	13,988*** (3,193)	13,071*** (3,221)	14,782*** (3,302)	14,796*** (3,370)	14,842*** (3,402)	14,959*** (3,428)	13,530*** (3,184)
MAJOR	1,660*** (0,556)						
VOTSOM1		2,072* (1,110)					
VOTSOM2			3,379*** (1,190)				
VOTSOM3				3,225** (1,279)			
VOTSOM4					3,283** (1,353)		
VOTSOM5						3,360** (1,395)	
HHI5							3,029*** (1,157)
TOBINSQ	0,1270 (0,220)	0,157 (0,227)	0,206 (0,222)	0,207 (0,223)	0,212 (0,223)	0,217 (0,224)	0,186 (0,222)
ROA	2,720** (1,376)	2,757** (1,382)	2,676* (1,377)	2,732** (1,379)	2,740** (1,379)	2,733** (1,379)	2,813** (1,378)
TAM	0,651*** (0,242)	0,794*** (0,237)	0,794*** (0,236)	0,807*** (0,236)	0,813*** (0,236)	0,809*** (0,236)	0,794*** (0,236)
SETOR	Sim						
ANO	Sim						
Intercepto	28,677*** (4,960)	26,665*** (5,068)	24,578*** (5,143)	24,247*** (5,237)	24,026*** (5,290)	23,927*** (5,309)	26,409*** (5,026)
N	631	631	631	631	631	631	631
Wald (χ^2)	221,03	213,82	219,91	217,64	217,02	216,91	218,31
p-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Nota: Níveis de significância: * $<0,1$; ** $<0,05$ e *** $<0,01$.

Fonte: Dados da pesquisa.

Com relação à concentração de propriedade, os modelos estimados indicam que a responsabilidade social da empresa brasileira é beneficiada por uma influência favorável da concentração de propriedade, como proposto (Hipótese 2). Este resultado é robusto a modelos estimados, usando distintas *proxies* para a concentração de propriedade (Tabela 5, Modelos 1 a 7): *dummy* relativa à presença de acionista majoritário (MAJOR), concentração de propriedade com voto nas mãos do primeiro ao quinto acionista acumuladamente (VOTSOM1, VOTSOM2, VOTSOM3, VOTSOM4, VOTSOM5 e HHI5). Dessa forma, a evidência obtida indica que, de fato, parece haver uma forte influência positiva da concentração de propriedade sobre a RSC, como sugerido pela Hipótese 2. Este resultado pode dever-se aos interesses de grandes acionistas na visibilidade positiva de ações de RSC, que pode trazer ganhos de imagem e reputação à empresa no médio e longo prazo. Sendo assim, importante para grandes acionistas que tendem a ter uma perspectiva de manutenção de sua posição acionária na empresa, diferentemente de acionistas minoritários que podem ter uma visão de mais curto prazo.

Merece menção o efeito positivo da rentabilidade da empresa (ROA) sobre a RSC, o que pode ser creditado à teoria da folga financeira (*slack resource*), que sugere a

disponibilidade de recursos como favorável a ações de RSC. Por sua vez, o tamanho da empresa (TAM) também se mostra favorável à preocupação com RSC da empresa, o que pode ser explicado pela possível mais elevada disponibilidade de recursos de infraestrutura e financeiros para atender demandas de RSC (Tabela 5, Modelos 1 a 7).

4.2 Modelos estimados para empresas não financeiras

Para análise de sensibilidade, foram estimados modelos econométricos específicos para empresas não financeiras que incorporam o endividamento (END) (Tabela 6, Modelos 1 a 7). Os resultados confirmam a influência favorável da qualidade da governança corporativa (IQGC) e da concentração de propriedade (VOTSOM1, VOTSOM2, VOTSOM3, VOTSOM4, VOTSOM5 e HHI5) sobre a RSC da empresa brasileira. O efeito positivo da governança corporativa (IQGC) é significativa a 1%. Estes resultados amparam a proposição de que a preocupação da empresa em estruturar um bom sistema de governança corporativa tem reflexo positivo na sua preocupação com questões socioambientais.

Tabela 6 – Resultados das estimações de modelos por Mínimos Quadrados Generalizados (MQG) para dados em Painel para empresas não financeiras

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
IQGC	17,987*** (3,604)	16,309*** (3,646)	18,352*** (3,766)	17,708*** (3,836)	17,191*** (3,852)	17,235*** (3,868)	16,836*** (3,581)
MAJOR	2,537*** (0,675)						
VOTSOM1		3,003** (1,318)					
VOTSOM2			4,370*** (1,427)				
VOTSOM3				3,704** (1,514)			
VOTSOM4					3,368** (1,594)		
VOTSOM5						3,447** (1,642)	
HHI5							4,048*** (1,304)
TOBINSQ	0,557** (0,268)	0,590** (0,272)	0,660** (0,273)	0,627** (0,274)	0,611** (0,274)	0,614** (0,274)	0,628** (0,271)
ROA	1,297 (1,489)	1,300 (1,503)	1,269 (1,496)	1,353 (1,502)	1,360 (1,505)	1,355 (1,505)	1,417 (1,497)
END	-2,733* (1,594)	-2,577 (1,612)	-2,570 (1,600)	-2,403 (1,603)	-2,360 (1,605)	-2,364 (1,605)	-2,581 (1,599)
TAM	0,517* (0,271)	0,795*** (0,259)	0,817*** (0,257)	0,844*** (0,257)	0,854*** (0,258)	0,854*** (0,258)	0,818*** (0,257)
SETOR	Sim						
ANO	Sim						
Intercepto	28,258*** (5,456)	24,455*** (5,571)	21,607*** (5,706)	21,752*** (5,835)	22,071*** (5,901)	21,961*** (5,926)	23,890*** (5,534)
N	489	489	489	489	489	489	489
Wald (χ^2)	190,69	178,61	184,26	179,68	177,63	177,55	184,62
p-value	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Nota: Níveis de significância: *<0,1; **<0,05 e ***<0,01.

Fonte: Dados da pesquisa.

A concentração acionária, por seu turno, também apresentou resultados que confirmam a importância da concentração de propriedade sobre o grau de atenção dado à RSC pela empresa. Distintos modelos mostraram coeficientes positivos e significativos para as *proxies* específicas de concentração de propriedade (MAJOR, VOTSOM1, VOTSOM2, VOTSOM3, VOTSOM4, VOTSOM5 e HHI5). Os resultados indicam fortemente a tendência de que grandes acionistas estão mais motivados a empreender ações de RSC como sugerido (Hipótese 2).

Confirma-se, ainda, o resultado relativo ao fato de que empresas de maior porte tendem a ter mais propensão desenvolver ações de RSC. Por sua vez, a introdução do endividamento (END) nos modelos parece inibir o efeito positivo da rentabilidade (ROA), observado para a amostra completa. Por fim, a RSC da empresa brasileira parece ser afetada favoravelmente por suas oportunidades de crescimento (TOBINSQ).

5 DISCUSSÃO

O trabalho encontra evidência da influência favorável da adoção de boas práticas de governança corporativa sobre a RSC da empresa brasileira. Os achados sugerem que o melhor padrão de governança corporativa é capaz de impulsionar o engajamento da empresa em políticas de RSC. Neste sentido, os mecanismos de governança parecem contribuir para o maior envolvimento da empresa com as práticas de RSC, o que pode contribuir para reduzir conflitos de interesse entre a gestão e os *stakeholders*, com reflexos positivos para a imagem e reputação da empresa e possível contribuição para o preconizado círculo virtuoso entre empresa e *stakeholders* (JAMALI; SAFIEDDINE; RABBATH, 2008).

O estabelecimento de boas práticas de governança corporativa visa aprimorar o monitoramento das corporações sobre a gestão e obtenção de ganhos em termos de desempenho corporativo. Os resultados ora obtidos indicam que a governança, também, é capaz de ampliar o foco de atenção para o relacionamento da empresa com todo o espectro das partes interessadas que têm interesses legítimos junto à empresa (IBGC, 2015; SÁNCHEZ; SOTORRÍO; DÍEZ, 2011). É possível que as boas práticas de governança corporativa impulsionem a melhor comunicação da organização com as partes interessadas, por exemplo, sociedade, funcionários e clientes.

A sinalização dos resultados, no sentido de que a concentração de propriedade beneficia o nível de RSC da empresa brasileira, indica que grandes acionistas têm interesse e incentivos para empreender mais intensa política de RSC (GARAS; ELMASSAH, 2018). Grandes acionistas têm poder para influenciar a gestão da empresa e impulsionar o empreendimento de ações de RSC, que podem ser vistas por eles como proporcionadoras de ganhos de valor no médio e longo prazo através da melhoria da imagem e reputação da empresa, além da visibilidade positiva mesmo no curto prazo (CALZA; PROFUMO; TUTORE, 2014). Atividades de filantropia são típicas promotoras de imediata visibilidade positiva. A propriedade concentrada está, usualmente, associada à presença de acionistas majoritários que tendem a ter a perspectiva de permanência de mais longo prazo na propriedade da empresa. Dessa forma, grandes acionistas controladores, ao acreditarem na capacidade de criação de valor da RSC, podem favorecê-la visando a construção de reputação. Os resultados deste estudo vão na direção deste favorecimento de grandes acionistas à RSC, estando alinhados a resultado anterior também no Brasil (CRISÓSTOMO; FREIRE, 2015).

6 CONCLUSÃO

O trabalho analisa a influência da Governança Corporativa e da Estrutura de Propriedade sobre o nível de Responsabilidade Social Corporativa das empresas brasileiras. Os resultados apontam que, de fato, há uma influência favorável da governança corporativa na RSC das empresas brasileiras. Isto significa que a adesão a boas práticas de governança corporativa, permitindo a estruturação de um robusto sistema de governança corporativa, parece ser capaz de ampliar a sensibilidade da empresa às questões socioambientais. O sistema de governança corporativa mostra-se apto a permitir uma melhor comunicação da empresa, não somente com acionistas, mas também com um coletivo mais amplo de *stakeholders* que, aparentemente, dispõem de melhores instrumentos através dos quais podem pressionar as empresas por demandas sócio ambientais.

A influência positiva da concentração de propriedade sobre a extensão da RSC das empresas brasileiras foi outro resultado relevante. O fato de grandes acionistas controladores costumarem ter uma perspectiva de longo prazo em sua posição acionária na empresa, ocupando usualmente posições de comando ou interferindo diretamente na escolha dos dirigentes da empresa, pode explicar este achado. Esta situação pode contribuir para que estes grandes acionistas queiram melhorar constantemente a imagem e reputação da empresa com vistas à criação de valor no médio e longo prazo. A RSC tem sido propagada como algo capaz

de conferir boa visibilidade à empresa e capaz de contribuir para a criação de valor da empresa.

O estudo permite ampliar o conhecimento sobre a dinâmica do relacionamento da governança corporativa e da estrutura de propriedade com a RSC de empresas de um país em desenvolvimento. A pesquisa viabiliza aprofundar o entendimento sobre a importância do melhor conjunto de práticas de governança corporativa no relacionamento da organização com os diversos *stakeholders*. O desenvolvimento de práticas de governança corporativa pode auxiliar as organizações no maior engajamento à RSC. Ainda, o estudo busca contribuir com a discussão sobre a relação principal-agente através da concentração de propriedade. A concentração de propriedade pode trazer respostas quanto ao nível de engajamento à RSC.

A pesquisa apresenta limitações que devem ser reconhecidas. A amostra do estudo pode ser considerada uma limitação, uma vez que foram selecionadas empresas apenas do contexto brasileiro que tiveram suas informações disponibilizadas pela CSRHub e que divulgaram Formulário de Referência, no período 2010-2018. No entanto, destaca-se a relevância da amostra, uma vez que são empresas que divulgaram informações no mesmo padrão, além de representarem um mercado em desenvolvimento. Dessa forma, para pesquisas futuras, sugere-se a ampliação da amostra, considerando países em diferentes contextos. Recomenda-se, ainda, o aprofundamento do relacionamento da estrutura de propriedade com a RSC, analisando a associação da natureza dos acionistas controladores com a extensão da RSC das empresas.

REFERÊNCIAS

- AGUILERA, R. V. et al. Connecting the dots: bringing external corporate governance into the corporate governance puzzle. **Academy of Management Annals**, v. 9, n. 1, p. 483–573, 2015.
- ALLEGRI, M.; GRECO, G. Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian listed companies. **Journal of Management and Governance**, v. 17, n. 1, p. 187–216, 2013.
- ASSENKA, M. P.; ALY, D.; HUSSAIN, K. The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, v. 18, n. 6, p. 1089–1106, 2018.
- BERLE, A.; MEANS, G. **The modern corporation e private property**. New Brunswick and London: Transaction Publishers, 1932.
- BEZERRA, P. C. S. et al. Estrutura de propriedade, conselho de administração e disclosure voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 11, n. 2, p. 25–46, 2015.
- BOUVAIN, P.; BAUMANN, C.; LUNDMARK, E. Corporate social responsibility in financial services. **International Journal of Back Marketing**, v. 31, n. 6, p. 420–439, 2013.
- BRANDÃO, I. F.; CRISÓSTOMO, V. L. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438–469, 2015.
- BYRON, K.; POST, C. Women on boards of directors and corporate social performance: a meta-analysis. **Corporate Governance: An International Review**, v. 24, n. 4, p. 428–442, 2016.
- CADBURY, S. A. The Corporate Governance Agenda. **Journal of Corporate Governance**, v. 8, n. 1, p. 7–15, 2000.
- CALZA, F.; PROFUMO, G.; TUTORE, I. Corporate ownership and environmental proactivity. **Business Strategy and the Environment**, v. 25, n. 6, p. 369–389, 2014.
- CARROLL, A. B. Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. **Business & Society**, v. 38, n. 3, p. 268–295, 1999.
- CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging Markets Review**, v. 15, p. 1–33, 2013.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS-CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Rio de Janeiro: CVM, 2002.
- CONNELLY, B. L. et al. Ownership as a form of corporate governance. **Journal of Management**

Studies, v. 47, n. 8, p. 1561–1589, 2010.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. Remuneração, composição do Conselho de Administração e estrutura de propriedade: evidências empíricas do mercado acionário brasileiro. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, v. 7, n. 1, p. 2-37, 2014.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, v. 19, n. 1, p. 120–140, 2019.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Large shareholders' power and the quality of corporate governance: an analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, v. 51, p. 101076, p. 1–15, 2020.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, J. W. Concentração de propriedade afeta a política de dividendos da empresa brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*, v. 7, n. 3, p. 1–22, 2016.

CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S. The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 17, n. 55, p. 987–1006, 2015.

CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S.; FREITAS, M. R. O. Determinants of corporate sustainability performance - evidence from Brazilian panel data. *Social Responsibility Journal*, 2019.

CRISÓSTOMO, V. L.; OLIVEIRA, M. R. Uma análise dos determinantes da responsabilidade social das empresas brasileiras. *Brazilian Business Review*, v. 13, n. 4, p. 75–97, 2016.

CSRHUB. **Sustainability management tools**: about CSRHub. Disponível em: <<https://esg.csrhub.com/about-csrhub>>. Acesso em: 12 fev. 2020.

FENG, Y.; CHEN, H. H.; TANG, J. The impacts of social responsibility and ownership structure on sustainable financial development of China's energy industry. *Sustainability*, v. 10, n. 2, p. 301, 2018.

FRAGA, J. B.; SILVA, V. A. B. Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. *Brazilian Business Review*, v. 9, p. 58–80, 2012.

FREEMAN, R. E.; WICKS, A. C.; PARMAR, B. Stakeholder theory and “the corporate objective revisited”. *Organization Science*, v. 15, n. 3, p. 364–369, 2004

FREITAS, M. R. O.; CRISÓSTOMO, V. L. Convergência entre índices de responsabilidade social corporativa: uma análise na empresa brasileira. In: ENCONTRO INTERNACIONAL SOBRE GESTÃO EMPRESARIAL E MEIO AMBIENTE, 21., 2019, São Paulo. *Anais...2019*. Disponível em: <<http://engemausp.submissao.com.br/21/arquivos/225.pdf>>. Acesso em: 20 fev. 2020.

GAMERSCHLAG, R.; MÖLLER, K.; VERBEETEN, F. Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, v. 5, n. 2, p. 233–262, 2011.

GALBREATH, J. Is board gender diversity linked to financial performance? The mediating mechanism of CSR. *Business and Society*, v. 57, n. 5, p. 863–889, 2018.

GARAS, S.; ELMASSAH, S. Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: the case of GCC countries. *Critical Perspectives on International Business*, v. 14, n. 1, p. 2–26, 2018.

GIANNARAKIS, G. Corporate governance and financial characteristic effects on the extent of corporate social responsibility disclosure. *Social Responsibility Journal*, v. 10, n. 4, p. 569–590, 2014.

GODOS-DÍEZ, J. L.; FERNÁNDEZ-GAGO, R.; CABEZA-GARCÍA, L. Propiedad y control en la puesta en práctica de la RSC. *Cuadernos de economía y dirección de la empresa*, v. 15, n. 1, p. 1-11, 2012.

GOERGEN, M.; RENNEBOOG, L. Investment policy, internal financing and ownership concentration in the UK. *Journal of Corporate Finance*, v. 7, n. 3, p. 257-284, 2001.

GOLDBERG, S. R.; DANKO, D.; KESSLER, L. L. Ownership structure, fraud, and corporate governance. *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, v. 27, n. 2, p. 39–46, 2015.

GOMPERS, P. A.; ISHII, J. L.; METRICK, A. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics*, v. 118, n. 1, p. 107-155, 2003.

HAMBRICK, D. C.; MASON, P. A. Upper echelons: the organization as a reflection of its top managers. *The Academy of Management Review*, v. 9, n. 2, p. 193–206, 1984.

HOLM, C.; SCHØLER, F. Reduction of asymmetric information through corporate governance mechanisms - The importance of ownership dispersion and exposure toward the international capital

market. **Corporate Governance: An International Review**, v. 18, n. 1, p. 32–47, 2010.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA-IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JAMALI, D.; KARAM, C. Corporate social responsibility in developing countries as an emerging field of study. **International Journal of Management Reviews**, v. 20, n. 1, p. 32–61, 2016.

JAMALI, D.; MIRSHAK, R. Corporate social responsibility (CSR): theory and practice in a developing country context. **Journal of Business Ethics**, v. 72, n. 3, p. 243–262, 2007.

JAMALI, D.; SAFIEDDINE, A. M.; RABBATH, M. Corporate governance and corporate social responsibility synergies and interrelationships. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 5, p. 443–459, 2008.

JAYA, S. M. A.; BAMBANG, P.; ENDANG, M. The effect of corporate governance mechanism, ownership structure, and external auditor toward corporate social responsibility disclosure with earning management as moderating variable. **Russian Journal of Agricultural and Socio-Economic Sciences**, v. 8, n. 68, p. 41–52, 2017.

JENSEN, C.; MECKLING, H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305–360, 1976.

JIZI, M. The influence of board composition on sustainable development disclosure. **Business Strategy and the Environment**, v. 26, n. 5, p. 640–655, 2017.

JIZI, M. I. et al. Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: evidence from the US banking sector. **Journal of Business Ethics**, v. 125, n. 4, p. 601–615, 2014.

JO, H.; HARJOTO, M. A. Corporate governance and firm value: the impact of corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, v. 103, n. 3, p. 351–383, 2011.

KUMAR, P.; ZATTONI, A. Ownership structure, corporate governance and firm performance. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 6, p. 469–471, 2015.

LA PORTA, R. et al. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 3–27, 2000.

LAGASIO, V.; CUCARI, N. Corporate governance and environmental social governance disclosure: a meta-analytical review. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 26, n. 4, p. 701–711, 2019.

LIAO, L.; LUO, L.; TANG, Q. Gender diversity, board independence, environmental committee and greenhouse gas disclosure. **The British Accounting Review**, v. 47, n. 4, p. 409–424, 2015.

LOURENÇO, I. C.; BRANCO, M. C. Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: the brazilian case. **Journal of Cleaner Production**, v. 57, p. 134–141, 2013.

MAIER, S. **How global is good governance?** London: Ethical Investment Research Services, 2005.

MÁRQUEZ, A.; FOMBRUN, C. J. Measuring Corporate Social Responsibility. **Corporate Reputation Review**, v. 7, n. 4, p. 304–308, 2005.

NEKHILI, M. et al. Gender-diverse board and the relevance of voluntary CSR reporting. **International Review of Financial Analysis**, v. 50, p. 81–100, 2017.

OH, W. Y.; CHANG, Y. K.; MARTYNOV, A. The effect of ownership structure on corporate social responsibility: empirical evidence from Korea. **Journal of Business Ethics**, v. 104, n. 2, p. 283–297, 2011.

PADGETT, R. C.; GALAN, J. I. The Effect of R&D Intensity on Corporate Social Responsibility. **Journal of Business Ethics**, v. 93, n. 3, p. 407–418, 2010.

PANIAGUA, J.; RIVELLES, R.; SAPENA, J. Corporate governance and financial performance: The role of ownership and board structure. **Journal of Business Research**, v. 89, p. 229–234, 2018.

PREVIDÊNCIA DOS FUNCIONÁRIOS DO BANCO DO BRASIL-PREVI. **Código PREVI de melhores práticas de governança corporativa**. 3. ed. Rio de Janeiro: PREVI, 2018.

REVERTE, C. Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by spanish listed firms. **Journal of Business Ethics**, v. 88, n. 2, p. 351–366, 2009.

SAITO, R.; SILVEIRA, A. D. M. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2008, p. 79–86, 2008.

SÁNCHEZ, J. L. F.; SOTORRÍO, L. L.; DÍEZ, E. B. The relationship between corporate governance and corporate social behavior: a structural equation model analysis. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 18, p. 91–101, 2011.

SCALET, S.; KELLY, T. F. CSR rating agencies: what is their global impact? **Journal of Business Ethics**, v. 94, n. 1, p. 69–88, 2010.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd. Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, n. 3, p. 1-29, 2008.

SOYTAS, M. A.; DENIZEL, M.; USAR, D. D. Addressing endogeneity in the causal relationship between sustainability and financial performance. **International Journal of Production Economics**, v. 210, p. 56–71, 2019.

SWANDARI, F.; SADIKIN, A. The effect of ownership structure, profitability, leverage, and firm size on corporate social responsibility (CSR). **Binus Business Review**, v. 7, n. 3, p. 315–320, 2016.

VIANA JUNIOR, D. B. C.; CRISÓSTOMO, V. L. Implicações da concentração de controle acionário sobre o disclosure socioambiental: evidências empíricas no Brasil. **Revista Brasileira de Gestao de Negocios**, v. 21, n. 5, p. 906–927, 2019.

VILLALONGA, B.; AMIT, R. How do family ownership, control and management affect firm value? **Journal of Financial Economics**, v. 80, n. 2, p. 385-417, 2006.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. Massachusetts: MIT Press, 2002.

YOUNG, M. N. et al. Corporate governance in emerging economies: a review of the principal–principal perspective. **Journal of Management Studies**, v. 45, n. 1, p. 196–220, 2008.

ZHUANG, Y.; CHANG, X.; LEE, Y. Board composition and corporate social responsibility performance: evidence from chinese public firms. **Sustainability**, v. 10, n. 2752, p. 1–12, 2018.

ZICARI, A. Sustainability indices in latin america: can financial markets push for CSR? **Corporate Social Responsibility and Corporate Governance**, v. 11, p. 3–20, 2017.