



v.13, n.4

Vitória-ES, Jul.-Ago. 2016

p. 75 - 97 ISSN 1807-734X

DOI: <http://dx.doi.org/10.15728/bbr.2016.13.4.4>

Uma Análise dos Determinantes da Responsabilidade Social das Empresas Brasileiras

Vicente Lima Crisóstomo[†]

Universidade Federal do Ceará - UFC

Maria Rafaela Oliveira^Ω

Tribunal de Justiça do Estado do Ceará – TJ CE

RESUMO

Este trabalho faz uma análise dos determinantes da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) das empresas brasileiras, representada pela adesão da empresa ao índice ISE da BM&FBOVESPA. Além de outros determinantes propostos de RSC presentes na literatura (tamanho de empresa, rentabilidade, oportunidades de crescimento), o trabalho examina a concentração acionária e a persistência sobre a posição RSC. As estimativas de regressão Logit foram executadas em uma amostra de 1649 empresa/ano observações no período de 2006-2011. Os achados mostram que a RSC das empresas brasileiras está inversamente correlacionada com sua concentração acionária indicando que acionistas ordinários podem não ver questões sociais como uma prioridade. Além disso, as empresas tendem a manter a sua atual condição de RSC. Os resultados também indicam que as empresas líderes em RSC são maiores, têm maiores oportunidades de crescimento e são persistentes em sua condição superior de RSC.

Palavras-chave: Desempenho social corporativo. Determinantes. Concentração acionária. Brasil.

Recebido em 07/10/2014; revisado em 10/02/2015; aceito em 31/07/2015; divulgado em 04/07/2016

*Autor para correspondência:

[†]. Doutorado em Economia Financeira pela Universidade de Valladolid (ESP).

Vínculo: Professor Associado da Universidade Federal do Ceará- UFC.

Endereço: Av. da Universidade, n. 2486, Benfica, Fortaleza – CE – Brasil. Cep. 60.020-180.

E-mail: vlc@ufc.br

^Ω Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Ceará- UFC

Vínculo: Tribunal de Justiça do Estado do Ceará – TJ CE.

Endereço: Av. General Afonso Albuquerque Lima, S/N, Cambéba, Fortaleza – CE – Brasil. Cep. 60822-325.

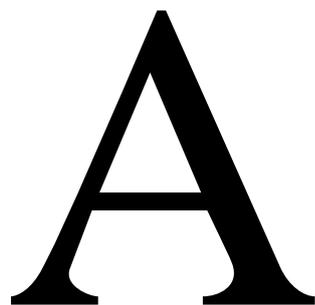
E-mail: rafitadeut@gmail.com

Nota do Editor: Esse artigo foi aceito por Bruno Felix.



Este trabalho foi licenciado com uma Licença [Creative Commons - Atribuição 3.0 Não Adaptada](https://creativecommons.org/licenses/by/3.0/).

1 INTRODUÇÃO



s crescentes demandas sociais e ambientais têm pressionado as empresas a se preocuparem com as questões sociais, sua operação e sustentabilidade, ser comprometida com uma gama mais ampla de *stakeholders* além dos três contemplados no âmbito da Teoria da Agência – acionistas CEO e credores – (JENSEN; MECKLING, 1976). A literatura tem destacado que as demandas de um espectro maior de *stakeholders* motivam as empresas a se preocuparem com uma abordagem sustentável, abrangendo de forma harmoniosa questões econômicas, sociais e ambientais, de forma que as empresas, além de serem lucrativas, tornam-se também sustentáveis e socialmente responsáveis (LÓPEZ; GARCIA; RODRIGUES, 2007).

Uma importante linha de pesquisa tem procurado encontrar os fatores de motivação para o desenvolvimento de questões sociais corporativas no nível da empresa (LERNER; FRYXELL, 1988; CHIH; CHIH; CHEN, 2010; ANDRADE *et al.*, 2013). Neste contexto, a avaliação da RSC torna-se relevante. Avaliar o grau de atenção que uma empresa direciona para ações Sociais Corporativas é uma tarefa complexa em que ainda não existe acordo como pode ser visto pela diversidade de medidas utilizadas (GRIFFIN; MAHON, 1997; MARGOLIS; WALSH, 2003; ORLITZKY; SCHMIDT; RYNES, 2003). A avaliação da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) por instituições especializadas, que criaram índices de RSC com a intenção de viabilizar a transmissão de informações sobre o nível de RSC da empresa, tornou-se habitual (STATMAN, 2006). Exemplos desses índices de mercado são: o Índice de Sustentabilidade Dow Jones (DJSI) da bolsa de valores de Nova Iorque, o FTSE-4good, da bolsa de valores de Londres, e o índice de Johannesburgo, na África do Sul. Diante desse contexto, no Brasil, foi criado o Índice de sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&BOVESPA.

Este trabalho tem por objetivo estudar os determinantes de RSC das empresas brasileiras. Para esse efeito, utilizou-se uma amostra de empresas brasileiras listadas no período 2006-2011, utilizando como proxy para RSC superior a filiação anual ao índice ISE.

Os resultados mostraram que a concentração acionária tem efeito negativo na probabilidade de a companhia estar no índice ISE. Ao mesmo tempo, o status anterior de adesão ao índice ISE aumenta a probabilidade de a empresa estar no ISE hoje. Além disso, as

empresas de grande porte, as com mais oportunidades de crescimento, e as mais rentáveis tendem a apresentar maior probabilidade de compor o índice ISE.

Importante literatura tem destacado a necessidade de novas pesquisas em busca de uma explicação sólida sobre como a estrutura de propriedade modera a RSC da empresa em contextos institucionais distintos (AGUILERA *et al.*, 2007; DAM; SCHOLTENS, 2012). Nesse sentido, este trabalho foi desenvolvido em um ambiente institucional específico, uma economia emergente, que também tem sido exigido (LI; ZHANG, 2010). Do ponto de vista teórico, este trabalho de pesquisa oferece *insights* adicionais sobre os determinantes da responsabilidade social corporativa no Brasil. O trabalho baseia-se na lógica da teoria da agência por meio da análise do papel desempenhado pela concentração acionária sobre as políticas empresariais. O artigo fornece evidências sobre o efeito negativo da concentração acionária sobre a RSC, aproximada pela pertinência ao índice ISE. Tal como proposto pela literatura, a concentração acionária dispersa tende a ser associada com uma maior responsabilização pública, contrário contrariamente à propriedade concentrada, que é a imagem nos países latino-americanos, como é o caso do Brasil, onde os interesses de grandes acionistas controladores podem ser prejudiciais para a prestação de contas da empresa. O trabalho também leva em conta um conjunto de outros determinantes relevantes possíveis para questões sociais da empresa. Outra contribuição do trabalho é a avaliação da persistência do estado de desempenho social, que é uma realidade no Brasil, indicando as preocupações das empresas com reputação e legitimidade.

O restante do artigo é organizado da seguinte forma: a seção 2 apresenta as hipóteses e o embasamento teórico; a amostra e metodologia são detalhadas na seção 3, e os resultados são analisados na seção 4, seguida pelas conclusões do trabalho.

2 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E HIPÓTESES

2.1 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

Em 1953, Howard R. Bowen, em seu importante livro “Responsabilidades Sociais do Empresário”, argumentou que as expectativas da sociedade conduzem a responsabilidade da empresa, uma ideia que ainda está presente apesar da necessidade de se encontrar uma definição adequada para responsabilidade social empresarial. Definições relevantes para a Responsabilidade Social Corporativa têm defendido que esta se relaciona às questões empresariais que vão além das relações econômicas e de mercado, mas que também integra a conformidade com os requisitos legais, as expectativas éticas e respeito a um amplo espectro de *stakeholders* e o ambiente natural (CARROLL, 1979; 1999; CROWTHER; ARAS, 2008).

Juntamente com a evolução das questões do desenvolvimento sustentável desde a década de 80, três conceitos principais têm sido apontados como os pilares de questões sociais empresariais (social, econômico e ambiental) (GARRIGA; MELÉ, 2004; DAHLERUD, 2008). Os conceitos propostos de responsabilidade social corporativa aludem à conduta ética de negócios e o compromisso da empresa com o desenvolvimento sustentável. De fato, o desenvolvimento de práticas de RSC está ligado à tentativa de satisfazer as expectativas dos diferentes *stakeholders*, que é bastante complexa, já que muitos desses beneficiários podem não ter nenhuma relação com a empresa (SHRIVASTAVA, 1995; CARROLL, 1999; BITTENCOURT; CARRIERE, 2005; DAHLERUD, 2008).

Conforme mencionado anteriormente, as crescentes exigências sociais e ambientais sobre as empresas fizeram surgir a necessidade de avaliar a responsabilidade social da empresa. Isso deu origem a uma variedade de medidas no nível de empresa (LERNER; FRYXELL, 1988; STATMAN, 2006; CHIH; CHIH *et al.*, 2010; ANDRADE; BRESSAN *et al.*, 2013). Exemplos de tais índices de mercado são 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 BM&FBOVESPA, no Brasil.

2.2 O ÍNDICE ISE

Índices de Responsabilidade Social Corporativas foram projetados para avaliar questões sociais empresariais (SKILLIUS; WENBERG, 1998; STATMAN, 2006). Seguindo uma tendência internacional, em 2005, o mercado brasileiro criou um índice com o objetivo de avaliar a RSC das empresas brasileiras, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). O ISE foi estabelecido pela BM&FBOVESPA, o primeiro índice do gênero na América Latina (MARCONDES; BACARJI, 2010). O ISE propõe-se a ser um índice que avalia as questões da empresa sobre os três pilares de sustentabilidade (social, econômico e ambiental).

2.2.1 A metodologia do ISE e o Questionário

O ISE é uma carteira teórica, selecionada entre as empresas mais negociadas no mercado da bolsa de valores brasileira, e com melhor classificação em termos de RSC no ano, através de um processo de avaliação realizado pelo Conselho Executivo do ISE. Um conjunto de critérios exigidos deve ser preenchido por uma empresa que pretende participar do processo (BM&FBOVESPA, 2012): (i) estar entre as 200 ações com o maior número de negociação no ano anterior, (ii) ter sido negociada em pelo menos 50% das sessões da bolsa

no ano anterior, (iii) cumprir com os critérios de sustentabilidade, aprovados pelo Conselho Executivo do ISE.

O Conselho Executivo ISE tem adotado o conceito de sustentabilidade focada nos três eixos do tripé da sustentabilidade (*Triple BottomLine – TBL*) (GARRIGA; MELÉ, 2004; DAHLSTRUD, 2008; BM&FBOVESPA, 2012), dispondo de uma gestão empresarial sustentável como aquela que integra adequadamente as dimensões sociais, econômicas e ambientais da empresa. O Conselho Executivo do ISE contratou o Centro de Estudos em Sustentabilidade da Fundação Getúlio Vargas para a preparação da revisão anual da empresa. A mesma é feita através de um questionário que a empresa responde de forma voluntária revisão anual da empresa, feita mediante um questionário ao qual a empresa responde de forma voluntária.

A avaliação da empresa se baseia em uma análise quantitativa que leva em consideração a pontuação do questionário, cujas as dimensões têm o mesmo peso, com questões específicas de múltipla escolha. Além disso, há uma análise qualitativa baseada na verificação de documentos que são solicitados no final do período de inquérito. Após a análise do questionário, realiza-se a análise de agrupamento a fim de se identificar grupos de empresas com RSC semelhante e constituir a classificação de empresas para compor a carteira ISE com até 40 empresas com melhor desempenho (BM&FBOVESPA, 2012).

2.3 JUSTIFICAÇÃO DAS HIPÓTESES

Um conjunto de fatores foi examinado como capaz de afetar a propensão da empresa de aprimorar a Responsabilidade Social Corporativa (RSC), e a literatura tem considerado, sob distintos quadros teóricos, algumas características empresariais como capazes de afetar a RSC. Entre tais fatores estão a rentabilidade, o tamanho e o poder de influência, por exemplo. Mais recentemente, também foram considerados os aspectos de estrutura de propriedade e oportunidades de crescimento.

2.3.1 Concentração acionária e RSC

Conflitos de agência entre os principais *stakeholders*, tais como os acionistas, os gestores e os credores, tratados pela Teoria da Firma (JENSEN; MECKLING, 1976), são moderados pela estrutura de propriedade como apresentado na evidência. Por exemplo, os conflitos entre proprietários e gestores são típicos em mercados com baixa concentração acionária, em contraste com outros conflitos relacionados à propriedade concentrada, em que interesses divergentes entre acionistas minoritários e majoritários parecem ser mais relevantes (CUERVO, 2002; CLAESSENS; YURTOGLU, 2013). Além disso, foram encontradas

provas de que os diferentes aspectos da estrutura de propriedade afetam o desempenho e valor da firma (ALLEN; PHILLIPS, 2000; VILLALONGA; AMIT, 2006), bem como de investimento e políticas de financiamento (SCHIANTARELLI; SEMBENELLI, 2000; GOERGEN; RENNEBOOG, 2001; CRISÓSTOMO, 2011). Diante de tal evidência, é viável propor que a estrutura de propriedade também pode moderar a RSC da empresa, uma vez que certos acionistas podem estar mais interessados em melhorar a RSC melhorá-la.

Uma pesquisa inicial documentou o efeito da estrutura de propriedade sobre a política de RSC, com resultados inconclusivos (ROBERTSON, 2009; BARNEA; RUBIN, 2010; LI; ZHANG, 2010; GODOS-DÍEZ; FERNÁNDEZ-GAGO; CABEZA-GARCÍA, 2012). Alguns estudos encontraram um efeito positivo da concentração acionária sobre a RSC com algumas nuances. Na Espanha, foi detectado um efeito positivo da concentração acionária nas mãos do principal acionista (GODOS-DÍEZ; FERNÁNDEZ-GAGO *et al.*, 2012). Em Singapura e na Malásia, um efeito positivo da concentração acionária detida pelo governo tem sido documentado (ENG; MAK, 2003; SAID; ZAINUDDIN; HARON, 2009). A propriedade dos investidores institucionais foi encontrada como sendo positivamente relacionadas à RSC nos EUA (JOHNSON; GREENING, 1999; HARJOTO; JO, 2008). Por outro lado, a RSC é negativamente afetada pela propriedade interna nos EUA nesse país (BARNEA; RUBIN, 2010), ou pela concentração acionária nas mãos do principal acionista no cenário europeu (LÓPEZ-ITURRIAGA; LÓPEZ-DE-FORONDA, 2011) e também em empresas chinesas não estatais (LI; ZHANG, 2010).

A elevada concentração acionária, geralmente associada a um número reduzido de acionistas, favorece a redução dos conflitos de agência entre gerentes e proprietários, facilita a gestão de monitoramento e mitiga o efeito carona (*free-ridereffect*). Por outro lado, também podem permitir a exacerbação dos benefícios privados de controle de diferentes maneiras (DYCK; ZINGALES, 2004; RIYANTO; TOOLSEMA, 2008). Esse poder em excesso pode ser prejudicial para a melhoria da RSC se acionistas não veem a política social como relevante para a criação de valor da empresa. Levando em considerações resultados anteriores sobre o inconclusivo quanto à capacidade de criação de valor de política social (GRIFFIN; MAHON, 1997; MARGOLIS; WALSH, 2003; ORLITZKY; SCHMIDT *et al.*, 2003), o efeito negativo da RSC no valor da empresa documentado no Brasil (CRISÓSTOMO; FREIRE; VASCONCELLOS, 2011), e o efeito negativo da concentração acionária na probabilidade de a empresa compor o índice ISE (NUNES *et al.*, 2010; LOURENÇO; CASTELO BRANCO,

2013) propõe-se a hipótese de que acionistas de empresas brasileiras com elevada concentração acionária não estejam priorizando a política social, nos seguintes termos:

Hipótese 1: A concentração acionária está negativamente relacionada à RSC da empresa no mercado brasileiro. Isso leva à expectativa de que empresas de propriedade concentrada elevada são menos propensas a compor a carteira ISE

2.3.2 Persistência na RSC

A importância dada à responsabilidade social sugere que as empresas estão conscientes da importância da política social empresarial, como consequência da expansão de demandas sociais e ambientais sobre as empresas elas. A legitimidade da empresa, uma espécie de “contrato social” entre empresa e a sociedade, está associada às ações adequadas e desejáveis de uma empresa dentro de um sistema social (DEEPHOUSE; CARTER, 2005). Baseando-se na Teoria da Legitimidade a qual propõe que as empresas tentam legitimar suas ações (DEEGAN, 2002; TILLING; TILT, 2010), é plausível propor que essa empresa possa utilizar a RSC para esse propósito. Não obstante as razões de divulgação de RSC, o propósito de legitimar as atividades das empresas é ganhar legitimidade diante de *stakeholders* pertinentes (DOWLING; PFEFFER, 1975; SUCHMAN, 1995; DEEGAN, 2002). Ao adotar a política de RSC e divulgá-la, diretamente ou ao ser avaliada externamente compondo os índices de RSC (STATMAN, 2006; ANDRADE; BRESSAN *et al.*, 2013), a empresa sinaliza sua preocupação com a RSC ao mercado e a sociedade como um todo. Voltar atrás neste processo pode ser uma sinalização negativa com consequências adversas sobre o processo de legitimidade da empresa. Ao adotar determinadas ações sociais e atingir certo grau de RSC, é plausível propor que a empresa tentará aumentar ou, pelo menos, manter seu presente estado RSC, de forma que demonstre a diferentes *stakeholders* que a empresa de fato se compromete com tais questões. Essa lógica leva a uma proposta da hipótese de que as empresas tentam manter seu status de RSC, como segue:

Hipótese 2: As empresas se preocupem em manter seu atual nível de RSC. Isso leva à expectativa de que a atual adesão à carteira ISE é positivamente afetada pela pertinência anterior ao índice.

2.3.3 Oportunidades de crescimento e RSC

As oportunidades de crescimento da empresa têm sido vistas como capazes de moderar a intensidade das ações sociais. A necessidade de aproveitar as oportunidades de crescimento exige a capacidade da empresa a fim de arrecadar fundos externos para investimento. A captação de recursos para o financiamento da empresa requer que ela seja comprometida com

padrões sociais e de sustentabilidade, cada vez mais importantes no mercado de financiamento. A literatura sobre responsabilidade social corporativa evidenciou tal relevância e a sensibilidade positiva entre oportunidades de crescimento e RSC (ARTIACH *et al.*, 2010; LOURENÇO; CASTELO BRANCO, 2013). Essa linha de raciocínio sugere que a empresa com oportunidades de crescimento pode ser mais propensa a procurar padrões elevados de RSC a fim de gozar de boa reputação no mercado de financiamento proposto na seguinte hipótese:

Hipótese 3: Oportunidades de crescimento contribuem positivamente com questões sociais da empresa. Isto leva à expectativa de que as empresas com mais oportunidades de crescimento sejam mais propensas a compor a carteira ISE.

2.3.4 Rentabilidade e CSR

Os teóricos dos *stakeholders* argumentam que a preocupação com um amplo espectro de *stakeholders* não exclui o trio acionista-gestor-credor (FREEMAN; PHILLIPS, 2002; FREEMAN; WICKS; PARMAR, 2004). No entanto, sob tal perspectiva mais ampla, a atividade empresarial deve levar em conta a maximização dos interesses não somente dos acionistas mas também de outros *stakeholders* realizando ações de RSC. Assim, a visão da empresa é expandida, integrando uma conduta ética e responsável no seu lidar com vários *stakeholders*.

Waddock (2004) argumenta que não há razão para a existência de conflitos entre uma empresa lucrativa e o respeito pelos *stakeholders* da empresa e a sociedade como um todo. A Teoria dos *Stakeholders* propõe um ciclo virtuoso entre a RSC e o desempenho da empresa, sob a justificativa de que as ações de RSC são capazes de criar valor para a empresa, uma vez que a sociedade tem uma sensibilidade positiva para esse tipo de ação corporativa (FREEMAN; WICKS *et al.*, 2004). O complemento do ciclo virtuoso está relacionado com a Teoria da folga de recursos financeiros (*slack resource Theory*). Sob a estrutura teórica de *resource slack*, um melhor desempenho financeiro leva à maior disponibilidade de recursos de folga não só financeiros, mas também outros que capacitam a empresa a empreender uma política social, sejam estes ligados às relações com empregados, com a comunidade, ou a questões ambientais e de sustentabilidade. Sob tal lógica, o melhor desempenho financeiro, geralmente associado à disponibilidade de recursos de folga, seria um fator determinante das melhores questões sociais corporativas (WADDOCK; GRAVES, 1997; HUSTED; SALAZAR, 2006; BARON; HARJOTO; JO, 2011). Na sequência desta discussão, considera-se conveniente hipotetizar que maior rentabilidade contribui para maior RSC.

Hipótese 4: A rentabilidade contribui positivamente para a RSC das empresas brasileiras. Isso leva à expectativa de que as empresas com maior rentabilidade são mais propensas a compor a carteira ISE.

2.3.5 Tamanho de empresa e RSC

Apesar de argumentos sobre o possível efeito do tamanho da empresa sobre a RSC, são ainda controversos. Apesar de argumentos acerca do possível efeito do tamanho da empresa sobre a RSC serem ainda controversos (ORLITZKY, 2001; UDAYASANKAR, 2008; BAUMANN-PAULY *et al.*, 2013), o tamanho da empresa tem sido uma variável de controle importante em pesquisas sobre os em relação aos determinantes da RSC. O argumento sobre o respeito do efeito positivo do tamanho da empresa sobre a RSC postula que as grandes empresas têm mais capacidade para fornecer infraestrutura e recursos financeiros para a realização de política social. Além disso, na medida em que a empresa cresce esta Além disso, à medida que a empresa cresce, ela se torna mais visível e interage com um espectro mais amplo de *stakeholders*, experimentando uma demanda maior de responsabilidade social empresarial, levando ao maior nível de interferência mútua entre empresas e a sociedade. Nesse sentido, o tamanho da empresa parece tornar-se mais relevante para a RSC. As grandes empresas tendem a ser cobradas pelos acionistas e sociedade em geral para que elas sejam mais compelidas a integrar as questões sociais e de conduta ética (ULLMAN, 1985; ORLITZKY, 2001; ARTIACH; LEE *et al.*, 2010; ZIEGLER; SCHRÖDER, 2010; ANDRADE; BRESSAN *et al.*, 2013; LOURENÇO; CASTELO BRANCO, 2013). Neste sentido, propõe-se a hipótese de que as grandes empresas estarão mais propensas a empreender política social, levando a melhor RSC, como resumidos na hipótese seguinte que prevê um efeito positivo do tamanho da empresa sobre a RSC:

Hipótese 5: O tamanho da afeta positivamente a RSC da empresa O tamanho da empresa afeta positivamente a sua RSC. Desta forma, espera-se que as grandes empresas sejam mais propensas a compor a carteira ISE.

3 MÉTODO E AMOSTRA

3.1 MÉTODO

A literatura já abordou as dificuldades em medir a RSC, as quais podem surgir devido à diversidade de ações de RSC que uma empresa pode realizar assim como o aspecto voluntário da sua divulgação, e até mesmo a definição de RSC ainda incerta (WADDOCK; GRAVES, 1997; AGUINIS; GLAVAS, 2012). Os índices de Responsabilidade Social Corporativa

(RSC) estão sujeitos à medição de estratégias complexas, como pode ser visto na variedade dos índices utilizados (LI; TANG, 2007; HODGSON; LHAOPADCHAN; BUAKES, 2011).

Ao utilizar-se a afiliação ao índice ISE como proxy para o nível de RSC da empresa, estimam-se modelos logit em que a variável dummy ISE é a variável dependente como se observa no modelo da equação (1):

$$ISE_{i,t} = \beta_0 + [\beta_1.ISE_{i,t-1}] + \beta_2.OWC + \beta_3.ROA_{i,t} + \beta_4.GROP_{i,t} + \beta_5.SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}(1).$$

Neste modelo, a variável dummy ISE é definida como 1 caso a observação empresa/ano esteja presente no índice ISE, e 0 caso contrário. A presença defasada no índice ISE ($ISE_{i,t-1}$) está incluída num modelo alternativo da equação (1) a fim de avaliar a possível persistência da empresa compondo o índice ISE.

OWC (*ownership concentration*) representa a concentração acionária. Essa variável foi medida como a concentração de ações ordinárias nas mãos do principal acionista, a soma da concentração acionária dos dois principais acionistas, e assim por diante até atingir a soma das ações ordinárias dos cinco maiores acionistas. Além disso, para a robustez dos resultados, a concentração acionária também é medida pelo índice anual Herfindahl para cada observação empresa/ano, correspondente à soma dos quadrados das proporções de ações detidas por cada um dos cinco principais acionistas, como realizado em trabalhos anteriores (MAURY; PAJUSTE, 2005; CRISÓSTOMO; LÓPEZ-ITURRIAGA; VALLELADO, 2014). A rentabilidade foi aproximada pelo Retorno sobre os Ativos (*Return on Assets* – ROA). A oportunidade de crescimento (*Growth Opportunities* – GROP) foi representada pelo q de Tobin e calculado como a razão entre o valor de mercado da empresa mais a dívida e o valor contábil da empresa seu valor contábil, comumente encontrado na literatura (VILLALONGA; AMIT, 2006). Por fim, o tamanho da empresa (*firmsize* – SIZE) foi representado pelo L dos ativos total da empresa.

Além dessas estimativas multivariadas, realizaram-se testes univariados para as características financeiras da empresa a fim de se comparar às empresas ISE, consideraram-se empresas líderes em desempenho social e sustentabilidade empresarial, empresas convencionais, ou seja, que não compõem o ISE. Esses testes permitem que se tenha uma ideia sobre as diferenças entre os dois grupos de empresas.

3.2 AMOSTRA

Este trabalho utilizou uma amostra composta de 1,649 observações empresa/ano entre o período de no período de 2006 a 2011. Os dados financeiros e de propriedade foram coletados

a partir do banco de dados Economatica, enquanto o fato de compor o índice anual ISE foi verificado em registros da BM&FBOVESPA. A amostra é bem distribuída entre vários setores importantes da economia, como pode ser visto na Tabela 1.

Tabela 1- Distribuição da Amostra por Setor

	Amostra completa		Empresas listadas no ISE		Empresas fora do ISE	
	n	%	n	%	n	%
Indústria						
Produtos petrolíferos e combustíveis	29	1,76	2	1,12	27	1,84
Produtos químicos, produtos de papel, Metal-mecânica	252	15,28	32	17,88	220	14,97
Equipamento, maquinaria elétrica e equipamentos de transporte	130	7,88	13	7,26	117	7,96
Construção e transporte	186	11,28	10	5,59	176	11,97
Produtos alimentares e bebidas e tabaco	156	9,46	10	5,59	146	9,93
Têxteis, vestuário, couro e calçado	197	11,95	6	3,35	191	12,99
Comunicação	65	3,94	7	3,91	58	3,95
Elétrica, abastecimento de água e serviços sanitários	232	14,07	65	36,31	167	11,36
Financeiro	171	10,37	24	13,41	147	10,00
Outros	231	14,01	10	5,59	221	15,03
Total	1,649	100	179	100	1,470	100

4 RESULTADOS

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva das variáveis do modelo. Os resultados sobre a concentração acionária concordam com trabalhos anteriores realizados no Brasil, mostrando que, na verdade, as empresas brasileiras nacionais enfrentam elevada concentração acionária (LA PORTA *et al.*, 1998; LÓPEZ-ITURRIAGA; CRISÓSTOMO, 2010; SILVEIRA *et al.*, 2010). A concentração acionária média de ações ordinárias é de cerca de 55% nas mãos do principal acionista (OWC1) e chega a 77,57% nas mãos dos cinco principais acionistas ordinários (OWC5). Essa característica de concentração acionária elevada pode levar a efeitos específicos sobre determinadas políticas estratégicas da empresa, como encontrado anteriormente como já encontrado, e possivelmente também sobre políticas de RSC. Empresas brasileiras têm um ROA médio de 8,1%.

Tabela 2 - Estatísticas Descritivas para Variáveis da Amostra

variável	N	média	dp	cv	mediana	min	max
HI5	1649	0,4161	0,2980	0,7161	0,3531	1,96e-06	1,0000
OWC1	1649	0,5509	0,2713	0,4925	0,5388	0,0014	1,0000
OWC2	1649	0,6799	0,2492	0,3665	0,6996	0,0014	1,0000
OWC3	1649	0,7334	0,2287	0,3119	0,7673	0,0014	1,0000
OWC4	1649	0,7611	0,2147	0,2822	0,8089	0,0014	1,0000
OWC5	1649	0,7757	0,2069	0,2667	0,8272	0,0014	1,0000
ROA	1649	0,0811	0,1093	1,3482	0,0661	-0,1478	0,3291
GROP	1649	1,2830	1,1359	0,8853	0,9612	0,0087	6,2200
SIZE	1649	13,6153	1,7408	0,1279	13,5492	8,9965	19,9781

Notas:

HI5 é o índice Herfindahl para a concentração acionária com voto nas mãos dos cinco principais acionistas. OWC (1 a 5) refere-se à soma das ações ordinárias (%) nas mãos do principal, dos dois principais e assim por diante, até os cinco principais acionistas. ROA é o retorno sobre o ativo. GROP refere-se a oportunidades de crescimento, representadas pelo Q deTobin Q. SIZE representa o tamanho da empresa, sendo calculado pelo Ln dos ativos totais.

Ao avançar na análise descritiva, vale ressaltar que empresas constituintes do ISE e não constituintes são, na verdade, diferentes como pode ser observado na Tabela 3, que contém testes de comparação de médias para as variáveis do modelo. Como pode ser observado, as empresas compoendo o ISE apresentam concentração acionária inferior (OWC), mais oportunidades de crescimento (GROP), e rentabilidade (ROA). Testes de média foram calculados por meio de testes paramétricos e não paramétricos para a robustez dos resultados.

Tabela 3 - Comparando Empresas Listadas no ISE vs Empresas Fora do ISE

Variável	Empresas	Empresas	teste	
	listadas no ISE	fora do ISE	teste t	teste não paramétrico
	média	média	valor-p	valor-p
OWC1	0,5102	0,5559	0,0167	0,0224
OWC2	0,6596	0,6824	0,1246	0,0798
OWC3	0,7096	0,7363	0,0701	0,0185
OWC4	0,7366	0,7640	0,0535	0,0060
OWC5	0,7494	0,7789	0,0355	0,0021
HI5	0,3656	0,4223	0,0081	0,0378
ROA	0,1214	0,0761	0,0000	0,0001
GROP	1,5714	1,2479	0,0002	0,0027
SIZE	15,6513	13,3673	0,0000	0,0001

Notas:

HI5 é o índice Herfindahl para a concentração acionária com voto nas mãos dos cinco principais acionistas. OWC (1 a 5) refere-se à soma das ações ordinárias (%) nas mãos do principal, dos dois principais e assim por diante, até os cinco principais acionistas. ROA é o retorno sobre o ativo. GROP refere-se a oportunidades de crescimento, representadas pelo Q deTobin Q. SIZE representa o tamanho da empresa, sendo calculado pelo Ln dos ativos totais. Teste não paramétrico de Mann-Whitney.

A Tabela 4 apresenta os coeficientes de correlação para os modelos variáveis. Como pode ser observado, há uma tendência para uma correlação negativa entre a probabilidade de compor o índice ISE e concentração acionária. Por outro lado, rentabilidade, oportunidades de

crescimento e o tamanho da empresa parecem estar positivamente correlacionados com a presença da empresa no índice ISE.

Tabela 4 - Matriz de Correlação para as Variáveis do Modelo

	ISE	HI5	OWC1	OWC2	OWC3	OWC4	OWC5	ROA	GROP
ISE	1								
HI5	-0,059 (0,016)	1							
OWC1	-0,052 (0,033)	0,973 (0,000)	1						
OWC2	-0,028 (0,249)	0,895 (0,000)	0,911 (0,000)	1					
OWC3	-0,036 (0,140)	0,834 (0,000)	0,840 (0,000)	0,973 (0,000)	1				
OWC4	-0,040 (0,107)	0,788 (0,000)	0,782 (0,000)	0,931 (0,000)	0,985 (0,000)	1			
OWC5	-0,045 (0,071)	0,755 (0,000)	0,742 (0,000)	0,896 (0,000)	0,962 (0,000)	0,992 (0,000)	1		
ROA	0,129 (0,000)	-0,069 (0,005)	-0,065 (0,009)	-0,064 (0,010)	-0,068 (0,006)	-0,069 (0,005)	-0,072 (0,003)	1	
GROP	0,089 (0,000)	-0,154 (0,000)	-0,142 (0,000)	-0,158 (0,000)	-0,174 (0,000)	-0,180 (0,000)	-0,188 (0,000)	0,389 (0,000)	1
SIZE	0,408 (0,000)	0,015 (0,554)	0,036 (0,144)	0,038 (0,121)	0,010 (0,676)	-0,015 (0,538)	-0,027 (0,266)	0,111 (0,000)	-0,088 (0,000)

Notas:

HI5 é o índice Herfindahl para a concentração acionária com voto nas mãos dos cinco principais acionistas. OWC (1 a 5) refere-se à soma das ações ordinárias (%) nas mãos do principal, dos dois principais e assim por diante, até os cinco principais acionistas. ROA é o retorno sobre o ativo. GROP refere-se a oportunidades de crescimento, representadas pelo Q de Tobin Q. SIZE representa o tamanho da empresa, sendo calculado pelo Ln dos ativos totais. Os coeficientes de correlação a *p*-valores (entre parênteses) apresentados.

Os principais resultados podem ser descritos a partir das com base nas estimativas do modelo *logit* que têm pertinência ao índice ISE como variável dependente. Como a hipótese apresentada, a concentração de ações ordinárias mostrou afetar negativamente a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) da empresa, como representado pela probabilidade de uma empresa estar listada no índice ISE (Tabela 5). Esse resultado é consistente com os modelos estimados com diferentes medidas de concentração acionária, a soma das ações ordinárias nas mãos dos cinco principais acionistas (OWC1, OWC2, OWC3, OWC4, OWC5), e também pelo índice Herfindahl entre os cinco principais acionistas (HI5). Tal resultado é consistente com o argumento de que grandes acionistas controladores podem não ver a política social, incluindo questões sociais e ambientais, como relevantes.

Tabela 5 - Regressão Logit para Toda a Amostra

	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
HI5	-1,5612***					
OWC1		-1,9465***				
OWC2			-2,0006***			
OWC3				-1,9508***		
OWC4					-1,8085***	
OWC5						-1,7601***
ROA	2,2299*	2,2464*	2,4093**	2,3385*	2,3054*	2,2633*
GROP	0,5666***	0,5730***	0,5582***	0,5613***	0,5657***	0,5667***
SIZE	1,1897***	1,2016***	1,2038***	1,1960***	1,1937***	1,1945***
dp1	-2,6900***	-2,4506**	-2,6606***	-2,7662***	-2,8348***	-2,8882***
dp2	1,3868***	1,5088***	1,5342***	1,4848***	1,4143***	1,3697***
dp3	1,9906***	2,0631***	2,1049***	2,0530***	2,0336***	2,0283***
dp4	0,6260	0,6442	0,5928	0,5490	0,5501	0,5312
dp5	0,6152	0,7512	0,7440	0,6981	0,6288	0,5798
dp6	0,2827	0,3394	0,4477	0,4047	0,3795	0,3618
dp8	0,3263	0,4551	0,4688	0,3669	0,2648	0,1992
dp9	2,6922***	2,8507***	2,9234***	2,8105***	2,7056***	2,6443***
dp10	0,1669	0,2496	0,2492	0,1501	0,0595	0,0007
Constante	-20,9245***	-20,8175***	-20,5610***	-20,3113***	-20,2689***	-20,2515***
N	1649	1649	1649	1649	1649	1649
R ²	0,4010	0,4052	0,4040	0,4015	0,3987	0,3977
LR chi ² (18)	454,28	459,01	457,68	454,84	451,62	450,56
valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Notas:

A variável dependente é a *dummy* ISE que sinaliza a pertinência da empresa *i* ao índice ISE no ano *t*. HI5 é o índice Herfindahl para concentração de ações ordinárias nas mãos dos cinco maiores acionistas. OWC (1 a 5) refere-se à soma das ações ordinárias (%) nas mãos do principal, dos dois principais e assim por diante, até os cinco principais acionistas. GROP refere-se a oportunidades de crescimento, representadas pelo Q de Tobin Q. SIZE representa o tamanho da empresa, sendo calculado pelo Ln dos ativos totais. *Dummies* da indústria apresentada: dp1 = Produtos petrolíferos e combustíveis; dp2 = Produtos químicos, produtos de papel, metalomecânica; dp3 = Equipamento, maquinaria elétrica e equipamentos de transporte; dp4 = Construção e transporte; dp5 = Produtos alimentares e bebidas e tabaco; dp6 = Têxteis, vestuário, couro e calçado; dp7 = Comunicação; dp8 = Elétrica, abastecimento de água e serviços sanitários; dp10 = Financeiro. ***, **, e * denotam a significância estatística dos coeficientes em níveis de 1, 5 e 10%.

O efeito negativo da concentração acionária sobre a responsabilidade social das empresas encontradas neste trabalho está de acordo com trabalhos anteriores no Brasil (NUNES; TEIXEIRA *et al.*, 2010; LOURENÇO; CASTELO BRANCO, 2013), e em cenários distintos, como Europa e China (LI; ZHANG, 2010; LÓPEZ-ITURRIAGA; LÓPEZ-DE-FORONDA, 2011). A explicação de tais resultados está relacionada ao fato de que o número reduzido de acionistas controladores, que está ligado à concentração acionária elevada, tem efeitos sobre as relações de agência. Ao mesmo tempo em que contribui para a redução de conflitos de agência entre gestores e acionistas por meio de um melhor monitoramento da gestão e mitigação do efeito carona, pode também favorecer a exacerbação dos benefícios privados de controle (DYCK; ZINGALES, 2004; RIYANTO; TOOLSEMA, 2008). Benefícios privados de controle em excesso podem ter uma consequência negativa sobre as relações de agência. Acionistas controladores com muito poder podem não estar tão

interessados na melhoria do relacionamento da empresa com um amplo espectro de *stakeholders* e com o ambiente, que pode vir a ser custoso. Essa falta de interesse pode ser prejudicial para a melhoria da responsabilidade social corporativa e questões de sustentabilidade. De fato, acionistas majoritários de empresas brasileiras parecem ter incentivos para buscar obter benefícios privados de controle, deixando de lado os interesses de outros *stakeholders*, conforme proposto em outros mercados (LI; ZHANG, 2010; LÓPEZ-ITURRIAGA; LÓPEZ-DE-FORONDA, 2011). No mesmo sentido, a literatura também tem argumentado que a propriedade dispersa, que pode levar à presença de investidores institucionais e éticos, favorece as questões das empresas com um espectro mais amplo de *stakeholders* e sustentabilidade e social, ao contrário da situação de elevada concentração acionária (SÁNCHEZ; SOTORRÍO; DÍEZ, 2011; LOURENÇO; CASTELO BRANCO, 2013).

Os resultados na Tabela 6 referem-se ao modelo alternativo da equação (1) que inclui o efeito desfasado da pertinência ao índice ISE. De fato, parece haver persistência das empresas brasileiras na composição do índice ISE. A pertinência anterior do índice (ISE_{t-1}) tem um efeito positivo sobre a situação presente (ISE). Essa é uma indicação de que as empresas zelam por manter o seu estatuto de RSC, evitando a sua queda, a qual seria um sinal negativo para a sociedade. Esse resultado pode estar ligado à reputação da empresa e a fins de legitimidade. Ao divulgar ações sociais e de sustentabilidade, a empresa sinaliza sua preocupação com a RSC para o mercado e para um amplo espectro de *stakeholders* (DOWLING; PFEFFER, 1975; SUCHMAN, 1995; DEEGAN, 2002). Uma vez iniciada essa divulgação, parece importante manter a prática, caso contrário, pode ser um sinal negativo com possível efeito negativo no processo de legitimidade.

O efeito negativo da concentração acionária foi confirmado nesses modelos alternativos. Vale ressaltar que oportunidades de crescimento (GROP) e tamanho da empresa (SIZE) estão positivamente correlacionadas à probabilidade de a empresa estar presente no índice ISE como as apresentado nas hipóteses.

Tabela 6 - Regressão Logit para Toda a Amostra

	(i)	(ii)	(iii)	(iv)	(v)	(vi)
ISE _{t-1}	4,2449***	4,2099***	4,2106***	4,2137***	4,2293***	4,2384***
HI5	-1,8680***					
OWC1		-1,9296***				
OWC2			-2,1295***			
OWC3				-2,2440***		
OWC4					-2,3486***	
OWC5						-2,4265***
ROA	0,5016	0,5995	0,6583	0,6262	0,6037	0,5209
GROP	0,2796*	0,2862*	0,2826*	0,2880*	0,2947*	0,2989*
SIZE	0,7502***	0,7653***	0,7713***	0,7629***	0,7574***	0,7571***
dp1	-1,9920	-1,8180	-2,0066	-2,0815	-2,1342	-2,1886
dp2	0,7939	0,8672	0,8969	0,8923	0,8680	0,8434
dp3	0,4496	0,5186	0,5183	0,5035	0,5181	0,5493
dp4	-0,2894	-0,3188	-0,3798	-0,4038	-0,3931	-0,4079
dp5	0,4513	0,5334	0,5314	0,5166	0,4641	0,4151
dp6	-0,4239	-0,4053	-0,2668	-0,2842	-0,2869	-0,2806
dp8	1,0645	1,0725	1,1527	1,1250	1,0934	1,0561
dp9	1,7866***	1,8325***	1,9632***	1,9220***	1,8908***	1,8611***
dp10	-0,0640	-0,0884	0,0255	-0,0057	-0,0279	-0,0542
Constante	-14,3407***	-14,3141***	-14,0690***	-13,7518***	-13,5367***	-13,4356***
N	1279	1279	1279	1279	1279	1279
R ²	0,6286	0,6279	0,6285	0,6286	0,6288	0,6292
LR chi ² (18)	591,29	590,61	591,23	591,35	591,47	591,86
valor-p	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000

Notas:

A variável dependente é a *dummy* ISE que sinaliza a pertinência da empresa *i* ao índice ISE no ano *t*. HI5 é o índice Herfindahl para concentração de ações ordinárias nas mãos dos cinco maiores acionistas. OWC (1 a 5) refere-se à soma das ações ordinárias (%) nas mãos do principal, dos dois principais e assim por diante, até os cinco principais acionistas. GROP refere-se a oportunidades de crescimento, representada pelo Q de Tobin Q. SIZE representa o tamanho da empresa, sendo calculado pelo Ln dos ativos totais. *Dummies* da indústria apresentada: dp1 = Produtos petrolíferos e combustíveis; dp2 = Produtos químicos, produtos de papel, metalomecânica; dp3 = Equipamento, maquinaria elétrica e equipamentos de transporte; dp4 = Construção e transporte; dp5 = Produtos alimentares e bebidas e tabaco; dp6 = Têxteis, vestuário, couro e calçado; dp7 = Comunicação; dp8 = Elétrica, abastecimento de água e serviços sanitários; dp10 = Financeiro. ***, **, e * denotam a significância estatística dos coeficientes em níveis de 1, 5 e 10%.

Como esperado teoricamente, oportunidades de crescimento contribuem positivamente para a pertinência da empresa ao índice ISE. Ao mesmo tempo em que uma empresa com oportunidades de crescimento precisa usar todos os recursos disponíveis para maximizar essas oportunidades, essa empresa também precisa mostrar que adota altos padrões de política social, sinalizando também preocupações ambientais. Isso é importante no mercado financeiro. Essa constatação da influência positiva de oportunidades de crescimento sobre a RSC está de acordo com a proposta da hipótese 3 e os resultados anteriores no cenário internacional e também no Brasil (ARTIACH; LEE *et al.*, 2010; ZIEGLER; SCHRÖDER, 2010; LOURENÇO; CASTELO BRANCO, 2013).

Vale ressaltar o efeito positivo do tamanho da empresa sobre a probabilidade da empresa de ela compor a carteira ISE, como teoricamente proposto na hipótese 5, com base no argumento de que as empresas maiores são mais capazes de realizar ações sociais. Essa

conclusão também é consistente com estudos anteriores em diferentes mercados onde, de fato, o tamanho da empresa favorece a Responsabilidade Social Corporativa (ARTIACH; LEE *et al.*, 2010; NUNES; TEIXEIRA *et al.*, 2010; LOURENÇO; CASTELO BRANCO, 2013).

Com relação à rentabilidade, como previsto pela hipótese 4, um efeito positivo da rentabilidade sobre a RSC foi encontrado em conformidade com o ciclo virtuoso proposto pela Teoria dos *Stakeholders*. As constatações da literatura não são conclusivas sobre o efeito da rentabilidade sobre a RSC, com possível endogeneidade sugerida (ARTIACH; LEE *et al.*, 2010; ZIEGLER; SCHRÖDER, 2010; CRISÓSTOMO; FREIRE *et al.*, 2011). As diferentes medidas de RSC podem ser uma razão para os resultados variados sobre a sensibilidade da rentabilidade da RSC presente na literatura (MARGOLIS; WALSH, 2001; 2003; ORLITZKY; SCHMIDT *et al.*, 2003). Neste trabalho, a sensibilidade positiva encontrada, que está de acordo com a teoria de *resource slack*, indica que maior rentabilidade aumenta a probabilidade de uma empresa compor o índice ISE.

5 CONCLUSÕES

A literatura tem procurado determinantes da Responsabilidade Social Corporativa (RSC). Recentemente, pesquisas têm dado atenção para o papel desempenhado pela estrutura de propriedade na política social, devido a questões de reputação, visibilidade e a busca por legitimar as ações da empresa.

Este trabalho examina se a concentração acionária e outros fatores moderam o nível de Responsabilidade Social Corporativa no Brasil, representada pela adesão da empresa ao índice ISE. Os resultados mostram que a RSC das empresas brasileiras é afetada negativamente pela concentração acionária. Esse resultado pode ser interpretado como uma indicação de que os acionistas ordinários podem não ver a política social como prioridade. De fato, no contexto brasileiro, poderosos acionistas majoritários parecem buscar benefícios privados de controle, deixando de lado os interesses de outros *stakeholders* que poderiam se beneficiar das questões sociais e de sustentabilidade da empresa. Esse resultado está em conformidade com o argumento de que a (estrutura de) propriedade mais dispersa poderia capturar os interesses dos investidores com questões sociais que não têm poder na concentração acionária elevada.

Além do efeito negativo da concentração acionária sobre a RSC, resultados adicionais são importantes de se destacar é importante destacar resultados adicionais. Uma adesão anterior ao índice ISE tem mostrado um aumento na probabilidade atual de a empresa ser listada no índice ISE no ano em curso. Isso significa que as empresas brasileiras tentam

manter o seu status de RSC, como considerado pela afiliação ao índice ISE. Isso está de acordo com as propostas de que as empresas se preocupam com e legitimidade e questões de reputação. Depois de atingir certo nível com questões sociais e divulgação, as empresas tentam mantê-lo. Empresas brasileiras líderes em RSC são relativamente maiores e encaram mais oportunidades de crescimento. Estas duas características das empresas têm se mostrado capazes de aumentar a RSC. Grandes empresas brasileiras realmente se preocupam mais com o desempenho social. Empresas com boas oportunidades de crescimento são mais propensas a buscar por melhorias de RSC. Isso pode estar, de fato, relacionada com a relação da empresa com o mercado de financiamento que valoriza elevados padrões de questões sociais empresariais.

Constatam-se possíveis caminhos de pesquisa seguindo este trabalho. A busca por outras medidas de RSC é um desafio constante destacado na literatura e merece atenção uma vez que o uso da variável dummy é mais limitado do que uma medida contínua detalhada. Neste sentido, parece ser proveitoso o uso de outra RSC. Além disso, deve-se vislumbrar o estudo de setores específicos como valioso.

Estudar o efeito de outras características de estrutura de propriedade das empresas brasileiras também surge como outro caminho para a investigação. Trabalhos futuros poderiam levar em conta, por exemplo, a posse de informação privilegiada ou a posse de determinados *blockholders* como investidores institucionais, de governo ou de outras empresas.

AGRADECIMENTOS

Os autores agradecem as valiosas sugestões dos avaliadores anônimos ao longo do processo avaliação do artigo. Vicente Lima Crisóstomo agradece o apoio do CNPq (Projeto 477343/2013-9 - Universal 14/2013).

CONTRIBUIÇÃO DOS AUTORES

Vicente Lima Crisóstomo contribuiu para a concepção do trabalho, estimação dos modelos, análise e interpretação dos resultados, redação do artigo e escrita do texto em inglês.

Maria Rafaela Oliveira contribuiu para a concepção do trabalho, coleta de dados, análise, interpretação dos dados, redação do artigo.

REFERÊNCIAS

- AGUILERA, R. V. et al. Putting the S back in corporate social responsibility: a multilevel theory of social change in organizations. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 3, p. 836–863, 2007.
- AGUINIS, H.; GLAVAS, A. What we know and don't know about corporate social responsibility: a review and research agenda. **Journal of Management**, v. 38, n. 4, p. 932-968, 2012.
- ALLEN, J. W.; PHILLIPS, G. M. Corporate equity ownership, strategic alliances, and product market relationships. **Journal of Finance**, v. 55, n. 6, p. 2791-2815, 2000.
- ANDRADE, L. P. et al. Determinantes de adesão ao índice de sustentabilidade empresarial da bm&fbovespa e sua relação com o valor da empresa. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 11, n. 2, p. 181-213, 2013.
- ARTIACH, T. et al. The determinants of corporate sustainability performance. **Accounting and Finance**, v. 50, n. 1, p. 31-51, 2010.
- BARNEA, A.; RUBIN, A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. **Journal of Business Ethics**, v. 97, n. 1, p. 71-86, 2010.
- BARON, D. P.; HARJOTO, M. A.; JO, H. The economics and politics of corporate social performance. **Business and Politics**, v. 13, n. 2, p. 1-46, 2011.
- BAUMANN-PAULY, D. et al. Organizing corporate social responsibility in small and large firms: size matters. **Journal of Business Ethics**, v. 115, n. 4, p. 693-705, 2013.
- BITTENCOURT, E.; CARRIERE, A. Responsabilidade social: ideologia, poder e discurso na lógica empresarial. **RAE-Revista de Administração de Empresas**, v. 45, 2005. p. 10-22.
- BM&FBOVESPA. Índice de sustentabilidade empresarial – ISE. **Bolsa de Valores de São Paulo**, v. 2012, n. 10, nov. 2012.
- CARROLL, A. B. A three-dimensional conceptual model of corporate performance. **The Academy of Management Review**, v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.
- _____. Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. **Business & Society**, v. 38, n. 3, p. 268-295, 1999.
- 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**, v. 93, n. 1, p. 115-135, 2010.
- CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging Markets Review**, v. 15, p. 1-33, 2013.
- CRISÓSTOMO, V. L. **Inversión, Restricción Financiera y Estructura de Propiedad en Brasil**. Saarbrücken: Editorial Académica Española (LAP LAMBERT Academic Publishing GmbH & Co. KG), 2011.

CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S.; VASCONCELLOS, F. C. Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. **Social Responsibility Journal**, v. 7, n. 2, p. 295-309, 2011.

CRISÓSTOMO, V. L.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; VALLELADO, E. Nonfinancial companies as large shareholders alleviate financial constraints of Brazilian firm. **Emerging Markets Review**, v. 18, p. 62-77, 2014.

CROWTHER, D.; ARAS, G. **Corporate social responsibility**. David Crowther, Güler Aras & Ventus Publishing ApS, 2008.

CUERVO, Á. Corporate governance mechanisms: a plea for less code of good governance and more market control. **Corporate Governance: An International Review**, v. 10, n. 2, p. 84-93, 2002.

DAHLSTRUD, A. How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 15, n. 1, p. 1-13, 2008.

DAM, L.; SCHOLTENS, B. Does ownership type matter for corporate social responsibility? **Corporate Governance: An International Review**, v. 20, n. 3, p. 233-252, 2012.

DEEGAN, C. The legitimising effect of social and environmental disclosures: a theoretical foundation. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 15, n. 3, p. 282-311, 2002.

DEEPHOUSE, D. L.; CARTER, S. M. An examination of differences between organizational legitimacy and organizational reputation. **Journal of Management Studies**, v. 42, n. 2, p. 329-360, 2005.

DOWLING, J. B.; PFEFFER, J. Organizational legitimacy: Social values and organizational behavior. **Pacific Sociological Review**, v. 18, n. 1, p. 122-136, 1975.

DYCK, A.; ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison. **The Journal of Finance**, v. 59, n. 2, p. 537-600, 2004.

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary disclosure. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 22, p. 325-345, 2003.

FREEMAN, R. E.; PHILLIPS, R. A. Stakeholder theory: a libertarian defense. **Business Ethics Quarterly**, v. 12, n. 3, p. 331-349, 2002.

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

GARRIGA, E.; MELÉ, D. Corporate social responsibility theories: mapping the territory. **Journal of Business Ethics**, v. 53, n. 1-2, p. 51-71, 2004.

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

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

GRIFFIN, J. J.; MAHON, J. F. The corporate social performance and corporate financial performance debate: Twenty-five years of incomparable research. **Business and Society Review**, v. 36, n. 1, p. 5-31, 1997.

HARJOTO, M. A.; JO, H. Corporate social responsibility and operating performance. **Journal of the Academy of Business and Economics**, v. 8, n. 1, p. 59-71, 2008.

HODGSON, A.; LHAOPADCHAN, S.; BUAKES, S. How informative is the Thai corporate governance index? A financial approach. **International Journal of Accounting and Information Management**, v. 19, n. 1, p. 53 -79, 2011.

HUSTED, B.; SALAZAR, J. J. Taking Friedman seriously: maximizing profits and social performance. **Journal of Management Studies**, v. 43, n. 1, p. 75-91, 2006.

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

JOHNSON, R. A.; GREENING, D. W. The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance. **Academy of Management Journal**, v. 42, n. 5, p. 564-576, 1999.

LA PORTA, R. et al. Law and finance. **Journal of Political Economy**, v. 106, n. 6, p. 1113-1155, 1998.

LERNER, L. D.; FRYXELL, G. E. An empirical study of the predictors of corporate social performance: a multi-dimensional analysis. **Journal of Business Ethics**, v. 7, n. 12, p. 951-958, 1988.

LI, W.; ZHANG, R. Corporate social responsibility, ownership structure, and political interference: evidence from China. **Journal of Business Ethics**, v. 96, p. 631-645, 2010.

LI, W. A.; TANG, Y. An evaluation of corporate governance evaluation, governance index (CGI) and performance: evidence from Chinese listed companies in 2003. **Frontiers of Business Research in China**, v. 1, n. 1, p. 1-18, 2007.

LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; CRISÓSTOMO, V. L. Do leverage, dividend payout and ownership concentration influence firms' value creation? An analysis of Brazilian firms. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 46, n. 3, p. 80-94, 2010.

LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J.; LÓPEZ-DE-FORONDA, Ó. Corporate social responsibility and large shareholders: an analysis of european multinational enterprises. **Transnational Corporations Review**, v. 3, n. 3, p. 17-33, 2011.

LÓPEZ, M. V.; GARCIA, A.; RODRIGUES, L. Sustainable development and corporate performance: a study based on the dow jones sustainability index. **Journal of Business Ethics**, v. 75, p. 285-300, 2007.

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.

MARCONDES, A. W.; BACARJI, C. D. **ISE: sustentabilidade no mercado de capitais**. São Paulo: Report Editora LTDA, 2010.

MARGOLIS, J. D.; WALSH, J. P. **People and profits?: The search for a link between a company's social and financial performance**. Mahwah, NJ: Lawrence Erlbaum Associates, Inc, 2001.

_____. Misery loves companies: rethinking social initiatives by business. **Administrative Science Quarterly**, v. 48, n. 2, p. 268-305, 2003.

MAURY, B.; PAJUSTE, A. Multiple large shareholders and firm value. **Journal of Banking & Finance**, v. 29, n. 7, p. 1813-1834, 2005.

NUNES, J. G. et al. Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao Índice BM&F Bovespa de Sustentabilidade Empresarial **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, v. 7, n. 4, p. 328-340, 2010.

ORLITZKY, M. Does firm size confound the relationship between corporate social performance and firm financial performance? **Journal of Business Ethics**, v. 33, p. 167-180, 2001.

ORLITZKY, M.; SCHMIDT, F. L.; RYNES, S. L. Corporate social and financial performance: a meta-analysis. **Organization Studies**, v. 24, n. 3, p. 403-441, 2003.

RIYANTO, Y. E.; TOOLSEMA, L. A. Tunneling and propping: a justification for pyramidal ownership. **Journal of Banking & Finance**, v. 32, n. 10, p. 2178-2187, 2008.

ROBERTSON, D. C. Corporate social responsibility and different stages of economic development: Singapore, Turkey, and Ethiopia. **Journal of Business Ethics**, v. 88, p. 617-633, 2009.

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**, v. 5, n. 2, p. 212-226, 2009.

SÁNCHEZ, J. L. F.; SOTORRÍO, L. L.; DÍEZ, E. B. The relationship between corporate governance and corporate social behavior: a structural equation model analysis. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 18, n. 2, p. 91-101, 2011.

SCHIANTARELLI, F.; SEMBENELLI, A. Form of ownership and financial constraints: Panel data evidence from flow of funds and investment equations. **Empirica**, v. 27, n. 2, p. 175-192, 2000.

SHRIVASTAVA, P. Ecocentric management for a risk strategy. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 118-137, 1995.

SILVEIRA, A. D. M. et al. Endogeneity of Brazilian corporate governance quality determinants. **Corporate Governance**, v. 10, n. 2, p. 191 - 202, 2010.

SKILLIUS, A.; WENNERBERG, U. **Continuity, credibility and comparability**: key challenges for corporate environmental performance measurement and communication. Lund University. 1998

STATMAN, M. Socially responsible indexes. **Journal of Portfolio Management**, v. 3, p. 100-109, 2006.

SUCHMAN, M. C. Managing legitimacy: strategic and institutional approaches. **The Academy of Management Review**, v. 20, n. 3, p. 571-610, 1995.

TILLING, M. V.; TILT, C. A. The edge of legitimacy: voluntary social and environmental reporting in Rothmans' 1956-1999 annual reports. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 23, p. 55-81, 2010.

UDAYASANKAR, K. Corporate social responsibility and firm size. **Journal of Business Ethics**, v. 83, p. 167-175, 2008.

ULLMAN, A. A. Data in search of a theory: a critical examination of the relationships among social performance, social disclosure, and economic performance of US firms. **Academy of Management Review**, v. 10, n. 3, p. 540-557, 1985.

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

WADDOCK, S. Creating corporate accountability: foundational principles to make corporate citizenship real. **Journal of Business Ethics**, v. 50, n. 4, p. 313-327, 2004.

WADDOCK, S. A.; GRAVES, S. B. The corporate social performance-financial performance link. **Strategic Management Journal**, v. 18, n. 4, p. 303-319, 1997.

ZIEGLER, A.; SCHRÖDER, M. What determines the inclusion in a sustainability stock index? A panel data analysis for European firms. **Ecological Economics**, v. 69, n. 4, p. 848-856, 2010.