

## **A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E DA ESTRUTURA DE PROPRIEDADE NO DESEMPENHO SOCIAL DAS COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS**

### **THE INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE AND THE STRUCTURE OF PROPERTY IN THE SOCIAL PERFORMANCE OF BRAZILIAN OPEN COMPANIES**

#### **Andreza Cristiane Silva de Lima**

Mestra em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Pernambuco, UFPE.  
Professora Assistente da Universidade de Pernambuco (UPE)  
andrezacslima@gmail.com

#### **Elayne Patrícia Ribeiro de Santana Azevedo**

Mestra em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Pernambuco, UFPE.  
Contadora, Auditora Externa e Perita Contábil.  
elayne\_rsantana@hotmail.com

#### **Tiago de Moura Soeiro**

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Pernambuco, UFPE.  
Professor Adjunto da Universidade Federal de Alagoas (UFAL)  
mourasoeiro@gmail.com

#### **Rodrigo Vicente dos Prazeres**

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Pernambuco, UFPE.  
Professor Adjunto da Universidade Federal de Alagoas (UFAL)  
rodrigo\_vprazerres@hotmail.com

#### **Umbelina Cravo Teixeira Lagioia**

Doutor em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Pernambuco, UFPE.  
Professor Adjunto da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE)  
umbelinalagioia@gmail.com

Recebido em 02/09/2020  
Aprovado em 04/12/2020

#### **Resumo**

O presente estudo tem por objetivo identificar a influência da governança corporativa e da estrutura de propriedade no desempenho social das companhias abertas não financeiras no mercado de capitais brasileiro. Para tanto, realizou-se um estudo quantitativo, no período de 2011 a 2015, através de dados primários extraídos das demonstrações contábeis, formulários de referência, relatórios anuais/administração e do Balanço Social, nas empresas que integram a listagem de Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado no site da B3. A análise dos dados aconteceu por meio da estimação de duas regressões, com a utilização do indicador de desempenho, como variável dependente, e mais sete variáveis independentes, sendo duas em relação à concentração

de propriedade (uma para cada regressão); uma variável auferindo os membros independentes do conselho de administração; um índice de governança corporativa; e por fim, a partir da sugestão da literatura, foram inseridas mais quatro variáveis de controle. Os achados sugerem indícios de que a concentração de propriedade influencia negativamente no desempenho social das organizações e constata-se que existe associação positiva entre as práticas de governança corporativa e o desempenho social entre as empresas analisadas. Contudo, quanto à independência do conselho, não se pode afirmar sua relação com o desempenho social, pois seus resultados só deram significativos na segunda regressão. Adicionalmente, alega-se limitação na amostragem deste estudo no que tange a utilização apenas de empresas que apresentaram informações sociais em pelo menos um dos anos do corte da pesquisa, justificado ao fato desse documento apresentar informações utilizadas na composição da variável dependente.

Palavras-chave: Desempenho social corporativo. Estrutura de propriedade. Governança corporativa.

#### Abstract

The purpose of this study is to study the influence of corporate governance and ownership structure on the social performance of non-financial public companies in the Brazilian capital market. A quantitative study was carried out between 2011 and 2015, using primary data extracted from the financial statements, reference forms, annual reports / administration and the Social Balance Sheet, in the companies included in the listing of Level 1, Level 2 and Novo Mercado on the B3 website. Data were analyzed by means of the estimation of two regressions, using the performance indicator as a dependent variable, and another seven independent variables, two in relation to the concentration of property (one for each regression); A variable for the independent members of the board of directors; A corporate governance index; And finally, from the suggestion of the literature, four more control variables were inserted. The findings suggest that the concentration of ownership negatively influences the social performance of organizations and it is observed that there is a positive association between corporate governance practices and social performance among the companies analyzed. However, regarding the independence of the council, its relation with social performance can not be affirmed, because its results only gave significant in the second regression. Additionally, it is claimed that there is a limitation in the sampling of this study regarding the use of only companies that presented social information in at least one of the years of the research cut, justified to the fact that this document presents information used in the composition of the dependent variable.

Keywords: Corporate social performance. Corporate governance. Ownership structure.

## 1 INTRODUÇÃO

O conjunto de elementos vinculados a incentivos e controle, que buscam contribuir para uma maior segurança e alinhamento das decisões aos objetivos de longo prazo das organizações, são os pontos principais sobre o que vem a ser a governança corporativa (ARARAT; UGUR, 2003; SHARMA; RATHI, 2014). No Brasil, o fortalecimento dos padrões estabelecidos para a governança corporativa, aconteceu em meados de 1990, quando o Banco Central liquidou vários bancos privados de grande porte, motivados por fraudes nos seus relatórios contábeis, algo que implicou em dúvidas sobre a eficácia da

auditoria independente. Além disso, nesse mesmo período, algumas empresas de capital aberto declararam falência e problemas financeiros, que possivelmente decorreram de uma fraca administração e abuso por parte dos grupos controladores (CARVALHO, 2002).

Neste cenário, foi possível desenvolver um modelo brasileiro de governança que resultou na criação de segmentos diferenciados de listagem pela B3, sendo estes classificados como: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. As empresas listadas e classificadas nesses novos segmentos foram obrigadas a aderir às melhores práticas de governança corporativa no que se refere à prestação de contas e transparência na divulgação de informações com a finalidade de apresentar um maior nível de proteção aos acionistas minoritários (BM&FBOVESPA, 2017).

Assim, a governança corporativa surge como um sistema que trata de estruturar os direitos e as responsabilidades entre os *stakeholders*, assegurando a prestação de contas em uma organização e buscando promover o bem-estar dos acionistas (SHARMA; RATHI, 2014). Contudo, entender os motivos que levam as empresas a realizar práticas socialmente responsáveis, ainda é algo que não foi apresentado de forma clara nas pesquisas já realizadas sobre a temática da governança corporativa (DUCASSY; MONTANDRAU, 2015).

Os autores Sharma e Rathi (2014) apontam alguns fatores que influenciam a governança corporativa nas empresas, dentre os quais, estão: a estrutura de propriedade, a constituição da alta administração, a estrutura financeira e o ambiente institucional. Ressalta-se a estrutura de propriedade como fator mais viável em ser estudado, uma vez que, este tipo de pesquisa pode revelar diferentes impactos no que se refere ao desempenho social das empresas.

A estrutura de propriedade implica na forma como ocorre o controle e a gestão da organização, considerando a relação entre os gestores e os acionistas (DUCASSY; GUYOT, 2017). Portanto, a governança e a estrutura de propriedade são capazes de influenciar no desempenho da entidade, tanto em termos financeiro e operacional, como também, no desempenho social (DESENDER; EPURE, 2013; DUCASSY; MONTANDRAU, 2015). Neste contexto, surge a seguinte questão-problematizante: Qual a influência da governança corporativa e da estrutura de propriedade no desempenho social das empresas não financeiras listadas em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado pela B3?

Diante do exposto, este estudo tem por objetivo estudar a influência da governança corporativa e da estrutura de propriedade sobre o desempenho social das empresas brasileiras não financeiras listadas em Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado pela B3. Esta pesquisa difere dos estudos anteriores realizados no Brasil, pois estes buscaram identificar essas influências atreladas ao valor e/ou desempenho das empresas, principalmente, em

termos financeiros e operacionais (SILVEIRA, PEROBELLI, BARROS; 2008; CAIXE, KRAUTER; 2013; DANI *et al.* 2013; ROSSONI, MACHADO-DA-SILVA; 2013; MELO *et al.* 2013; CAIXE, KRAUTER; 2014; VESCO, BEUREN; 2015; FREGUETE, NOSSA, FUNCHAL; 2015).

Nesse sentido, esta pesquisa se justifica pelo fato de que há um desconhecimento sobre os fatores que influenciam no desempenho social das organizações brasileiras, sendo mais frequente no mercado dos Estados Unidos, e, portanto, carece um maior aprofundamento. Além disso, Ducassy e Montandrau (2015) afirmam que estudos já realizados na França, Holanda, Reino Unido e Estados Unidos, apresentam um contrassenso, pois empresas de diferentes países têm perspectivas diferentes sobre a importância de serem percebidas como socialmente responsáveis, bem como sobre quais as questões de desempenho social são mais importantes, de tal forma que se encontram diferenças significativas nas relações entre a governança corporativa e a estrutura de propriedade com o desempenho social nesses países (MAIGNAN, RALSTON; 2002).

Em termos estruturais, o artigo se divide em cinco seções, sendo esta primeira à introdução, onde a contextualização e o objetivo são apresentados. Em sequência, apresenta-se o aporte teórico e o levantamento das hipóteses, bem como, os estudos anteriores que inspiraram esta pesquisa. Na terceira seção, discorre-se sobre os aspectos metodológicos para a realização do estudo, cujos resultados são evidenciados na quarta seção. A quinta e última seção, apresenta as conclusões e reflexões da pesquisa, além das limitações e sugestões para pesquisas futuras.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO E LEVANTAMENTO DAS HIPÓTESES

### 2.1 DESEMPENHO SOCIAL DAS EMPRESAS

O livro *Social Responsibilities of the Businessman*, de Howard Bowen (1953), representa o marco que dá início à era moderna da literatura sobre Responsabilidade Social das Empresas (RSE), e desde então, o tema tem sido explorado e debatido por todo o mundo, pois depois de Bowen (1953), vários autores acrescentaram dimensões, especificaram conteúdos e delimitaram fronteiras no estudo da RSE, submetidos a abordagens com critérios ideológicos, morais ou econômicos (ALMEIDA, 2007).

Na década de 70, a responsabilidade social passa a ser atrelada ao Desempenho Social Corporativo (DSC) como um indicador teórico. Em 1990, Wood (1991) desenvolve mais pesquisas sobre o desempenho social nas empresas, a partir das definições conceituais sobre a responsabilidade social, e o autor estabelece relacionamentos entre os princípios, as políticas, os programas e as ações, visando à mensuração do impacto social da atividade empresarial (BORBA, 2005).

Para avaliar o desempenho social de uma corporação é necessário examinar o grau de motivação das empresas, o grau em que elas executam seus processos e se existem

políticas e programas com o intuito de gerenciar os relacionamentos entre a sociedade, a empresa e os impactos sociais (BORBA, 2005). Nesse sentido, Khan (2016) aponta que é de competência dos órgãos e decisores políticos levar em consideração a formulação de requisitos para divulgação de RSE e que estas sejam capazes de beneficiar as partes interessadas, sendo essa divulgação um elemento que viabilize medir e classificar o desempenho social das empresas.

Quando se trata a respeito do grau de motivação das empresas em evidenciar o desempenho social, vale discutir a respeito da governança corporativa, a qual implica em elementos que se remetem tanto a incentivos como ao controle, e estes ocorrem com o intuito de assegurar que as decisões tomadas, sejam condizentes com os objetivos de longo prazo da organização (CORREIA, AMARAL; 2006).

Assim sendo, Thomsen e Pedersen (1997), afirmaram que um dos principais determinantes da governança corporativa é a estrutura de propriedade, sendo explicada pela teoria da agência, onde, nessa perspectiva, afirma-se que os proprietários de uma organização, ou seja, os acionistas, repassam autoridades aos gestores para representá-los e tomar decisões em seu nome (JENSEN, MECKLING; 1976). Contudo, os conflitos de agências surgem no momento em que os acionistas só podem controlar os gerentes, já que ambos têm objetivos distintos. Os gerentes, por sua vez, são capazes de dedicar recursos para satisfazer suas próprias preferências, pois isso influencia no desempenho de sua gestão, o que pode incluir os investimentos em responsabilidade social (BRAMMER, MILLINGTON; 2008).

Nessa perspectiva, Brammer e Millington (2005), apontam que existem várias motivações que levam as empresas a investirem em instituições de caráter social, e dentre elas, ressalta-se a questão dessas empresas demonstrarem à comunidade sua capacidade e preocupação com questões sociais. Além disso, Saiia, Carroll e Buchholtz (2003), identificaram que esse tipo de investimento também é capaz de influenciar as percepções da empresa pelas partes interessadas, por exemplo, clientes, fornecedores, credores, empregados e até mesmo, investidores.

Por outro lado, a pesquisa de Desender e Epure (2013) aponta que, quanto maior a concentração de propriedade, menores serão as chances de investimentos em programas que visam questões de responsabilidade social, caso identifiquem que esses investimentos não são capazes de trazer retornos de forma explícita à empresa, mesmo que essas ações sejam consideradas como ótimas para a imagem da mesma. Os autores também analisaram os fatores de governança corporativa, de nível empresarial e institucional, que afetam o desempenho social das empresas, na qual identificaram que tal desempenho está vinculado positivamente à independência do conselho e se torna negativo com a concentração de propriedade, ou seja, quando as decisões são tomadas pelos acionistas e não pelos gerentes. Em conformidade, a pesquisa de Ducassy e Montandrou (2015),

aponta que a propriedade concentrada também apresenta influência negativa sobre o desempenho social.

Com isso, compreende-se que a estrutura de propriedade irá impactar na forma como as decisões podem ser tomadas pelos acionistas (propriedade concentrada) ou pelos gestores, de modo que esteja alinhada aos objetivos de longo prazo das organizações. Diante dessa abordagem, a subseção a seguir, busca melhor discutir o funcionamento de uma estrutura de propriedade.

## 2.2 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

O debate sobre as consequências da estrutura de propriedade sobre a qualidade da governança corporativa é bem frequente, pois a propriedade concentrada gera conflitos entre o agente e o principal (ARARAT, UGUR; 2003). Por exemplo, nos conflitos de agência, os gerentes podem dedicar recursos para o cumprimento de suas satisfações e preferências pessoais, incluindo investimentos em programas de Responsabilidade Social das Empresas (RSE) (DUCASSY, MONTANDRAU; 2015).

Contudo, Berle (1958) afirma que quando existe determinada concentração de propriedade, há uma possibilidade em melhorar problemas de agência, pois, quando a propriedade é dispersa, os incentivos aos investidores, no que se refere à sua atuação no monitoramento e controle de empresa, são poucos. Nessa perspectiva, quando os gerentes realizam atividades que maximizam a RSE, eles estão respondendo a incentivos e também a pressões externas de partes interessadas da empresa, pois os esforços e os custos assumidos pelos grandes acionistas nos investimentos em RSE beneficiam todas as partes interessadas (WADDOCK, BODWELL, GRAVES; 2002; DAM, SCHOLTENS; 2013).

Além disso, Desender e Epure (2013) defendem que, quanto maior a participação de um acionista em uma corporação, menor a probabilidade dele em favorecer aos programas RSE que não ofereçam um retorno claro sobre o seu investimento, mesmo que esses programas sejam socialmente ótimos e afetem o Desempenho Social das Empresas (DSE). Em alguns casos, com o efeito de entricheiramento, o acionista controlador quer extrair benefícios privados do controle e isso resulta em não divulgação de algumas informações, isso inclui o desempenho social (CUNHA, MOURA; 2014). Diante disso, testa-se a seguinte hipótese:

H1: Existe relação negativa entre a concentração de propriedade e desempenho social das empresas.

A distribuição de ações entre os acionistas pode afetar as decisões da empresa, pois se os maiores detentores das ações perseguem objetivos diferentes, é provável que os gerentes também ajam de forma diferente, inclusive em relação às decisões de divulgação de RSE. Além disso, Desender e Epure (2013) afirmam que, mesmo quando tais investimentos em RSE tendem a melhorar a imagem da empresa, os acionistas optam por essas ações apenas

quando os retornos financeiros ocorrem de forma explícita. Logo, espera-se uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o desempenho social das empresas analisadas neste estudo.

Por outro lado, a responsabilidade social e a adoção de determinadas práticas de governança corporativa representam pressões e uma garantia de sobrevivência em determinadas empresas, pois algumas corporações utilizam a similaridade entre as boas práticas de governança (isomorfismos) e os comportamentos socialmente responsáveis como forma de se legitimarem perante a sociedade (DUCASSY, MONTANDRAU; 2015). Nessa discussão, aponta-se a necessidade em discorrer sobre a governança corporativa, algo que será realizado na subseção a seguir.

### 2.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa, amplamente definida, refere-se à estrutura de direitos e de responsabilidades entre as partes com alguma participação acionária na organização. Uma governança corporativa eficaz implica em mecanismos para garantir que os executivos respeitem os direitos e os interesses das partes interessadas da empresa, bem como garantir que essas partes tenham proteção e que recebam a distribuição da riqueza investida (AGUILERA *et al.* 2008; DESENDER, EPURE; 2013).

A responsabilidade social e a adoção de determinadas práticas de governança, representam pressões e uma garantia de sobrevivência para as entidades, pois atualmente, as práticas das empresas não refletem apenas os seus valores individuais, e sim, os valores que são transmitidos pela sociedade. Diante disso, as entidades tornam-se institucionalizadas, e isso lhes permite beneficiar-se do estatuto de "boas organizações" (DESENDER, EPURE; 2013).

Relacionado ao exposto acima, a teoria da legitimidade cita a similaridade entre as práticas de governança e os comportamentos socialmente responsáveis adotados pelas empresas. Com isso, origina-se a seguinte hipótese a ser investigada:

H2: Existe associação positiva entre as práticas de governança corporativa e o desempenho social das empresas.

Baseado nos estudos de Black, Carvalho e Gorga (2010) e Khan (2016), espera-se uma relação positiva entre as práticas de governança corporativa e o desempenho social das empresas analisadas neste estudo, visando legitimar-se perante a sociedade.

Além disso, correlacionado a governança com a literatura anterior, existe uma atribuição importante à composição da diretoria, pois a eficácia do conselho se relaciona fortemente com seu nível de independência, já que os diretores independentes têm maior capacidade de se fazerem ouvir e conseguir aplicar demandas dos acionistas (DESENDER, EPURE; 2013; DUCASSY, MONTANDRAU; 2015). Logo, inserem-se neste estudo, as

perspectivas do conselho da administração, cuja discussão será realizada na subseção em sequência.

### 2.3.1 O conselho da administração

Os conselhos de administração são os mecanismos internos que moldam a governança corporativa e, nos últimos anos, as pressões e as exigências regulatórias levaram as empresas a terem conselhos com maior independência do conselho de administração, sendo um problema crítico na maioria dos códigos de boas práticas de governança corporativa ao redor do mundo (DESENDER, EPURE; 2013).

Em contrapartida, Deutsch, Keil e Laamanen (2011) argumentam que os conselheiros independentes devem ser considerados como agentes em seu próprio direito, pois eles normalmente são indivíduos poderosos (presidentes ou ex-CEOs), representantes de organizações profissionais de alto nível, e que possuem seus próprios motivos individuais como membros. Carcello *et al.* (2002) afirmaram que, enquanto os diretores independentes têm um objetivo claro de cuidar dos interesses dos acionistas, eles também podem ter interesse em conjunto com outras partes interessadas, como também podem querer proteger sua reputação e legitimidade, e para isso utilizam da RSE, sem suportar os custos individuais. Diante do exposto, formula-se a seguinte hipótese:

H3: A independência do conselho possui relação com o desempenho social das empresas.

O impacto do conselho sobre as atividades de RSE foi objeto de alguns estudos teóricos e empíricos. Uma influência positiva de diretores independentes sobre compromissos de RSE surge em estudos relacionados ao desempenho ambiental de Harjoto e Jo (2011a,b) e Kock, Santaló e Diestre (2012); contudo, Walls, Berrone e Phan (2012) identificaram que essa relação não teve influência significativa. Sendo assim, estudos que se voltaram a abordar como se dá o processo de governança corporativa nas organizações foram realizados em várias esferas, os quais são evidenciados na subseção a seguir.

## 2.4 ESTUDOS ANTERIORES

Com base no levantamento e leitura de estudos anteriores, foram identificadas algumas lacunas no que tange aos estudos que precisam ser realizados a fim de melhor discutir a questão da governança e da estrutura de propriedade dentro das organizações, bem como, sua relação com os fatores que vão interferir no desempenho social dessas entidades. No âmbito internacional, localizaram-se estudos nos mais variados países, os quais mostraram o posicionamento da governança corporativa nas suas respectivas organizações.

Na Turquia, um ponto que merece destaque é a estrutura de propriedade, caracterizada por ser administrada por acionistas controladores, e estes acabam alavancando os direitos de fluxo de caixa em decorrência das ações privilegiadas (ARARAT, UGUR; 2003).

Sendo assim, Dam e Scholtens (2013), identificaram que, quanto mais concentrada a propriedade (administrada por acionistas controladores), menores as chances de se investir em RSE.

No Paquistão, destaca-se a pesquisa de Khan (2016), cujo estudo identificou que, após a inclusão das diretrizes voluntárias do *Securities and Exchange Commission of Pakistan* (SECP), em 2013, a divulgação de RSE passou a ser realizada em um nível maior, algo que indica que esse tipo de prática tende a evoluir. Sendo assim, espera-se que com o tempo, as empresas que ainda não têm essa prática, passem a dotar as informações de RSE em seus respectivos relatórios de sustentabilidade. Além disso, os tipos de empresa que mais divulgam informações dessa natureza são aquelas que atuam no setor de gás e petróleo. Sobre este aspecto, Gamerschlag, Moller e Verbeeten (2010), apresentam o argumento de que as indústrias poluentes tendem a relatar mais informações de RSE, pois entram em confrontação com as partes interessadas de poder, o que inclui os ativistas ambientais. Por outro lado, Dam e Scholtens (2013), sugerem que as empresas que possuem aversão ao risco também tendem a aplicar medidas socialmente responsáveis.

No Brasil, Black, Carvalho e Gorga (2010), realizaram um estudo para identificar as práticas de governança no país, cujo levantamento ocorreu para empresas públicas e privadas. Assim, identificaram que existem áreas em que a governança corporativa é forte e ao mesmo tempo fraca. Um dos apontamentos dessas fragilidades é a independência do conselho, isso porque boa parte do conselho de administração das empresas é formado por representantes da família, portanto, integram questões de estrutura de propriedade. Nesse contexto, vários estudos vêm sendo realizados no Brasil, a fim de estudar as influências da governança corporativa em termos de agregar valor ou verificar o desempenho das empresas, estudos estes apresentados no Quadro 1.

**Quadro 1:** Estudos Anteriores

<b>Autores</b>	<b>Estudo</b>
Silveira, Perobelli e Barros (2008)	Investigaram empiricamente a influência das práticas de Governança Corporativa das empresas sobre sua estrutura de capital.
Caixe e Krauter (2013)	Testaram se a concentração de propriedade e controle influencia no valor de mercado corporativo.
Dani, Beck, Santos e Lavarda (2013)	Verificaram qual a configuração da estrutura de propriedade e da rede de relacionamentos dos acionistas das empresas brasileiras integrantes do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa.
Rossoni e Machado da Silva (2013)	Avaliaram como a legitimidade condiciona o valor de mercado das empresas listadas na BM&FBovespa.
Melo <i>et al.</i> (2013)	Investigaram a contribuição da Governança Corporativa no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto registradas na BM&FBovespa.
Catapan, Colauro e Barros (2013)	Verificaram o efeito da Governança Corporativa sobre variáveis de desempenho de natureza contábil de mercado, em empresas brasileiras de capital aberto, no período de 2008, 2009 e 2010.

Caixe e Krauter (2014)	Investigaram se a aderência às boas práticas de governança corporativa interfere no valor de mercado das empresas brasileiras.
Vesco e Beuren (2015)	Verificaram a influência da Estrutura de Propriedade e das relações sociais entre proprietários ( <i>interlocks</i> entre proprietários) no desempenho das empresas.
Freguete, Nossa e Funchal(2015)	Analisaram a relação entre a prática de Responsabilidade Social Corporativa e o Desempenho Financeiro de empresas brasileiras durante um período da crise financeira de 2008.

Fonte: Elaboração própria, 2017.

Analisando a proposta desses estudos, observa-se que, no país, há ausência de um estudo que busque retratar a influência da governança corporativa e a estrutura de propriedade no desempenho social das empresas, algo que foi realizado por Ducassy e Montandrou (2015), na França. No geral, as pesquisas buscam identificar essas influências atreladas ao valor e/ou desempenho das empresas, principalmente, em termos financeiro e operacional, tornando o Brasil um campo fértil a ser pesquisado no aspecto do desempenho social. Sendo assim, este estudo se propõe a preencher esta lacuna identificada, cujos aspectos metodológicos que o tornarão viável, serão apresentados na seção a seguir.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Para atender ao objetivo proposto ao estudo, realizou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem e natureza dos dados quantitativa, utilizando dados primários extraídos das demonstrações contábeis, formulários de referência submetidos à CVM, relatórios anuais e de administração e do balanço social, divulgados de forma independente, como também, seguindo o modelo proposto pelo Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE), nos anos de 2011 a 2015. Todos estes documentos foram coletados do *site* da B3, e, quando necessário, do *site* das próprias empresas que compuseram a amostra.

Para a definição da amostra, inicialmente, realizou-se um levantamento das empresas classificadas no Nível 1 (N1), Nível 2 (N2) e Novo Mercado (NM) de Governança Corporativa extraídas do *site* da B3, em 2017, obtendo-se assim, uma população de 176 instituições. Para evitar o viés da amostra, realizou-se a exclusão de 30 empresas do setor “Financeiro e Outros”, por possuírem estrutura diferente dos demais setores, resultando em um total de 146 entidades, segregadas nos seguintes 9 setores: Bens Industriais; Consumo Cíclico; Consumo Não Cíclico; Materiais Básicos; Petróleo, Gás e Biocombustível; Saúde; Tecnologia da Informação; Telecomunicações e Utilidade Pública.

O critério de inclusão e composição da amostra levou em consideração as empresas que divulgaram os documentos primordiais para coletar os dados necessários à investigação, e, o período a que tais documentos correspondiam. Após realizar o levantamento dos dados, verificou-se que determinadas empresas não apresentaram o Balanço Social ou relatório de administração, documentos estes, que contêm os dados necessários para

compor a variável dependente da regressão (Indicador de Desempenho Social Corporativo), sendo, portanto, excluídas da amostra. Em continuação ao procedimento de filtragem, àquelas entidades que desenvolveram tais documentos em apenas algum dos anos do período de corte da pesquisa, também foram excluídas da amostra. Sendo assim, o processo resultou em uma amostra contendo apenas as empresas que tiveram o Balanço Social ou relatório de administração no intervalo de 2011 a 2015, as quais estão segregadas na Tabela 2.

**Tabela 2:** Amostra das empresas conforme o nível de governança corporativa (GC)

Nível de GC	2011	2012	2013	2014	2015
N1	15	14	15	14	10
N2	9	9	10	9	9
NM	17	16	16	15	13
<b>Total</b>	<b>41</b>	<b>39</b>	<b>41</b>	<b>38</b>	<b>32</b>

Fonte: Elaboração própria, 2017.

A amostra, exposta acima, resultou na constituição de dados empilhados compostos por 191 observações, as quais foram submetidas à análise de regressão através do *software EViews*, com o objetivo de verificar a influência da governança e da estrutura de propriedade sobre o desempenho social dessas empresas. Sendo assim, foram estimadas duas regressões, cujo modelo está exposto na equação:

$$IDSC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CONPROP_{it} + \beta_2 CONSEA_{it} + \beta_3 IGOV_{it} + \beta_4 ALAV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LIQ_{it} + \beta_7 TAM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Destaca-se que a variável CONPROP representa a concentração de propriedade das empresas analisadas, e para tal, assume dois valores, de acordo com a especificação do modelo. Na primeira regressão a variável assume os valores compostos por ACT1<sub>it</sub> e, para a segunda regressão, a variável assume os valores de HERFINDHAL<sub>it</sub>. A variável dependente e todas as variáveis independentes do modelo na equação 1 estão descritas e exploradas na Tabela 3, seguidas dos estudos que também testaram cada uma dessas variáveis e as formulas que foram consideradas.

**Tabela 3:** Variáveis utilizadas no modelo

Variável	Classificação	Descrição	Fórmula
<b>Variável Dependente</b>			
IDSC	-	Indicador de Desempenho Social Corporativo – Utilizado por Borba (2006).	Vide Tabela 4
<b>Variáveis Independentes</b>			
ACT1	Concentração de Propriedade	% de ações detidas pelo maior acionista - Utilizado por Desender e Epure (2013) e por Ducassy e Montandrau (2015).	Percentual de ações detidas pelo maior detentor
HERFIN-DHAL	Concentração de Propriedade	Índice de HERFIDHAL - Utilizado por Ducassy e Montandrau (2015).	Soma da percentagem ao quadrado das ações detidas por cada acionista. Quanto

			maior o índice, mais concentrada é a propriedade da empresa
CONSEA	Conselho de Administração	Membros independentes do conselho de administração - Utilizado por Desender e Epure (2013).	% dos membros independentes do conselho, a partir dos dados contidos no formulário de referência enviados a CMV
IGOV	Governança Corporativa	Índice de Governança Corporativa – proposto por Silveira (2004) e utilizado em Silveira, Perobelli e Barros (2008) e Pávoa, Kudlawicz, Bach e Silva (2015).	Vide Tabela 5
ALAV	Variável de Controle	Alavancagem Financeira - Utilizado por Ducassy e Montandrau (2015).	Dívida financeira total / Ativos totais
ROA	Variável de Controle	Retorno sobre os ativos totais - Utilizado por Ducassy e Montandrau (2015).	Lucro Líquido após o Imposto de Renda / Ativos Totais
LIQ	Variável de Controle	Liquidez dos Ativos - Utilizado por Ducassy e Montandrau (2015).	Ativo de Liquidez/Ativo Total
TAM	Variável de Controle	Tamanho da Empresa (utilizado por Caixe e Krauter (2013).	Logaritmo Neperiano (natural) do Ativo Total

Fonte: Elaboração própria, 2017.

A Tabela 3 expõe a variável dependente bem como suas oito variáveis independentes segregadas em: concentração de propriedade, conselho de administração, governança corporativa e as variáveis de controle. Salienta-se que as quatro variáveis de controle inseridas são fundamentadas no estudo de Ducassy e Montandrau (2015) e também foram sugeridas por Dam e Scholtens (2013) e Waddock e Graves (2002).

A variável dependente exposta anteriormente é o Indicador de Desempenho Social Corporativo (IDSC) que foi elaborado por Borba (2006) a partir de dados do Balanço Social proposto no modelo do IBASE e é composto por 7 perguntas binárias e objetivas, assumindo o valor de 2 pontos para cada resposta positiva, conforme Tabela 4.

**Tabela 4:** Indicador de Desempenho Social Corporativo

Nº	Grupos de Interesse	Perguntas para a Construção do Indicador de Desempenho Social Corporativo (IDSC)
1	Funcionários	A empresa investe mais que X% da receita líquida anual em benefícios para seus funcionários?
2	Funcionários	A empresa possui mais que X% de cargos de chefia ocupados por mulheres e negros?
3	Comunidade	A empresa investe mais que X% da receita líquida anual em contribuições para a sociedade?
4	Governo / Comunidade	A empresa despense mais que X% da receita líquida anual em tributos (excluídos encargos sociais)?
5	Meio – ambiente	A empresa investe mais que X% da receita líquida anual em projetos e/ou programas internos e externos relacionados com a proteção e preservação do meio – ambiente?
6	Fornecedores	Na seleção dos fornecedores, os mesmos padrões éticos e de responsabilidade social e ambiental adotados pela empresa são exigidos?

7	Clientes	A empresa divulga em seu balanço social o número total de reclamações e críticas de consumidores e a % (porcentagem) de reclamações e críticas solucionadas?
---	----------	--

Fonte: Adaptado de Borba (2006).

Os valores representados pelo termo “X” representam a mediana do grupo de dados da amostra de empresas da pesquisa, referente à determinada rubrica e calculada ano a ano (Borba, 2006). Além disso, como cada pergunta assume os valores 0 ou 2, cada empresa poderá ter um índice variando entre 0 a 14. Com esse indicador, o autor buscou observar a integração entre a empresa e principais grupos de interesse, apresentados na literatura, tais como, fornecedores, clientes, funcionários, governo, comunidade (sociedade) e meio-ambiente. No caso dos acionistas, eles são representados pelo indicador de Governança Corporativa, que será apresentado em sequência.

A variável independente de governança corporativa assume os valores a partir do índice exposto na Tabela 5 e utilizados por Póvoa *et al.* (2015) e Silveira (2004). O Índice de Governança Corporativa (IGC) foi construído com base em um conjunto de 20 perguntas binárias e objetivas, cujas respostas foram obtidas a partir dos dados primários já expostos nesta metodologia.

**Tabela 5:** Índice de Governança Corporativa (IGC)

Dimensão da GC	Questões analisadas
1. Acesso às informações	1.1 É possível obter o relatório anual (RA) da empresa por meio da internet?
	1.2 A empresa possui website?
	1.3 O website dispõe de documentos relativos a governança corporativa?
	1.4 O website dispõe de apresentações para analistas ou dados que possibilitem projeções operacionais e financeiras da empresa?
	1.5 O website é bilíngue?
	1.6 O website possui uma seção de relações com os investidores?
	1.7 As informações foram obtidas sem a necessidade de contato direto com a empresa para sua obtenção?
2. Conteúdo das informações públicas	2.1 O RA inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de Governança Corporativa?
	2.2 Os demonstrativos são apresentados em US - GAAP ou IAS-GAP?
	2.3 O RA, website ou algum outro documento corporativo apresenta o valor adicionado/destruído pelo negócio?
	2.4 A empresa produz e publica seus relatórios financeiros legalmente exigidos na data exigida?
3. Estrutura do Conselho de Administração	3.1 Os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração são ocupados por pessoas diferentes?
	3.2 A empresa possui um conselho de administração com 5 a 9 membros?
	3.3 Mais que 80% do conselho de administração é composto por conselheiros externos?
	3.4 O conselho de administração possui mandato unificado de um ou dois anos?
	3.5 A empresa possui acordo ou contrato de acionista?
	4.1 A empresa emite apenas ações com direito a voto (ON)?

4. Estrutura de propriedade e controle	4.2 As ações preferenciais correspondem a menos que 50% do total de ações ordinárias?
	4.3 O(s) controlador(es) possui(em) menos do que 70% do total de ações ordinárias?
	4.4 A empresa concede <i>tag along</i> aos detentores de ações preferenciais?
	4.5 A empresa emite ADR e lista suas ações na Bolsa de Nova Iorque?

Fonte: adaptado de Póvoa *et al.* (2015) e Silveira (2004, pp. 99-100).

O índice exposto acima é medido com cada resposta positiva representando um ponto e como consequência, cada empresa apresenta um nível de governança corporativa variando de 0 a 20 (PÓVOA *et al.*, 2015; SILVEIRA, 2004).

Diante do exposto, apresentam-se na próxima seção, os resultados encontrados com a utilização do modelo e suas respectivas variáveis, a partir da metodologia já descrita, a qual se inicia com a estatística descritiva.

## 4 RESULTADOS

### 4.1 ANÁLISE DESCRITIVA

Antes de efetuar a regressão, verificou-se a matriz de correlação das variáveis independentes do modelo, considerando o nível de confiança de 5%, com o objetivo de identificar se existiam indícios de multicolinearidade, a partir da existência de uma relação linear perfeita, ou quase perfeita, entre algumas ou todas as variáveis explanatórias, conforme Gujarati e Porter (2011), o que resultou a Tabela 6.

Tabela 6: Matriz de correlação

	ACT1	HERFINDHAL	CONSEA	IGOV	ALAV	ROA	LIQ	TAM
ACT1	1	<b>0,70</b>	-0,29	-0,32	-0,30	0,06	-0,18	-0,12
HERFINDHAL	<b>0,70</b>	1	-0,01	-0,21	-0,27	0,20	-0,07	0,00
CONSEA	-0,29	-0,01	1	0,27	-0,05	0,18	0,06	-0,09
IGOV	-0,32	-0,21	0,27	1	-0,08	0,17	0,26	0,33
ALAV	-0,30	-0,27	-0,05	-0,08	1	-0,25	0,08	-0,10
ROA	0,06	0,20	0,18	0,17	-0,25	1	-0,40	-0,04
LIQ	-0,18	-0,07	0,06	0,26	0,08	-0,40	1	0,56
TAM	-0,12	0,00	-0,09	0,33	-0,10	-0,04	0,56	1

Fonte: Resultado da pesquisa, 2017.

Identifica-se na matriz de correlação, exposta na Tabela 6, indícios de multicolinearidade entre as variáveis ACT1 e HERFINDHAL, pois o valor do coeficiente de correlação se mostrou superior a 0,6 (Wooldridge, 2006). A alta correlação entre as variáveis também foi identificada no estudo de Ducassy e Montandrou (2015), onde os autores testaram vários modelos para eliminar quaisquer problemas de multicolinearidade entre as variáveis relacionadas à concentração de propriedade.

Diante do exposto, o modelo de regressão foi estimado levando em consideração apenas uma variável representativa da concentração de propriedade, obtendo, portanto, duas regressões, com a finalidade de evitar problemas com a estimação. Com isso, a primeira

regressão leva em consideração a variável ACT1, com base no percentual de ações detidas pelo maior detentor (maior acionista, o controlador) e a segunda considera o índice de HERFINDHAL, a partir do percentual dos membros independentes do conselho. A Tabela 7 demonstra os resultados obtidos.

**Tabela 7:** Resultado das duas regressões

Primeira Regressão			Segunda Regressão		
Variáveis	Coefficientes	Prob.	Variáveis	Coefficientes	Prob.
$\beta_0$	-4,9950	0,1425	$\beta_0$	-6,2489	0,0544
ACT1	-1,9373	0,0522**	HERFINDHAL	-1,9796	0,1160
CONSEA	0,9991	0,2807	CONSEA	1,4857	0,0985***
IGOV	0,4163	0,0065*	IGOV	0,4267	0,0057*
ALAV	1,8867	0,1140	ALAV	2,2469	0,0529**
ROA	-1,9355	0,6067	ROA	-1,1853	0,7581
LIQ	-0,3033	0,0005*	LIQ	-0,2936	0,0008*
TAM	0,4074	0,027**	TAM	0,4408	0,0169**
<b>R<sup>2</sup> - 0,1680; Prob. (F-statistic) - 0,000016</b>			<b>R<sup>2</sup> - 0,1620; Prob. (F-statistic) - 0,000029</b>		
Legenda: * Variável significativa a 1%; ** Variável significativa a 5%; *** Variável significativa a 10%					

**Fonte:** Resultado da pesquisa, 2017.

A partir do teste de White, verificou-se a ausência de heterocedasticidade, com representatividade de 0,5611 e 0,4029 para as regressões 1 e 2. Em sequência, realizou-se o teste Jarque-bera, o qual identificou que os resíduos não tinham distribuição normal, porém, o fato da amostra da pesquisa ser constituída por 191 observações, o parâmetro do teorema de limite central foi atendido, o que permitiu usar a estatística F, sendo esta, significativa para ambas às regressões com 0,00016 e 0,000029, respectivamente (GUJARATI E PORTER, 2011).

Como consequência, os resultados das duas regressões apresentam um bom modelo, onde as variáveis independentes de Estrutura de Propriedade (ACT1 e HERFINDHAL), o Conselho de Administração (CONSEA) e a Governança Corporativa (IGOV) explicam 16,80% e 16,20% das variações do Indicador de Desempenho Social Corporativo (variável dependente) nas regressões 1 e 2, respectivamente.

#### 4.2 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Com o objetivo de verificar se a governança corporativa e a estrutura de propriedade possuem influência no desempenho social, testam-se as seguintes hipóteses:

**H1:** Existe relação negativa entre a concentração de propriedade e desempenho social das empresas.

Verifica-se que as variáveis de estrutura de propriedade são as mais representativas no modelo, onde ACT1 impacta em 193,73% e HERFINDHAL impacta em 197,96% o Indicador de Desempenho Social Corporativo (IDSC), ambos negativamente. Os achados corroboram com Ducassy e Montandrau (2015), que afirmam que quanto maior a

participação do principal acionista (concentração de propriedade), menor o desempenho social, e, Dam e Scholtens (2013), quando identificaram que a concentração de propriedade implica em menores chances de investimentos em RSE, confirmando assim, a hipótese **H1**. Adicionalmente, Desender e Epure (2013), apontam que, mesmo quando tais investimentos tendem a melhorar a imagem da empresa, os acionistas optam por essas ações apenas quando os retornos ocorrem de forma explícita, portanto, quando o resultado positivo para a empresa se mostra ser provável.

Talvez os gestores usem os investimentos em RSE para resolver não apenas conflitos com acionistas que surgem no âmbito da propriedade dispersa, mas também para obter o apoio de outras partes que estão atentas ao desempenho social, contudo um grande acionista gasta menos em RSE, na medida em que os custos contratados não são recompensados. Essa correlação entre o custo e benefício da divulgação pode justificar a relação negativa entre as variáveis (HARJOTO, JO; 2011b; DUCASSY, MONTANDRAU; 2015).

**H2:** Existe associação positiva entre as práticas de governança corporativa e o desempenho social das empresas.

Em relação às práticas de governança corporativa (IGV), os resultados demonstram uma associação positiva com o desempenho social das empresas analisadas, representando 41,63% e 42,67% nas regressões 1 e 2, respectivamente, confirmando a **H2**. Isso quer dizer que, as empresas brasileiras listadas na B3, integrantes do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, buscam agregar atividades de RSE às suas práticas de governança corporativa, o que implica em um bom desempenho social. O achado corrobora com os estudos de Black, Carvalho e Gorga (2010) e Khan (2016) quando afirmam que a responsabilidade social e a adoção de determinadas práticas de governança representam pressões e uma garantia de sobrevivência para as entidades, apresentando relações positivas com o desempenho social.

A governança responsável requer uma diretoria com diretores independentes, que integram os objetivos ambientais dentro dos objetivos econômicos e assim estabelecer uma estrutura de governança dedicada à criação de valor às partes interessadas da empresa (DUCASSY, MONTANDRAU; 2015). Mediante isso, testou-se a hipótese a seguir.

**H3:** A independência do conselho possui relação com o desempenho social das empresas.

Nos resultados da independência do conselho (CONSEA) a variável não apresentou resultados significativos na primeira regressão, bem como no estudo de Walls, Berrone e Phan (2012). Contudo, nota-se uma influência positiva de 148,57% no desempenho social da segunda regressão, demonstrando que quanto mais membros não tiverem interesses pessoais, melhor será o desempenho social, corroborando com os estudos de Harjoto e Jo (2011) e Kock *et al.*, (2012).

Devido a essa divergência entre as regressões, não foi possível aceitar ou rejeitar a **H3**, pois seu resultado não foi conclusivo, não foi robusto, entretanto, existe uma atribuição

importante à composição da diretoria, pois a eficácia do conselho se relaciona fortemente com seu nível de independência, já que os diretores independentes têm maior capacidade de se fazerem ouvir e aplicar demandas de acionistas (DESENDER, EPURE; 2013; DUCASSY, MONTANDRAU; 2015).

Diante desses levantamentos, sumariza-se que as hipóteses H1 e H2, são aceitas para este estudo, enquanto, para a hipótese H3, não foi possível tirar conclusões. Nesse cenário, os aspectos conclusivos dos resultados obtidos e ora explorados nesta seção, são apresentados a seguir.

## **5 CONCLUSÃO**

Este estudo teve como objetivo estudar as influências das práticas de governança corporativa e estrutura de propriedade no desempenho social das empresas brasileiras listadas na B3, integrantes do Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, assim classificadas em 2017. Neste sentido, tais empresas foram estudadas no horizonte de tempo de cinco anos, entre 2011 e 2015. Este tipo de estudo, levanta críticas sobre a intervenção da propriedade e governança corporativa no desempenho social das empresas, assunto este que vem sendo explorado na Europa, mais precisamente, no mercado Francês, no entanto, o foco maior é associar à propriedade às atividades de RSE, porém, os estudos empíricos apresentam resultados divergentes, assim como aponta o estudo base para esta pesquisa (DUCASSY, MONTANDRAU, 2015).

No Brasil, como apresentado na seção de estudos anteriores, pesquisas que se voltam à governança corporativa no país, são realizadas a fim de identificar o desempenho das empresas, principalmente em termos financeiro e, conseqüentemente, como estas práticas interferem no valor das empresas. No entanto, identificar como a governança e a propriedade influenciam no desempenho social, ainda não foi explorado, algo que motivou a construção desta pesquisa.

Sendo assim, com os resultados obtidos, conclui-se que, para as empresas brasileiras, quanto maior for à quantidade de ações pertencentes ao maior detentor (maior acionista, o controlador), menor será seu desempenho social. Portanto, quando a estrutura de propriedade é mais concentrada, os acionistas tendem a não investir em ações de responsabilidade social, principalmente, quando tais investimentos não serão capazes de apresentar retorno financeiro de forma explícita, assim como aponta a literatura. Conclui-se também que, quando se trata das práticas que integram a governança corporativa, as empresas brasileiras buscam integrar ações de responsabilidade social o que implica em um bom desempenho social. Além disso, não foi possível identificar se a independência do conselho de administração tem relação com o desempenho social das empresas, por seus resultados não terem dado significativos, mas a literatura aponta atribuição relevante à formação da diretoria, pois os diretores independentes são capazes de atender demandas vindas dos acionistas.

Destaca-se que este estudo se limitou em estudar, dentre as empresas listadas na B3 (N1, N2 e NM), apenas aquelas que apresentaram o Balanço Social em pelo menos um dos anos do corte da pesquisa, o que levou à amostra variável em cada ano. Neste cenário, sugere-se realizar o estudo com outras empresas que não são listadas na bolsa, mais precisamente, segregar o estudo por setores, a fim de identificar aquelas que mais tendem a investir em ações de responsabilidade social, e, conseqüentemente, apresentar desempenho favorável em termos social, pois, assim como aponta a própria literatura, existem segmentos, tais como indústrias poluentes que tendem a relatar numa maior proporção, informações de cunho ambiental, isso porque suas atividades entram em contradição com partes interessadas que têm poder significativo, então, a proposta seria verificar se realmente, no Brasil, essas aversas ao risco, também são responsáveis socialmente.

### **Referências**

AGUILERA, R. V. *et al.* Contingencies, Complementarities, and Costs in Corporate Governance Models. **Organization Science**, v. 19, n. 3, p. 475–492, 2008.

ALMEIDA, F. J. R. Ética e Desempenho Social das Organizações: Um Modelo Teórico de Análise dos Fatores Culturais e Contextuais. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 11, n. 3, p. 105-125, 2007.

ARARAT, M.; UGUR, M. Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 4, n. 4, p. 29-46, 2003.

BERLE, A. A. Control in corporate law. **Columbia Law Review**, v. 58, p. 1212-1225, 1958.

BERNARD, S. B.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. Corporate Governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, v. 11, n. 1, p. 21-38, 2010.

BLACK, B.; CARVALHO, A. G.; GORGA, E. Corporate Governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, vol. 11, 21-38, 2010.

BORBA, P. R. F. Relação entre Desempenho Social Corporativo e Desempenho Financeiro de Empresas no Brasil. **Anais do 30º Encontro do ANPAD**, Salvador, 2006.

BM&FBOVESPA - BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO. **Segmentos de listagem**. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)>, Acesso em 23 de janeiro de 2017.

Bowen, H. **Social Responsibilities of the Businessman**. New York: Harper & Row, 1953.

BRAMMER, S.; MILLINGTON, A. Corporate Reputation and Philanthropy: An Empirical Analysis. **Journal of Business Ethics**, v. 61, p. 29-44, 2005.

BRAMMER, S.; MILLINGTON, A. Does it pay to be different? An analysis of the relationship between corporate social and financial performance. **Strategic Management Journal**, v. 29, p. 1325-1343, 2008.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 142-153, 2013.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. Relação entre Governança Corporativa e Valor de Mercado: Mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, v. 11, n. 1, p. 96-117, 2014.

CARCELLO, J. V. *et al.* Board Characteristics and Audit Fees. **Contemporary Accounting Research**, v. 19, n. 3, p. 365–384, 2002.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração**, v. 31, n. 3, p. 19-32, 2002

CATAPAN, A.; COLAUTO, R. D.; BARROS, C. M. E. A Relação entre a Governança Corporativa e o Desempenho Econômico-Financeiro de Empresas de Capital Aberto do Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 16, n. 2, p. 16-30, 2013.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Reflexões sobre as Funções da Governança Corporativa. **Revista de Gestão USP**, v. 13, n. 1, p. 43-55, 2006.

CUNHA, H. M; MOURA, F. V. Efeito Incentivo e Efeito Entrincheiramento: uma análise discriminante do setor de Materiais Básicos. In: **XVII Seminários em Administração**, São Paulo, 2014.

DAM, L.; SCHOLTENS, B. Ownership Concentration and CSR Policy of European Multinational Enterprises. **Journal of Business Ethics**, v. 118, n. 1, 117–126, 2013.

DANI, A.C. *et al.* Análise da Estrutura de Propriedade das Empresas Listadas no ISE por meio da Aplicação de Redes Sociais. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, Brasília, v. 7, n. 3, p. 240-258, 2013.

DESENDER, K.A., EPURE, M. Corporate Governance and Corporate Social Performance: The Influence of Boards, Ownership and Institutions. **Barcelona GSE Working Paper**, 730, 2013.

DEUTSCH, Y.; KEIL, T.; LAAMANEN, T. A Dual Agency View of Board Compensation: The Joint Effects of Outside Director and CEO Stock Options on Firm Risk. **Strategic Management Journal**, v. 32, n. 2, p. 212–227, 2011.

DUCASSY, I.; & GUYOT, A. Complex ownership structures, corporate governance firm performance: the French context. **Research in International Business and Finance**, v. 39, p. 291-306, 2017.

DUCASSY, I.; MONTANDRAU, S. Corporate Social Performance, Ownership Structure, and Corporate Governance in France. **Research in International Business and Finance**, v. 34, p. 383–396, 2015.

FREGUETE, L. M.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. Responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro das empresas brasileiras na crise de 2008. **Revista de Administração Contemporânea**, 2015v. 19, n. 2, p. 232-248, 2015.

GAMERSCHLAG, R.; MOLLER, K.; VERBEETEN, F. Determinants of Voluntary CRS Disclosure: Empirical Evidence from Germany. **Rev. Mang Sci**, v. 5, p. 233-262, 2011.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5 ed. São Paulo: AMGH, 2011.

HARJOTO, M. A.; JO, H. Corporate Governance and CSR Nexus. **Journal of Business Ethics**, v. 100, p. 45-67, 2011a.

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

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

KHAN, E. J. L. A. A. I. Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from Pakistan. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 16, n. 5, 1-16, 2016.

KOCK, C. J.; SANTALÓ, J.; DIESTRE L. Corporate Governance and the Environment: What Type of Governance Creates Greener Companies? **Journal of Management Studies**, p. 1-23, 2011.

MAIGNAN, I.; RALSTON, D. A. Corporate social responsibility in Europe and in the US: insights from businesses' self-presentations. **Journal of International Business Studies**, v. 33, p. 497-515, 2002.

MELO, R. S. *et al.* A Contribuição da Governança Corporativa para o Desempenho das Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Gestão**, v. 20, n. 1, p. 79-92, 2013.

PÓVOA, A. C. S. *et al.* Governança Corporativa como Fator Explicativo para a Estrutura de Dívida: O Caso Brasileiro. In: **IX Congresso ANPCONT**, Curitiba-PR, 2015.

ROSSONI, L.; MACHADO DA SILVA, C. L. M. Legitimidade, governança corporativa e desempenho: análise das empresas da BM&F Bovespa. **Revista de Administração de Empresas**, v. 53, n. 3, p. 272-289, 2013.

SAIIA, D. H.; CARROLL, A. B.; BUCHHOLTZ, A. K. Philanthropy as strategy when corporate charity "Begins at Home". **Business & Society**, v. 42, n. 2, p. 169-201, 2003.

SHARMA, N.; & RATHI, S. P. Corporate governance: conceptualization in Indian Context. **International Journal of Management and Social Science Research**, v. 3, n. 5, p. 17-24, 2014.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e Relação com o Desempenho das Empresas no Brasil.** (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, SP, Brasil, 2004.

SILVEIRA, A. D. M.; PEROBELLI, F. F. C.; & BARROS, L. A. B. C. Governança Corporativa e os Determinantes da Estrutura de Capital: Evidências Empíricas no Brasil. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, n. 3, p. 763-788, 2008

THOMSEN, S.; PEDERSEN, T. **An empirical test of the corporate life cycle.** Institute of International Economics and Management, Copenhagen Business Scholl, 1997.

VESCO, D. G. D.; BEUREN, I. M. Influência da Estrutura de Propriedade e dos Interlocks entre Proprietários no Desempenho das Empresas. **Revista Contabilidade Vista e Revista**, v. 26, n. 3, 49-79, 2015.

WALL, J. L.; BERRONE, P.; PHAN, P. H. Corporate governance and environmental performance: is there really a link? *Stratetegic Management Journal*, v. 33, n. 8, p. 885-913, 2012.

WADDOCK, S. A.; BODWELL, C.; GRAVES, S. B. Responsibility: The New Business Imperative. **Academy of Management Executive**, v. 16, n. 2, p. 132–148, 2002.

WOOD, D. J. Corporate Social Performance Revisited. **Academy of Management Review**. Ada, v. 16, n. 4, p. 691-718, 1991.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria – uma abordagem moderna.** São Paulo: Pioneira Thompson Learning, 2006.