

Análise da relação entre responsabilidade social corporativa e governança corporativa na empresa brasileira

Analysis of the relationship between corporate social responsibility and corporate governance in the Brazilian firm

Vicente Lima Crisóstomo ¹, Victor Daniel Vasconcelos ², Célia Maria Braga Carneiro ³

O enfoque Stakeholder preconiza que as empresas devem adotar uma política de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) abrangendo a atenção a seu amplo espectro de stakeholders. Cada vez mais, empresas estão sendo mais demandadas por adequadas práticas socioambientais por seus stakeholders. A relevância dada à adoção de boas práticas de Governança Corporativa é vista como importante na relação entre empresa e mercado ao contribuir para um comportamento mais ético da empresa. Este comportamento mais ético pode se converter em melhor observância a bons princípios de conduta que podem contribuir para favorecer a RSC da empresa. Este trabalho objetiva avaliar o efeito da Governança Corporativa sobre a RSC da empresa brasileira. Para uma amostra de 1.965 observações anuais de 303 empresas listadas na B3 estimou-se modelos por regressão Logit e procedeu-se a testes de comparação de proporções. Os resultados mostram uma tendência de influência favorável da qualidade da governança corporativa sobre a RSC no Brasil. Este achado indica que uma melhor governança corporativa da empresa induz a mesma a um melhor padrão de RSC. A adoção de melhores práticas de governança corporativa parece ser, de fato, um fator que contribui para a implantação de uma melhor política de RSC. Isto significa que, ao atentar para a boa gestão, controle e comportamento ético, a empresa também está atentando para o melhor relacionamento com o seu amplo conjunto de stakeholders como também com meio ambiente.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Corporativa. Governança Corporativa. Brasil.

The Stakeholder framework proposes that firms should follow a policy for Corporate Social Responsibility (CSR) that comprises attention to all their stakeholders. Increasingly, firms are being more demanded for appropriate social and environmental practices by their stakeholders. The relevance given to the adoption of good corporate governance practices is seen as important in the relationship between the firm and the market given that it favors a more ethical behavior of the firm. This more ethical behavior may be converted into better compliance to good principles of conduct that may favor firm's CSR. This work aims to evaluate the effect of Corporate Governance on the CSR of Brazilian firm. For a sample of 1,965 firm-year observations from 303 companies listed in B3, Logit regression models were estimated and tests for the difference in proportions were performed. The results show a trend of favorable influence of the quality of corporate governance over CSR in Brazil. This finding indicates that better firm corporate governance leads to a better standard of CSR. The adoption of best corporate governance practices seems to be, in fact, a factor that contributes to the implementation of better CSR policy. It means that, when paying attention to good firm management, control and ethical behavior, the firm is also paying attention to the best relationship with its broad set stakeholders as well as the environment.

Keywords: Corporate Social Responsibility. Corporate Governance. Brazil.

¹ Professor da Universidade Federal do Ceará (UFC)

² Mestre em Administração e Controladoria pelo PPAC/Universidade Federal do Ceará (Bolsista da Fundação Cearense de Apoio ao Desenvolvimento Científico e Tecnológico). Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará.

³ Doutora em Gestão de Empresas pela Universidade de Coimbra/Portugal. Mestre em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP). Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará. Professora da Universidade Federal do Ceará (UFC).

Autor correspondente:

Vicente Lima Crisóstomo ¹

E-mail: vlc@ufc.br

Endereço: Departamento de Contabilidade/Faculdade de Economia/Universidade Federal do Ceará. Av. da Universidade, 2486. CEP 60.020-180. Fortaleza/Ceará/Brasil

Declaração de Interesses: Os autores certificam que não possuem implicação comercial ou associativa que represente conflito de interesses em relação ao manuscrito.

INTRODUÇÃO

Atualmente, o mercado de capitais tem sinalizado que valoriza duas questões importantes que parecem estar sendo incorporadas pelas organizações em sua gestão e pensamento estratégico: Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e a Governança Corporativa (GC). A RSC evoluiu a partir da filantropia até incorporar um elenco de preocupações na relação da empresa com seu conjunto de stakeholders e o meio ambiente. No Brasil, desde a Carta de Princípios dos Dirigentes Cristãos de Empresas, elaborada pela Associação de Dirigentes Cristãos de Empresas do Brasil (ADCE Brasil), em 1965, a questão foi levantada obtendo-se avanços com a Constituição de 1988 e com a política nacional de meio ambiente. A Lei nº 6.404/1976 foi importante instrumento para o desenvolvimento do mercado de capitais nas empresas brasileiras, juntamente com a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em 1976. Em 1995 foi criado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) que reunia academia e mercado visando aprimorar a governança corporativa da empresa brasileira.

A RSC pode ser vista como o compromisso com o comportamento ético na relação da entidade com os diversos stakeholders e o meio ambiente (CARROLL, 2015; COL; PATEL, 2019; HOLME; WATTS, 1999). A adoção de princípios de RSC ajuda as empresas a reconhecerem suas responsabilidades, explicando o impacto para suas partes interessadas e fazendo com que se comportem de maneira apropriada nessa questão (CONTINI; ANNUNZIATA; RIZZI; FREY, 2020). O envolvimento em atividades de RSC concretiza-se em ações através das quais as empresas atendem às expectativas de suas partes interessadas, como funcionários, clientes, ONGs, mídia e comunidades em que operam (BUERTEY; SUN; LEE; HWANG, 2020). A crescente exigência de Responsabilidade Socioambiental tem levado as empresas a divulgarem mais estas ações objetivando legitimar-se perante a sociedade e obter ganhos em reputação e confiabilidade (BHARDWAJ; CHATTERJEE; DEMIR; TURUT, 2018; PFAU; HAIGH; SIMS; WIGLEY, 2008). Este processo tem motivado empresas a buscarem avanços em práticas de RSC em um ambiente competitivo (NEWMAN; RAND; TARP; TRIFKOVIC, 2020).

A Governança Corporativa é um sistema composto por um conjunto de práticas adotadas com o intuito de minimizar o risco de desvio de conduta (risco moral) da direção da empresa, garantindo seu melhor desempenho e continuidade. No mundo inteiro tem havido uma crescente preocupação das empresas com a elevação do nível de qualidade da Governança Corporativa (CLAESSENS; YURTOGLU, 2013; GARCÍA-SÁNCHEZ; HUSSAIN; KHAN; MARTÍNEZ-FERRERO; MADANOGLU; KIZILDAG; OZDEMIR, 2018). O aprimoramento do sistema de Governança Corporativa está alinhado à decisão da empresa em ter alto padrão de compliance com as normas legais e recomendações de boas práticas e formas de conduta, visando diminuir casos de má conduta empresarial, garantindo transparência e divulgação de documentos das empresas (PILLAI; AL-MALKAWI, 2018). Ressalta-se que pela importância da governança corporativa para os investidores, empresas e instituições regulatórias tendem a adotar boas práticas de governança corporativa que vão permitir a preservação dos direitos dos acionistas (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019).

O enfoque Stakeholder preconiza que o desenvolvimento de ações de responsabilidade social permite uma maior interação com stakeholders com possíveis reflexos positivos no desempenho organizacional (DONALDSON; PRESTON, 1995; FREEMAN; WICKS; PARMAR, 2004; JONES, 1995). Assim, a Teoria Stakeholder estimula as empresas a ter atividades de RSC que abranjam um amplo espectro de partes interessadas (JAMALI; SAFIEDDINE; RABBATH, 2008), indicando que as operações empresariais são cada vez mais inseparáveis das partes interessadas da empresa (BAAH

et al., 2021). Boas práticas de governança corporativa são também importantes neste processo, no sentido de permitir melhor equilíbrio entre os interesses de stakeholders (MASON; SIMMONS, 2014).

Com o intuito de contribuir para a pesquisa sobre a relação entre a Governança Corporativa e a Responsabilidade Social Corporativa nas empresas brasileiras, o presente estudo pretende responder ao seguinte questionamento: Qual a relação entre os mecanismos de Governança Corporativa e as práticas de Responsabilidade Social Corporativa nas empresas brasileiras? Para responder à pergunta de pesquisa, o estudo tem como objetivo analisar a relação entre a Governança Corporativa e a Responsabilidade Social Corporativa nas empresas brasileiras.

Algumas contribuições do trabalho podem ser consideradas. O estudo apresenta evidência acerca da relação entre RSC e governança corporativa no contexto do Brasil, um país de economia emergente, que utiliza a governança corporativa como um dispositivo que sinaliza a preocupação com acionistas minoritários, e, que é caracterizado pela fraca proteção legal aos acionistas minoritários e credores (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; LOZANO; LÓPEZ-ITURRIAGA; BRAZ-BEZERRA, 2021). O estudo pode também ajudar no entendimento de outros países de economia emergente com características institucionais similares. Também se pode mencionar a utilização de métricas de RSC e governança corporativa baseadas em indicadores de mercado propostas por relevantes instituições de mercado, o ISE e os Níveis Diferenciados da B3.

O restante desta pesquisa está estruturado da seguinte maneira: a seção 2 aborda o tema RSC, governança corporativa e a relação entre os temas, a seção 3 descreve a metodologia empregada no estudo, a seção 4 apresenta e discute os resultados encontrados e a seção 5 conclui o trabalho apresentando considerações finais e perspectivas de trabalho à continuação deste.

FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Responsabilidade Social Corporativa

O enfoque financeiro tradicional destaca que a empresa deve ter como objetivo principal a maximização de lucros. No entanto, no atual ambiente econômico, a empresa está sendo chamada a ter como objetivo também a boa relação com o conjunto de seus stakeholders e com o meio ambiente (HONG, 2020). A ideia de que o envolvimento em atividades de RSC produz benefícios não apenas para sociedade em geral, mas também para empresas e suas partes interessadas tornou-se muito comum entre os gestores das empresas (GANGI; MELES; MONFERRÀ; MUSTILLI, 2020). Nesta linha, o investimento responsável vem ganhando popularidade a nível global pelo fato do objetivo da empresa estar passando da criação do valor para os acionistas para uma visão mais ampla voltada para todo o seu espectro de stakeholders. Com essa possível mudança de paradigma, as decisões de investimento passam também a demandar informações confiáveis sobre a política de Responsabilidade Social Corporativa da empresa (GARCÍA-SÁNCHEZ; HUSSAIN; KHAN; MARTÍNEZ-FERRERO, forthcoming).

O papel dos stakeholders na tomada de decisão ganha cada vez mais importância, com os gerentes organizacionais acreditando que é necessário um equilíbrio de interesses de todas as partes interessadas (FRITZ; RAUTER; BAUMGARTNER; DENTCHEV, 2018; GOOYERT; ROUWETTE; VAN KRANENBURG; FREEMAN, 2017). Ao realizar atividades de RSC, as empresas devem atender às expectativas dos seus stakeholders, tais como acionistas, governos e fornecedores, escolhendo a melhor estratégia para lidar com a demanda de todos esses grupos (ARENA; AZZONE; MAPELLI, 2019; CAMPOS; GRANGEL, 2018). Nessa perspectiva, as empresas buscam adotar uma estratégia racional e pragmática com relação às expectativas de seus diversos stakeholders na tentativa de manter um pacto social com eles (OYEWUMI; OGUNMERU; OBOH, 2018; RAJ; KUZNETSOV; ARUN; KUZNETSOVA, 2019). Neste contexto, a divulgação de políticas e de ações práticas de RSC passa a

ser um importante instrumento de transmissão de informação ao público em geral e de busca de ganho de imagem, de reputação e até mesmo de vantagem competitiva por parte da empresa (JAMALI; SAFIEDDINE; RABBATH, 2008; MAQBOOL; ZAMEER, 2018), o que indica certa tendência de orientação empresarial a uma maior responsabilidade social e ambiental (SHAD; SARFRAZ; IVASCU, 2021).

Avaliação da RSC e o ISE

A crescente exigência social e ambiental sobre as empresas suscitou a criação de instrumentos de avaliação da Responsabilidade Social Corporativa, o que resultou em distintas propostas de métricas de avaliação (CHIH; CHIH; CHEN, 2010; STATMAN, 2006). Neste contexto estão os índices de sustentabilidade de mercado como o índice de Sustentabilidade Dow Jones (DJSI) da bolsa de valores de Nova Iorque; o FTSE-4good, da bolsa de valores de Londres; o índice de Johannesburgo, na África do Sul; e o Índice de Sustentabilidade Corporativa (ISE), da Bolsa de Valores de São Paulo, atual B3, criado em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). O ISE avalia o desempenho da RSC de empresas brasileiras através da composição de uma carteira com até 40 empresas (MACHADO; MACHADO; CORRAR, 2009; REZENDE; NUNES; PORTELA, 2008).

O ISE busca criar um ambiente que tenha compatibilidade com as demandas de desenvolvimento sustentável da sociedade contemporânea e estimula a responsabilidade ética nos negócios (PEREIRA; DA SILVA; REINA; REINA et al., 2018; RICARDO; BARCELLOS; BORTOLON, 2017). O ISE contempla também objetivos de mercado, explicitando como missão o apoio aos investidores nas suas decisões de investimento, que podem levar em conta também a RSC da empresa, e, ao mesmo tempo, motivando as empresas a adotarem as melhores práticas de sustentabilidade empresarial, apresentando como fundamentos: a transparência, o diálogo com as partes interessadas, o aperfeiçoamento contínuo do escopo e do processo e a autonomia financeira, metodológica e decisória (ISE, 2018). O questionário ISE tem aproximadamente 180 questões, agrupadas em sete (7) dimensões (CRISÓSTOMO; CARNEIRO; GOMES, 2018): geral, natureza do produto, governança corporativa, mudanças climáticas, ambiental, econômico-financeira, social.

Governança Corporativa

A segregação entre propriedade e gestão da empresa provocou os conflitos de interesses entre acionistas e gestores, com reflexo em credores e mercado. A Governança Corporativa surge como instrumento para minimizar estes conflitos (BUENO; NASCIMENTO; LANA; GAMA et al., 2018; CRISÓSTOMO; MELO JÚNIOR, 2015; GUIMARAES; LEAL; WANKE; MOREY, 2019; MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006). A governança corporativa inclui um conjunto de regras, mecanismos e estruturas, dentro e fora da empresa, que visam proteger os interesses dos acionistas através do alinhamento de seus interesses com os dos gestores (BUERTEY; SUN; LEE; HWANG, 2020). Assim, a Governança Corporativa está relacionada ao modo com que os interesses das empresas devem ser administrados e executados, envolvendo aspectos, tais como: ética nos negócios, direitos humanos, suborno, corrupção e mudanças climáticas (ELKINGTON, 2006).

A importância da Governança Corporativa para os investidores suscitou esforços de empresas e instituições reguladoras na tentativa de criar sistemas de Governança Corporativa que tentem garantir os direitos dos detentores de ações (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019). A governança corporativa surgiu para lidar com os interesses dos acionistas e com o tempo foi aprimorando-se e as organizações foram incentivadas a promover ética, justiça e responsabilidade em suas relações. Sugere-se que empresas com melhores práticas de Governança Corporativa obtêm benefícios econômicos, que são traduzidos em uma melhor eficiência operacional, mais acesso ao capital para financiamento, melhor imagem pública e aumento do valor da empresa (JAMALI; SAFIEDDINE; RABBATH, 2008; PILLAI; AL-MALKAWI, 2018; TAVARES; PENEDO, 2018).

O relacionamento acionista-gerente pode ser representado principalmente por uma função de monitoramento que busca alinhar interesses entre ambas as partes, utilizando um contrato que, em equilíbrio, pode servir para maximizar a utilidade de ambos (ESQUEDA; O'CONNOR, 2020). De acordo com a Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), a Governança Corporativa pode ser conceituada, como um sistema composto por um conjunto de regras, políticas e procedimentos que visam reduzir os conflitos e custos de agência causados pela assimetria de informação entre os acionistas e a gestão da empresa (LI; LI; LIU; WANG et al., 2017; PINHEIRO; VASCONCELOS; LUCA; CRISÓSTOMO, 2017). Quanto à assimetria de informações, a qualidade e a transparência dos relatórios contábeis publicados pelas organizações contribuem para diminuir a assimetria informacional, e reduzir os conflitos de interesses existentes (SILVA; TAKAMATSU; AVELINO, 2017).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), criado em 1995, objetiva desenvolver melhores práticas de Governança Corporativa no Brasil. Desde 1999, o IBGC utiliza o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa, que lida com transparência de informações, ética, controle, monitoramento e princípios básicos de boa governança (BUENO; NASCIMENTO; LANA; GAMA et al., 2018). As práticas adotadas nos códigos de Governança Corporativa objetivam melhorar a confiança nas organizações, traduzidas em confiabilidade e transparência das informações, tanto internamente, quanto nas relações com terceiros, considerando princípios de Governança Corporativa, como: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (IBGC, 2015).

Em 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (atual B3) criou os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), tendo como requisito para a adesão o cumprimento de boas práticas de Governança Corporativa: maior número de ações com poder de voto, menor concentração acionária, instalação de comitê de auditoria, tamanho mínimo do Conselho de Administração, entre outras (CATAPAN; CHEROBIM, 2011; NARDI; NAKAO, 2009). Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa têm inspiração na experiência alemã (Neuer Market), sendo uma tentativa de ser um segmento de mercado ocupado por empresas que adotem voluntariamente um importante conjunto de práticas complementares de Governança Corporativa (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012). Assim, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa possibilitaram a criação de uma lista de empresas com padrões mais robustos de Governança Corporativa (GUIMARAES; LEAL; WANKE; MOREY, 2019).

A adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa é voluntária. A empresa que adere às condições para listagem em tais segmentos espera alcançar alguns benefícios, como: maior liquidez de ações, maior confiabilidade junto aos investidores, melhoria na imagem institucional, entre outros (NARDI; NAKAO, 2009). O segmento Novo Mercado exige a implementação de algumas práticas adicionais de governança como, por exemplo: instalação do comitê de auditoria, alta proporção de ações em circulação das empresas (freefloat), somente ações com direito a voto; instalação de área de auditoria interna (JUNQUEIRA; SOARES; BRESSAN; BERTUCCI, 2017).

A relação entre a Governança Corporativa e a Responsabilidade Social Corporativa

O entendimento da relação entre a Responsabilidade Social Corporativa e a Governança Corporativa nas empresas brasileiras é um tema relevante para pesquisas, haja vista os momentos sócio-políticos e econômicos vividos pelo mundo desde 1980, que afetam a percepção das empresas e dos stakeholders sobre RSC. Até 2000, houve uma ascensão do tema Responsabilidade Social e Ambiental nos organismos internacionais, políticos e empresariais. A partir de 2001 iniciou-se uma estagnação nos principais instrumentos de acompanhamento (Agenda 21 e Protocolo de Kyoto) da Responsabilidade Social e Ambiental (RSA) mundial e nacional, que foi intensificada pela crise de 2008.

Um sistema de governança corporativa deve ser capaz de fomentar mais elevados padrões de conformidade da empresa a adequadas normas de conduta nacionais e internacionais o que envolve o comportamento ético frente ao conjunto de stakeholders como também a mais alta divulgação sobre políticas adotadas e ações realizadas em todas as dimensões da empresa, inclusive com relação à responsabilidade social (PARENTE; MACHADO FILHO, 2016). A adoção de mecanismos de Governança Corporativa pode melhor equilibrar os interesses dos acionistas e das demais partes interessadas, com uma abordagem sistêmica beneficiando os stakeholders das organizações, que vão ter uma maior perspectiva de serem ouvidos pelos gestores organizacionais (MASON; SIMMONS, 2014). Os mecanismos de governança corporativa devem ser projetados com o objetivo de garantir as demandas informacionais das partes interessadas (AMORELLI; GARCÍA-SÁNCHEZ, 2020), além de reduzir o conflito de agência entre acionistas e gestores (CORREIA; AMARAL; LOUVET, 2017; SCHÄUBLE, 2019), diminuindo comportamento egoísta dos gestores e decisões corporativas ineficientes (LU; WANG, 2021).

O fortalecimento do sistema de Governança Corporativa dá-se à medida em que a empresa decide elevar seu nível de compliance com as legítimas demandas sociais sobre ela. Assim, a empresa busca intensificar a observância às normas legais e a incorporação de relevantes recomendações opcionais de boas práticas de governança corporativa bem como formas de conduta que contribuem para a boa conduta da empresa, garantindo um melhor relacionamento entre propriedade, gestão, todos os demais stakeholders da empresa, e com o meio ambiente (PILLAI; AL-MALKAWI, 2018). Um requisito para um planejamento de governança corporativa é a implementação de metas sustentáveis o que requer medidas estruturais na empresa (NACITI, 2019). Este planejamento e estas mudanças conduzem a empresa que está preocupada com a qualidade de seu sistema de governança corporativa a buscar também um mais elevado nível de preocupação com o relacionamento com o conjunto de seus stakeholders. Desta forma, é plausível conjecturar-se que um melhor conjunto de práticas de governança corporativa pode ser um fator que contribui para incrementar a política de Responsabilidade Social da empresa. De fato, alguns estudos encontraram resultados que indicam o efeito positivo de boas práticas de governança corporativa sobre a RSC, como por exemplo: a independência do Conselho de Administração (HUSSAIN; RIGONI; ORIJ, 2018; JO; HARJOTO, 2011; KHAN; MUTTAKIN; SIDDIQUI, 2013), o tamanho do Conselho de Administração (JOUINI; AJINA; DERBALI, 2018; KAYMAK; BEKTAS, 2017; SHAHAB; YE, 2018), a presença de Comitê de RSC (ADNAN; HAY; VAN STADEN, 2018), a não dualidade CEO/Chairman (HUSSAIN; RIGONI; ORIJ, 2018; JO; HARJOTO, 2011), a presença de mulheres no Conselho de Administração (HUSSAIN; RIGONI; ORIJ, 2018), a implantação do Comitê de Auditoria (HUSSAIN; RIGONI; ORIJ, 2018; KHAN; MUTTAKIN; SIDDIQUI, 2013; SAID; ZAINUDDIN; HARON, 2009).

Esta argumentação suporta a proposição de que há um efeito positivo de boas práticas de Governança Corporativa sobre a política Responsabilidade Social Corporativa, em função da natural melhor observância e compliance a recomendações éticas e adoção de boas práticas, que já encontra amparo em evidência empírica prévia em diferentes mercados e considerando distintas práticas de Governança Corporativa motiva a proposição de hipótese neste sentido, no Brasil, como a seguir explicitada:

Hipótese: A adoção de boas práticas de Governança Corporativa tem um efeito positivo sobre as atividades de Responsabilidade Social Corporativa.

MATERIAL E MÉTODO

Quanto ao objetivo do estudo, esta pesquisa classifica-se como descritiva, pois visa analisar o comportamento de RSC e GC das empresas brasileiras listadas na B³ e estudar a relação entre RSC e GC na amostra pesquisada (COLLIS; HUSSEY, 2005). Quanto à natureza, a pesquisa é classificada como quantitativa por utilizar inferência estatística (COLLIS; HUSSEY, 2005). A coleta de dados foi realizada na base de dados da Economática e da B³, e nos formulários de referência; e a análise de dados foi realizada com o uso de estatística descritiva, testes de comparação de proporções, e estimação de modelos por regressão Logit.

Definição da amostra

A amostra da pesquisa compreende 303 empresas listadas na B³ (Brasil, Bolsa, Balcão) com 1.965 observações coletadas no período de 2006 a 2015. Os dados financeiros foram obtidos no banco de dados da Economática®. A Tabela 1 contém a distribuição setorial da amostra, cuja classificação foi obtida no sistema Economática®. A diversidade setorial das empresas da amostra é importante para a análise da empresa brasileira.

Tabela 1 - Distribuição setorial das empresas da amostra

Setor	Nº. de observações	%
Agronomia e pesca	37	1,88
Alimentos e bebida	138	7,02
Comércio	110	5,60
Construção	190	9,67
Eletroeletrônico	42	2,14
Energia Elétrica	273	13,89
Minerais e não metálicos	25	1,27
Mineração	26	1,32
Máquinas industriais	28	1,42
Papel e Celulose	48	2,44
Petróleo e Gás	34	1,73
Química	95	4,83
Siderurgia	156	7,94
Software e Dados	29	1,48
Telecomunicações	50	2,54
Têxtil	136	6,92
Transportes e Serviços	88	4,48
Veículos e peças	91	4,63
Outros	369	18,78
Total	1.965	100

Fonte: Elaborada pelos autores.

Modelo econométrico

O nível de Responsabilidade Social Corporativa da empresa brasileira tem aumentado ao longo do tempo, influenciando os investimentos socialmente responsáveis, bem como consumidores, ativistas e potenciais colaboradores (CHATTERJI; LEVINE; TOFFEL, 2009; MÁRQUEZ; FOMBRUN, 2005). Apesar do crescimento, a mensuração da Responsabilidade Social Corporativa ainda é um problema, em decorrência da variedade de métricas para medir atividades sociais corporativas, da diversidade dos indicadores e dos objetivos das partes interessadas, que dificulta a uniformização de uma medida

que satisfaça a todos os stakeholders (GARCÍA-MARTÍNEZ; GUIJARRO; POYATOS, 2019; RAGHUBIR; ROBERTS; LEMON; WINER, 2010; SZÉKELY; KNIRSCH, 2005; TURKER, 2009). Índices de mercado que avaliam responsabilidade socioambiental da empresa têm sido adotados como proxies para a avaliação da Responsabilidade Social Corporativa considerando que estes índices são capazes de transmitir ao mercado a relevância dada à questão da RSC pela empresa (ORLITZKY; SCHMIDT; RYNES, 2003; STATMAN, 2006).

A Equação 1 apresenta o modelo que relaciona as atividades de Responsabilidade Social Corporativa e boas práticas de Governança Corporativa.

$$RSC_i, t = \beta_0 + \beta_1 GC_i, t + \beta_2 ROA + \beta_3 ENDiv_i, t + \beta_4 OPCR + \beta_5 TAM_i, t + \epsilon \quad (1)$$

RSC significa o nível de Responsabilidade Social da empresa que é aproximado pela presença da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) em um determinado ano. GC refere-se à qualidade do sistema de governança corporativa que é aproximada pela presença nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3 em um determinado ano.

A variável RSC é uma dummy que tem valor 1 caso a empresa esteja presente no índice ISE no ano observado, e 0 em caso contrário. Para participar do ISE a empresa deve estar entre as 200 ações com mais alta liquidez na B3, sendo o índice composto por até 40 empresas, vigorando a carteira de Janeiro a Dezembro de cada ano (B3, 2017). Estudos anteriores utilizaram a presença no ISE como indicativo de mais elevado grau de preocupação com a Responsabilidade Social Corporativa das empresas brasileiras (CRISÓSTOMO; OLIVEIRA, 2016; FÁVERO, 2017; FREGUETE; NOSSA; FUNCHAL, 2015; MACHADO; SILVA MACEDO; MACHADO; DE SIQUEIRA, 2012; NUNES; TEIXEIRA; NOSSA; GALDI, 2010). A proposta é que empresas participantes do ISE apresentam uma maior preocupação com as demandas da sociedade contemporânea como forma de ter uma melhor relação com as demais partes interessadas. Assim, considera-se a presença no ISE um indicativo de que a empresa tem um mais elevado nível de preocupação com questões de Responsabilidade Social Corporativa.

A variável GC é uma dummy que tem valor 1, caso a empresa esteja em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa B3 no ano, e 0 em caso contrário. Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa surgiram no ano de 2001 e os padrões de governança corporativa diferem por segmento de listagem. Cada um desses segmentos de listagem está disponível para empresas que chegam ao mercado pela primeira vez ou empresas já listadas que buscam migrar para um segmento mais avançado de listagem (ESQUEDA; O'CONNOR, 2020). Os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa surgiram no período em que foi percebido, que para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era necessário ter segmentos adequados para diferentes tipos de perfis das empresas (B3, 2018). Para estar listada em um Nível Diferenciado de Governança Corporativa a empresa deve voluntariamente adotar um conjunto de boas práticas específicas de Governança Corporativa (B3, 2018). No segmento Nível 1 são listadas empresas que devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso a informação pelos investidores, divulgando mais informações adicionais do que aquelas exigidas por lei. Por exemplo, para ser listada no Nível 1, a empresa deve se comprometer a manter 25% de suas ações no mercado (freefloat) (B3, 2018). No segmento Nível 2, por exemplo, exige-se tag along de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador em caso de venda do controle da empresa o que assegura aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido aos acionistas controladores (B3, 2018). O segmento Novo Mercado conduz as empresas ao maior padrão de Governança Corporativa. As empresas deste segmento, além

de terem que adotar as práticas requeridas para os segmentos Nível 1 e Nível 2 só podem emitir ações com direito de voto (B3, 2018).

O modelo também é controlado por importantes fatores que a literatura tem apontado como capazes de influenciar o grau de RSC da empresa: rentabilidade, endividamento e tamanho da empresa. A rentabilidade tem sido vista como favorável às ações de RSC por indicar mais disponibilidade de fluxo de caixa para tais empreendimentos. A rentabilidade da empresa é medida pelo ROA (Retorno sobre o Ativo) obtendo-se pela relação entre lucro líquido e o ativo total como usual na literatura (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; GRAS-GIL; MANZANO; FERNÁNDEZ, 2016; WANDROSKI; CONTANI; FERREIRA; REED, 2017). O endividamento da empresa tem sido proposto como fator constrangedor das ações de RSC uma vez que o serviço da dívida é consumidor de fluxo de caixa, e assim, contribui para reduzir a disponibilidade do mesmo para tais ações. O endividamento (ENDIV) é aproximado pela relação entre a dívida total da empresa e seu ativo total (BRANDÃO; CRISÓSTOMO, 2015; KAVESKI; DEGENHART; FERNANDES; FARIA et al., 2016). Sobre as oportunidades de crescimento (OPCR) há argumentos sugerindo que estas são muito próximas do processo de inovação da empresa e que ambos são favoráveis ao sistema de produção da empresa uma vez que inovação sinaliza otimização no consumo de recursos de toda ordem o que tem efeito positivo na relação com o meio ambiente. Esta realidade pode levar a melhor sustentabilidade da empresa (LOURENÇO; CASTELO BRANCO, 2013). Além disto, oportunidades de crescimento da empresa têm sido consideradas como relacionadas com RSC pelo fato da empresa ver na RSC um instrumento de sinalização ao mercado que é sustentável e assim facilitar seu acesso ao financiamento externo. As oportunidades de crescimento (OPCR) são aproximadas pelo q de Tobin, calculado como a razão entre a soma do valor de mercado da empresa e dívida, e o valor contábil da empresa como usual na literatura (MOYEN, 2004; VILLALONGA; AMIT, 2006). O tamanho da empresa (TAM) é aproximado pelo logaritmo dos ativos totais como usualmente feito na literatura.

RESULTADOS E DISCUSSÃO

A Tabela 2 apresenta a proporção de observações anuais de empresa com relação à presença ou não na carteira do ISE. Observa-se uma maior proporção de empresas (88,45%) que não fazem parte da carteira do ISE. Isto pode ser explicado pela carteira ISE ter um número máximo de empresas participantes a cada ano.

Tabela 2 - Proporção de observações quanto à presença ou não na carteira do ISE

	N	%
Não presença no ISE	1746	88,85
Presença no ISE	219	11,15

Fonte: Dados da pesquisa.

Na Tabela 3, exibe-se a proporção de observações anuais de empresas em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Verifica-se que a maior parte das empresas está em algum Nível Diferenciado de Governança Corporativa, ou seja, com melhores práticas de Governança Corporativa. Isto indica um importante crescimento do interesse das empresas pela adoção de melhores padrões de governança corporativa o que é muito positivo. O número de empresas em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa em determinado ano não tem um limite especificado, ao mesmo tempo em que é positivo para a empresa sinalizar ao mercado a adoção de um conjunto de boas práticas de Governança Corporativa o que explica esta alta proporção de adesão a Níveis Diferenciados de negociação BOVESPA (B3).

Tabela 3 - Proporção de observações anuais de empresas quanto à presença em Nível Diferenciado de Governança Corporativa

	N	%
Não presença em Nível Diferenciado	875	44,53
Presença em Nível Diferenciado	1090	55,47

Fonte: Dados da pesquisa.

Foi realizada uma comparação entre as proporções de observações anuais de empresas presentes no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e aquela referente à presença em segmentos diferenciados de governança corporativa (NDGC) com o intuito de avaliar uma possível associação entre a busca por melhores práticas de governança corporativa e um mais elevado nível de preocupação com questões socioambientais, aproximado pela presença no ISE. Sendo assim, foi feito o teste qui-quadrado para comparação de proporções considerando a frequência de observações correspondentes à presença no ISE e à presença anual de empresas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, com a hipótese nula sugerindo equilíbrio entre estas proporções. A Tabela 4 apresenta os resultados do teste para diferença de proporções entre a presença de empresas no ISE e nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Pode-se observar que há uma associação significativa entre a presença no ISE e presença nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (valor $p = 0,000$).

Tabela 4 - Teste de diferença de proporção de empresas presentes no ISE e presentes em Nível Diferenciado de Governança Corporativa

Presença no ISE	Presença em NDGC		
	Não	Sim	Total
Não	838	908	1746
Proporção na "linha"	48,00	52,00	100,00
Proporção na "coluna"	95,77	83,30	88,85
Proporção na "célula"	42,65	46,21	88,85
Sim	37	182	219
Proporção na "linha"	16,89	83,11	100,00
Proporção na "coluna"	4,23	16,70	11,15
Proporção na "célula"	1,88	9,26	11,15
Total	875	1,090	1965
Proporção na "linha"	44,53	55,47	100,00
Proporção na "coluna"	100,00	100,00	100,00
Proporção na "célula"	44,53	55,47	100,00
Pearson chi 2(1)	76,199		
Valor p	0,000		

Nota: Proporção na "linha", proporção de empresas que estão ou não na carteira ISE com a presença ou não nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Proporção na "coluna", proporção de empresas do ISE e proporção de empresas dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Proporção na "célula", proporção de empresas que estão no ISE e proporção de empresas que estão nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa em relação ao total de observações.

Os resultados da Tabela 4 sinalizam que a presença da empresa no ISE e o fato dela ser listada em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa apresentam alguma associação uma vez que as

proporções não estão equilibradas (valor-p = 0,000). A maior discrepância de proporções está no grupo de empresas listadas no ISE. Destas, somente 16,89% estão listadas no mercado tradicional enquanto uma proporção bem superior, 83,11%, está presente em Níveis Diferenciados de negociação B3. Este resultado é um indicativo forte de que empresas de segmentos diferenciados B3 tendem a estar mais frequentemente presentes no ISE.

O Novo Mercado é o mais exigente dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, criando um padrão de Governança Corporativa diferenciado, com exigência de adoção de melhores práticas de Governança Corporativa, como: o capital social deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto, instalação de área de auditoria interna, comitê de auditoria, divulgação simultânea em inglês e português dos fatos relevantes, entre outras práticas (B3, 2018). Realizou-se um teste qui-quadrado de diferença de proporções considerando presença no ISE e a presença no segmento Novo Mercado especificamente.

A Tabela 5 apresenta os resultados dos testes de diferença de proporções entre a variável presença no ISE e presença no Nível Diferenciado Novo Mercado. Percebe-se uma diferença entre a proporção de empresas presentes no ISE e presentes no Nível Diferenciado Novo Mercado, indicando uma associação significativa (valor-p = 0,035) entre grupos, ou seja, presença no ISE é associada com presença no Novo Mercado e vice-versa.

Tabela 5 - Teste de comparação de proporção entre presença da empresa no ISE e no segmento diferenciado Novo Mercado da B3

Presença no ISE	Presença no Novo Mercado		
	Não	Sim	Total
Não	1085	661	1746
Proporção na "linha"	62,14	37,86	100,00
Proporção na "coluna"	90,04	86,97	88,85
Proporção na "célula"	55,22	33,64	88,85
Sim	120	99	219
Proporção na "linha"	54,79	45,21	100,00
Proporção na "coluna"	9,96	13,03	11,15
Proporção na "célula"	6,11	5,04	11,15
Total	1,205	760	1965
Proporção na "linha"	61,32	38,68	100,00
Proporção na "coluna"	100,00	100,00	100,00
Proporção na "célula"	61,32	38,68	100,00
Pearson chi 2(1)	4,4293		
Valor p	0,035		

Nota: Proporção na "linha", proporção de empresas que estão ou não na carteira ISE com a presença ou não no segmento Novo Mercado. Proporção na "coluna", proporção de empresas do ISE e proporção de empresas no segmento Novo Mercado. Proporção na "célula", proporção de empresas que estão no ISE e proporção de empresas que estão no segmento Novo Mercado em relação ao total de observações.

Observa-se que há uma mais elevada proporção de empresas que não figuram no ISE e não figuram no novo mercado (62,14%) indicando que empresas que não logram listagem no ISE são, na maioria, empresas que também não assumem o compromisso da adoção das boas práticas de governança corporativa exigidas pelo segmento novo mercado. Das empresas não presentes no Novo Mercado, 90,04% não logram figurar no ISE, contra somente 9,96% que o conseguem.

A Tabela 6 apresenta a estimação do modelo econométrico (1) que estima o efeito de fatores explicativos da presença da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Observa-se que a presença da empresa em Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (D_NDGC) contribui para incrementar a probabilidade de que a empresa esteja presente no ISE (RSC) em um determinado ano (Tabela 6, Modelo 1). Este efeito positivo também é verificado para o fato de a empresa aderir às práticas exigidas pelo segmento Novo Mercado (D_NM) (Tabela 6, Modelo 2). Este resultado ampara a proposição da hipótese de pesquisa que propõe um efeito positivo da adoção de melhores práticas de Governança Corporativa, aproximado pela presença em segmentos diferenciados B3, sobre o grau de preocupação das empresas com questões socioambientais. Este achado indica que, de fato, boas práticas de Governança Corporativa influenciam, ou estimulam, as empresas a terem um mais elevado padrão de preocupação com o empreendimento de ações de Responsabilidade Social Corporativa, atendendo às demandas de suas partes interessadas (stakeholders). Esta maior atenção a questões sociais e de sustentabilidade pode ter motivações associadas ao processo de legitimação da empresa perante a sociedade, conforme sugerido pela Teoria da Legitimidade. Pode-se considerar que a maior propensão da empresa à adoção de boas práticas de governança corporativa, historicamente associadas à gestão da empresa e defesa dos direitos do stakeholder acionista (Teoria da Agência), é capaz de impulsionar a preocupação da empresa com um mais amplo espectro de stakeholders. Esta maior preocupação com um mais amplo espectro de stakeholders é preconizada pela Teoria Stakeholder.

Tabela 6 - Estimação de modelos por Regressão Logística

	Modelo (1) Coeficiente		Modelo (2) Coeficiente	
D_NDGC	1,264 (0,239)	***		
D_NM			1,401 (0,224)	***
ROA_LL	1,937 (1,187)		1,753 (1,166)	
ENDIV	0,751 (0,701)		0,210 (0,698)	
TAM	1,587 (0,119)	***	1,781 (0,127)	***
OPCR	0,567 (0,198)	***	0,486 (0,096)	***
N. OBS.	1792		1792	
Wald	268,71		243,11	
Valor p	0,000		0,000	
R2	0,4142		0,4194	

Nota: Variável dependente é a variável dummy de presença no ISE (RSC), se empresa está presente na carteira ISE, atribui-se valor 1 e 0, em caso contrário. D_NDGC: variável dummy, se empresa está presente nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa atribui-se valor 1 e 0, em caso contrário. D_NM: variável dummy, se empresa está presente no Novo Mercado. ROA, a relação do lucro líquido pelo ativo total. ENDIV, a relação entre dívida total da empresa e ativo total. OPCR (oportunidades de crescimento da empresa) é aproximada pelo Q de Tobin. * indica significância a 10%, ** indica significância a 5%, e *** indica significância a 1%

Além do efeito favorável da governança corporativa sobre a propensão da empresa a ter mais preocupação com temas socioambientais, merece menção também a influência dos atributos tamanho e oportunidades de crescimento da empresa. Observa-se que o tamanho da empresa (TAM) também tem influência positiva sobre probabilidade da empresa figurar no ISE em um determinado ano,

indicando que, de fato, empresas maiores tendem a desenvolver mais atividades de RSC. Esta realidade pode ser devida à mais alta disponibilidade de infra-estrutura bem como mais elevada disponibilidade de fluxo de caixa de empresas de maior porte. Além disto, empresas maiores tendem a ter uma maior preocupação com a questão de visibilidade, reputação e legitimidade o que pode torná-la mais sensível à demanda de stakeholders. De modo similar, as oportunidades de crescimento da empresa (OPCR) também influenciam positivamente a propensão da empresa a estar presente no ISE em um determinado ano, sinalizando que empresas com mais oportunidades de crescimento tendem a desenvolver mais práticas de RSC. De fato, as empresas brasileiras podem estar vendo nas ações de RSC um instrumento a mais de sinalização de preocupação com sustentabilidade como forma de melhorar seu acesso ao financiamento externo. Esta sinalização também pode estar incluída em processos de inovação, usualmente associados a oportunidades de crescimento, que otimizam a utilização de recursos naturais com reflexo positivo na questão ambiental.

CONCLUSÃO

O estudo teve como objetivo analisar a relação existente entre práticas de Governança Corporativa e atividades de Responsabilidade Social Corporativa sob a ótica do enfoque Stakeholder. Utilizou-se como proxy para atividades de RSC a presença na carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

Os achados sinalizam haver um efeito positivo da adoção de melhores práticas de governança corporativa, aproximada pela presença nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da B3, sobre a probabilidade da empresa estar presente no ISE, o que indica mais alta preocupação com questões socioambientais. Este resultado sinaliza que a adoção de um mais robusto conjunto de boas práticas de Governança Corporativa é fator que induz as empresas a terem um mais elevado nível de atenção ao desenvolvimento de ações de Responsabilidade Social Corporativa, de acordo com a demanda de seus stakeholders. A adoção de boas práticas de governança corporativa, historicamente associadas à defesa dos direitos do stakeholder acionista, conforme a Teoria da Agência, parece ser capaz de impulsionar a preocupação da empresa com um mais amplo espectro de stakeholders, o que tem sido preconizado pela Teoria Stakeholder.

Os resultados também indicam que, de fato, empresas de maior porte parecem ser mais capazes de empreender ações de RSC. De modo similar, empresas com mais oportunidades de crescimento parecem estar buscando atentar mais para a RSC como forma de sinalizar a preocupação da empresa com sustentabilidade de modo a legitimar-se e ter mais fácil comunicação com o mercado de financiamento.

Os resultados estão alinhados àqueles de estudos anteriores que mostraram existir relação positiva entre mecanismos de Governança Corporativa e atividades de Responsabilidade Social Corporativa. O trabalho contribui para pesquisa acadêmica sobre RSC e GC ao analisar a relação entre estes dois conceitos de relevância nas empresas brasileiras. Como perspectiva de trabalhos futuros vislumbramos a análise da possível influência de práticas específicas de governança corporativa sobre a política de RSC. Parece plausível considerar que há práticas de governança corporativa mais capazes de interferir na RSC.

AGRADECIMENTO

Ao CNPq pelo apoio através de Bolsista de Produtividade em Pesquisa Nível 2.

REFERÊNCIAS

- ADNAN, S. M; HAY, David; VAN STADEN, Chris J. The influence of culture and corporate governance on corporate social responsibility disclosure: A cross country analysis. **Journal of Cleaner Production**, v. 198, p. 820-832, 2018.
- AMORELLI, M. F.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M. Critical mass of female directors, human capital, and stakeholder engagement by corporate social reporting. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27, n. 1, p. 204-221, 2020.
- ARENA, M.; AZZONE, G.; MAPELLI, F. Corporate Social Responsibility strategies in the utilities sector: A comparative study. **Sustainable Production and Consumption**, 18, p. 83-95, 2019.
- BAAH, C.; OPOKU-AGYEMAN, D.; ACQUAH, I. S. K.; AGYABENG-MENSAH, Y.; AFUM, E.; FAIBIL, D.; ABDOULAYE, F. A. M. (2021). Examining the correlations between stakeholder pressures, green production practices, firm reputation, environmental and financial performance: evidence from manufacturing SMEs. *Sustainable Production and Consumption*, 27, 100-114.
- B3, 2017, **Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE**. Disponível em: .
- B3. Site Institucional da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Acessado em 25/05/2018. 2018.
- BHARDWAJ, Pradeep et al. When and how is corporate social responsibility profitable?. **Journal of Business Research**, v. 84, p. 206-219, 2018.
- BRANDÃO, Isac Freitas; CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 13, n. 3, p. 438-472, 2015.
- BUENO, G.; NASCIMENTO, K.; LANA, J.; GAMA, M. A. B. *et al.* Mecanismos Externos de Governança Corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, 21, n. 1, p. 120-141, 2018.
- BUERTEY, S.; SUN, E. J.; LEE, J. S.; HWANG, J. Corporate social responsibility and earnings management: The moderating effect of corporate governance mechanisms. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 27, n. 1, p. 256-271, 2020.
- CAMPOS, C.; GRANGEL, R. A Domain-Specific Modelling Language for Corporate Social Responsibility (CSR). **Computers in Industry**, 97, p. 97-110, 2018.
- CARROLL, A. B. Corporate social responsibility: The centerpiece of competing and complementary frameworks. **Organizational Dynamics**, 44, n. 2, p. 87-96, 2015.
- CATAPAN, A.; CHEROBIM, A. P. M. S. Estado da arte da governança corporativa: estudo bibliométrico nos anos de 2000 a 2010. **RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, 9, n. 1-2, p. 207-230, 2011.

CHATTERJI, A. K.; LEVINE, D. I.; TOFFEL, M. W. How well do social ratings actually measure corporate social responsibility? **Journal of Economics & Management Strategy**, 18, n. 1, p. 125-169, 2009.

CHIH, H.-L.; CHIH, H.-H.; CHEN, T.-Y. On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry. **Journal of Business Ethics**, 93, n. 1, p. 115-135, 2010.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging Markets Review**, 15, p. 1-33, 2013.

COL, B.; PATEL, S. Going to Haven? Corporate Social Responsibility and Tax Avoidance. **Journal of Business Ethics**, 154, n. 4, p. 1033-1050, 2019.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. Bookman, 2005.

CONTINI, M.; ANNUNZIATA, E.; RIZZI, F.; FREY, M. Exploring the influence of Corporate Social Responsibility (CSR) domains on consumers' loyalty: An experiment in BRICS countries. **Journal of Cleaner Production**, 247, 2020.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LOUVET, P. GOVERNANÇA CORPORATIVA E EARNINGS MANAGEMENT EM EMPRESAS NEGOCIADAS NA BM&FBOVESPA. **Contabilidade Vista & Revista**, 28, n. 2, p. 1-29, 2017.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. **Corporate Governance: The international journal of business in society**, 19, n. 1, p. 120-140, 2019.

CRISÓSTOMO, V. L.; CARNEIRO, C. M. B.; GOMES, L. A. S. ANALYSIS OF THE EVOLUTION OF THE ADHESION OF FIRMS TO THE CORPORATE SUSTAINABILITY INDEX (ISE). **Brazilian Journal of Management**, 11, n. Edição Especial - XIX ENGEMA/AMAS, p. 772-794, 2018.

CRISÓSTOMO, V. L.; MELO JÚNIOR, C. V. UMA ANÁLISE COMPARATIVA DE INDICADORES FINANCEIROS ENTRE EMPRESAS LISTADAS EM SEGMENTOS DIFERENCIADOS BOVESPA E AS DO MERCADO TRADICIONAL. **Perspectivas Contemporâneas**, 10, n. 3, p. 15-34, 2015.

CRISÓSTOMO, V. L.; OLIVEIRA, M. R. Uma análise dos determinantes da responsabilidade social das empresas brasileiras. **Brazilian business review**, 13, n. 4, p. 75, 2016.

DONALDSON, T.; PRESTON, L. E. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. **Academy of Management Review**, 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

ELKINGTON, J. Governance for sustainability. **Corporate Governance: An International Review**, 14, n. 6, p. 522-529, 2006.

ESQUEDA, O. A.; O'CONNOR, T. Corporate governance and life cycles in emerging markets. **Research in International Business and Finance**, 51, p. 101077, 2020.

FÁVERO, J. D. Uma Análise da Dimensão de Governança Corporativa nas Empresas Listadas no ISE 2014 da BM&FBovespa. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 9, n. 2, 2017.

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

FREGUETE, L. M.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. Responsabilidade Social Corporativa e Desempenho Financeiro das Empresas Brasileiras na Crise de 2008/Corporate Social Responsibility and Brazilian Firms' Financial Performance. **Revista de Administração Contemporânea**, 19, n. 2, p. 232, 2015.

FRITZ, M. M. C.; RAUTER, R.; BAUMGARTNER, R. J.; DENTCHEV, N. A supply chain perspective of stakeholder identification as a tool for responsible policy and decision-making. **Environmental Science & Policy**, 81, p. 63-76, 2018.

GANGI, F.; MELES, A.; MONFERRÀ, S.; MUSTILLI, M. Does corporate social responsibility help the survivorship of SMEs and large firms? **Global Finance Journal**, 43, 2020.

GARCÍA-MARTÍNEZ, G.; GUIJARRO, F.; POYATOS, J. A. Measuring the social responsibility of European companies: a goal programming approach. **International Transactions in Operational Research**, 26, n. 3, p. 1074-1095, 2019.

GARCÍA-SÁNCHEZ, I.-M.; HUSSAIN, N.; KHAN, S.-A.; MARTÍNEZ-FERRERO, J. Do Markets Punish or Reward Corporate Social Responsibility Decoupling? **Business & Society**, 0, n. 0, p. 0007650319898839, forthcoming.

GOOYERT, V.; ROUWETTE, E.; VAN KRANENBURG, H.; FREEMAN, E. Reviewing the role of stakeholders in Operational Research: A stakeholder theory perspective. **European Journal of Operational Research**, 262, n. 2, p. 402-410, 2017.

GRAS-GIL, E.; MANZANO, M. P.; FERNÁNDEZ, J. H. Investigating the relationship between corporate social responsibility and earnings management: Evidence from Spain. **BRQ Business Research Quarterly**, 19, n. 4, p. 289-299, 2016.

GUIMARAES, P.; LEAL, R. P. C.; WANKE, P.; MOREY, M. Shareholder activism impact on efficiency in Brazil. **Corporate Governance (Bingley)**, 19, n. 1, p. 141-157, 2019.

HOLME, R.; WATTS, P. Corporate social responsibility. **Geneva: World Business Council for Sustainable Development**, 1999.

HONG, S. Corporate social responsibility and accounting conservatism. **International Journal of Economics and Business Research**, 19, n. 1, p. 1-18, 2020.

HUSSAIN, N.; RIGONI, U.; ORIJ, R. P. Corporate Governance and Sustainability Performance: Analysis of Triple Bottom Line Performance. **Journal of Business Ethics**, 149, n. 2, p. 411-432, 2018.

IBGC. Código das melhores práticas de governança corporativa. 2015.

ISE. Site Institucional do Índice de Sustentabilidade Empresarial. Disponível em: 08 de junho de 2018. 2018.

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

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JO, H.; HARJOTO, M. A. Corporate Governance and Firm Value: The Impact of Corporate Social Responsibility. **Journal of Business Ethics**, 103, n. 3, p. 351-383, 2011.

JONES, T. M. Instrumental stakeholder theory: A synthesis of ethics and economics. **Academy of management review**, 20, n. 2, p. 404-437, 1995.

JOUINI, F.; AJINA, A.; DERBALI, A. Corporate governance and corporate social responsibility. **International Journal of Management and Enterprise Development**, 17, n. 2, p. 155-167, 2018.

JUNQUEIRA, L. R.; SOARES, C. H.; BRESSAN, A. A.; BERTUCCI, L. A. Impactos da adesão aos níveis diferenciados de Governança corporativa sobre a estrutura de capital das empresas brasileiras. **Revista de Administração da Universidade Federal de Santa Maria**, 10, n. 3, 2017.

KAVESKI, I. D. S.; DEGENHART, L.; FERNANDES, M. S.; FARIA, L. F. C. D. *et al.* QUALIDADE DA GOVERNANÇA CORPORATIVA, HONORÁRIOS DE AUDITORIA E NÃO-AUDITORIA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO ÍNDICE DE AÇÕES COM GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADA (IGCX). **Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI**, 3, n. 1, 2016.

KAYMAK, T.; BEKTAS, E. Corporate social responsibility and governance: information disclosure in multinational corporations. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, 24, n. 6, p. 555-569, 2017.

KHAN, A.; MUTTAKIN, M. B.; SIDDIQUI, J. Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Disclosures: Evidence from an Emerging Economy. **Journal of Business Ethics**, 114, n. 2, p. 207-223, 2013.

LI, C.; LI, J.; LIU, M.; WANG, Y. *et al.* Anti-misconduct policies, corporate governance and capital market responses: International evidence. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, 48, p. 47-60, 2017.

LOURENÇO, I. C.; CASTELO BRANCO, M. Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: the Brazilian case. **Journal of Cleaner Production**, v. 57, n. 15, p. 134-141, 2013.

LOZANO, M. B.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; BRAZ-BEZERRA, V. H. Regulatory Dualism as an Alternative Trust-Enhancing Mechanism for Dividends and Debt: Evidence from Brazil. **International Review of Finance**, 21, n. 1, p. 121-144, 2021.

LU, J.; WANG, J. Corporate governance, law, culture, environmental performance and CSR disclosure: A global perspective. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, v. 70, p. 101264, 2021.

MACHADO, M. A. V.; SILVA MACEDO, M. Á.; MACHADO, M. R.; DE SIQUEIRA, J. R. M. Análise da relação entre investimentos socioambientais e a inclusão de empresas no Índice de Sustentabilidade Empresarial-(ISE) da BM&FBovespa. **Revista de Ciências da Administração**, 14, n. 32, p. 141, 2012.

MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V.; CORRAR, L. J. Desempenho do índice de sustentabilidade empresarial (ISE) da Bolsa de Valores de São Paulo. **Revista Universo Contábil**, 5, n. 2, p. 24-38, 2009.

MADANOGLU, M.; KIZILDAG, M.; OZDEMIR, O. Which bundles of corporate governance provisions lead to high firm performance among restaurant firms? **International Journal of Hospitality Management**, 72, p. 98-108, 2018.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, 17, n. spe, p. 65-79, 2006.

MAQBOOL, S.; ZAMEER, M. N. Corporate social responsibility and financial performance: An empirical analysis of Indian banks. **Future Business Journal**, 4, n. 1, p. 84-93, 2018.

MÁRQUEZ, A.; FOMBRUN, C. J. Measuring Corporate Social Responsibility. **Corporate Reputation Review**, 7, n. 4, p. 304-308, January 01 2005.

MASON, C.; SIMMONS, J. Embedding Corporate Social Responsibility in Corporate Governance: A Stakeholder Systems Approach. **Journal of Business Ethics**, 119, n. 1, p. 77-86, 2014.

MOREIRAS, L. M. F.; TAMBOSI FILHO, E.; GARCIA, F. G. Dividendos e informação assimétrica: análise do novo mercado. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, 47, n. 4, p. 671-682, 2012.

MOYEN, N. Investment-Cash Flow Sensitivities: Constrained versus Unconstrained Firms. **The Journal of Finance**, 59, n. 5, p. 2061–2092, 2004.

NACITI, V. Corporate governance and board of directors: The effect of a board composition on firm sustainability performance. **Journal of Cleaner Production**, 237, 2019.

NARDI, P. C. C.; NAKAO, S. H. Impacto da entrada nos níveis diferenciados de governança corporativa sobre a imagem institucional das empresas. **Contabilidade Vista & Revista**, 19, n. 2, p. 85-111, 2009.

NEWMAN, C.; RAND, J.; TARP, F.; TRIFKOVIC, N. Corporate social responsibility in a competitive business environment. **The Journal of Development Studies**, p. 1-18, 2020.

NUNES, J. G.; TEIXEIRA, A. J.; NOSSA, V.; GALDI, F. C. Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F Bovespa de sustentabilidade empresarial. **Revista Base**, 7, n. 4, 2010.

ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F. L.; RYNES, S. L. Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. **Organization Studies**, 24, n. 3, p. 403-441, 2003.

OYEWUMI, O. R.; OGUNMERU, O. A.; OBOH, C. S. Investment in corporate social responsibility, disclosure practices, and financial performance of banks in Nigeria. **Future Business Journal**, 4, n. 2, p. 195-205, 2018.

PARENTE, T. C.; MACHADO FILHO, C. A. P. Corporate social responsibility: perceptions of directors in Brazil. **Management Research Review**, 39, n. 11, p. 1472-1493, 2016.

PEREIRA, R. M.; DA SILVA, V. R. F.; REINA, D. R. M.; REINA, D. DISCLOSURE SOCIOAMBIENTAL DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS NO ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL. **REVISTA DE ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE-RAC (CNEC)**, 16, n. 32, 2018.

PFAU, M.; HAIGH, M. M.; SIMS, J.; WIGLEY, S. The influence of corporate social responsibility campaigns on public opinion. **Corporate Reputation Review**, 11, n. 2, p. 145-154, 2008.

PILLAI, R.; AL-MALKAWI, H.-A. N. On the relationship between corporate governance and firm performance: Evidence from GCC countries. **Research in International Business and Finance**, 44, p. 394-410, 2018.

PINHEIRO, B. G.; VASCONCELOS, A. C.; LUCA, M. M. M.; CRISÓSTOMO, V. L. Estrutura de Capital e Governança Corporativa nas Empresas Listadas na BM&FBovespa. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, 11, n. 4, 2017.

RAGHUBIR, P.; ROBERTS, J.; LEMON, K. N.; WINER, R. S. Why, When, and How Should the Effect of Marketing Be Measured? A Stakeholder Perspective for Corporate Social Responsibility Metrics. **Journal of Public Policy & Marketing**, 29, n. 1, p. 66-77, 2010.

RAJ, A.; KUZNETSOV, A.; ARUN, T.; KUZNETSOVA, O. How different are corporate social responsibility motives in a developing country? Insights from a study of Indian agribusiness firms. **Thunderbird International Business Review**, 61, n. 2, p. 255-265, 2019.

REZENDE, I. A. C.; NUNES, J. G.; PORTELA, S. S. Um estudo sobre o desempenho financeiro do Índice BOVESPA de Sustentabilidade Empresarial. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, 2, n. 1, 2008.

RICARDO, V. S.; BARCELLOS, S. S.; BORTOLON, P. M. Sustainability report or integrated reporting of listed companies in bm&fbovespa: Determinant factors of disclosure. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, 11, n. 1, p. 90-104, 2017.

SAID, R.; ZAINUDDIN, Y. H.; HARON, H. The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. **Social Responsibility Journal**, 5, n. 2, p. 212-226, 2009.

SCHÄUBLE, J. The impact of external and internal corporate governance mechanisms on agency costs. **Corporate Governance (Bingley)**, 19, n. 1, p. 1-22, 2019.

SHAH, S. G. M; SARFRAZ, M; IVASCU, L. Assessing the interrelationship corporate environmental responsibility, innovative strategies, cognitive and hierarchical CEO: A stakeholder theory perspective. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 28, n. 1, p. 457-473, 2021.

SHAHAB, Y.; YE, C. Corporate social responsibility disclosure and corporate governance: empirical insights on neo-institutional framework from China. **International Journal of Disclosure and Governance**, 15, n. 2, p. 87-103, 2018.

SILVA, G. C.; TAKAMATSU, R. T.; AVELINO, B. C. ADESÃO AOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS. **ConTexto**, 17, n. 35, 2017.

STATMAN, M. Socially Responsible Indexes. **Journal of Portfolio Management**, 3, p. 100-109, 2006.

SZÉKELY, F.; KNIRSCH, M. Responsible Leadership and Corporate Social Responsibility:: Metrics for Sustainable Performance. **European Management Journal**, 23, n. 6, p. 628-647, 2005.

TAVARES, V. B.; PENEDO, A. S. T. Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas– uma análise por meio de redes neurais artificiais. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, 21, n. 1, p. 40-62, 2018.

TURKER, D. Measuring corporate social responsibility: A scale development study. **Journal of Business Ethics**, v. 85, n. 4, p. 411-427, 2009.

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

WANDROSKI, P. R.; CONTANI, E.; FERREIRA, S. J. R.; REED, B. D. Does better corporate governance increase operational performance? **Corporate Governance: The international journal of business in society**, 17, n. 3, p. 524-537, 2017.

Recebido: 18 de fevereiro de 2020

Versão Final: 12 de março de 2021

Aprovado: 10 de junho de 2021



This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License, which permits unrestricted use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.