



## **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL**

Universidade Federal do Rio Grande do Norte

ISSN 2176-9036

Vol. 10. n. 2, jul./dez. 2018

Sítios: <http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

Artigo recebido em: 21.12.2017. Revisado por pares em: 27.12.2017. Reformulado em: 09.05.2018. Avaliado pelo sistema double blind review.

### **INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NA PARTICIPAÇÃO DO ISEBOVESPA**

### **INFLUENCE OF CORPORATE GOVERNANCE IN ISEBOVESPA'S PARTICIPATION**

### **INFLUENCIA DE LA GOBERNANZA CORPORATIVA EN LA PARTICIPACIÓN DE ISEBOVESPA**

#### **Autores**

#### **Ednilto Pereira Tavares Júnior**

Doutor e Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis das UnB, UFPB, UFRN. Docente da Universidade Estadual de Goiás. Endereço: Avenida Diva de Freitas Rios Qd. 4 Lt. 22 – Jardim Aeroporto – Jaraguá-GO – Brasil.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/6325253108250565>

E-mail: [edniltojunior@hotmail.com](mailto:edniltojunior@hotmail.com)

#### **Paulo Roberto Barbosa Lustosa**

Doutor em Contabilidade e Controladoria pela Universidade de São Paulo (USP). Docente na Universidade de Brasília. Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro – Asa Norte – Brasília-DF – Brasil.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/0206424732066059>

E-mail: [prblustosa@gmail.com](mailto:prblustosa@gmail.com)

#### **Isabel Cristina Henriques Sales**

Mestre em Ciências Contábeis pelo Programa Multi-Institucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis das UnB, UFPB, UFRN. Bacharel em Ciências Contábeis pela Universidade de Brasília. Endereço: Campus Universitário Darcy Ribeiro – Asa Norte – Brasília-DF – Brasil.

Identificadores (ID):

Lattes: <http://lattes.cnpq.br/3232677429658518>

E-mail: [isabel.sales@gmail.com](mailto:isabel.sales@gmail.com)

## RESUMO

Observa-se, no ambiente acadêmico, que temas como sustentabilidade e governança são cada vez mais estudados e debatidos. Essa tendência é, geralmente, atribuída ao fato de que as pessoas, tanto na academia, quanto na sociedade em geral, demonstram crescente interesse em assuntos envolvendo métodos sustentáveis e responsabilidade social. Esta pesquisa tem o objetivo de investigar, através da regressão logística, a influência das variáveis endividamento, controle estatal e participação no índice de governança da BOVESPA, todas associadas à governança corporativa, na probabilidade de a empresa vir a participar do Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA (ISEBOVESPA). A amostra foi composta por 156 empresas listadas na B3 que apresentaram o relatório de sustentabilidade, obtido a partir do Formulário de Referência. Esse corte foi definido pela premissa de que empresas que apresentam esse relatório praticam uma evidência maior das práticas empresariais sustentáveis. O corte temporal, de 2010 a 2016, foi definido com base na disponibilidade das informações, uma vez que o Formulário de Referência teve sua apresentação instituída somente a partir de 2010. Os resultados encontrados indicam fraca influência, negativa, do endividamento e forte influência, positiva, da participação no índice de governança da BOVESPA na probabilidade de a empresa participar do ISE. Por outro lado, o controle estatal do capital não exerce nenhuma influência na decisão de a empresa participar do ISE.

**Palavras-chave:** Responsabilidade social. Governança corporativa. Bolsa de valores.

## ABSTRACT

It is observed, in the academic environment, that subjects such as sustainability and governance are increasingly studied and debated. This tendency is generally attributed to the fact that people, both in the academy and in society at large, show growing interest in issues involving sustainable methods and social responsibility. This research has the objective of investigating, through logistic regression, the influence variables indebtedness, state control and participation in the BOVESPA governance index, all associated to corporate governance, in the probability that the company will participate in the BM & FBOVESPA Corporate Sustainability Index (ISEBOVESPA). The sample was composed of 156 companies listed in B3 that presented the sustainability report, obtained from the Reference Form. This cut was defined by the premise that companies that present this report practice a greater evidence of sustainable business practices. The time cut, from 2010 to 2016, was defined based on the availability of the information, since the Reference Form had its presentation instituted only from 2010. The results indicate weak influence, negative, of the indebtedness and strong positive influence of the participation in the BOVESPA governance index in the probability of the company participating in ISE. On the other hand, state control of capital has no influence on the decision of the company to participate in ISE.

**Keywords:** Corporate social responsibility. Corporate governance. Stock Exchange.

## RESUMEN

Se observa, en el ambiente académico, que temas como sostenibilidad y gobernanza son cada vez más estudiados y debatidos. Esta tendencia suele atribuirse al hecho de que las personas, tanto en la academia, como en la sociedad en general, demuestran un creciente interés en asuntos que involucran métodos sostenibles y responsabilidad social. Esta investigación tiene el objetivo de investigar, a través de la regresión logística, a influenciadas variables endeudamiento, control estatal y participación en el índice de gobernanza de BOVESPA, todas asociadas a la gobernanza corporativa, en la probabilidad de que la empresa participe en el Índice de Sustentabilidad Empresarial de la BM & FBOVESPA (ISEBOVESPA). La muestra fue compuesta por 156 empresas listadas en la B3 que presentaron el informe de sostenibilidad, obtenido a partir del Formulario de Referencia. Este corte fue definido por la premisa de que

las empresas que presentan el esmeral, practican una mayor evidencia de las prácticas empresariales sostenibles. El corte temporal, de 2010 a 2016, fue definido en base a la disponibilidad de las informaciones, una vez que el Formulario de Referencia tuvo su presentación instituida a partir de 2010. Los resultados encontrados indican una débil influencia negativa del endeudamiento y fuerte influencia positiva de la participación en el índice de gobernanza de BOVESPA en la probabilidad de que la empresa participe en el ISE. Por otro lado, el control estatal del capital no ejerce ninguna influencia en la decisión de la empresa de participar del ISE.

**Palabras clave:** Responsabilidad social corporativa. Gobernanza corporativa. Bolsa de Valores.

## 1 INTRODUÇÃO

A evidenciación das atitudes sustentáveis das empresas demonstra a crescente preocupação dos usuários da informação quanto ao desenvolvimento econômico, social e ambiental. Há cada vez mais interesse nos aspectos básicos da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) aliados à Governança Corporativa (GC) (RAZEK, 2014).

As entidades estão, então, buscando responsabilidades estranhas à sua atividade principal, mas que agregam valor, e isso constitui a RSC. A GC trabalha a criação de mecanismos que assegurem que a tomada de decisão considerará o melhor interesse dos investidores, aumentando também a probabilidade de os fornecedores de recursos obterem o retorno sobre os seus investimentos (DA SILVEIRA, 2002).

Aguilera *et al* (2006) afirmam que os trabalhos sobre GC têm seguido a linha da criação de modelos, com propósitos que variam desde a explicação da diferença entre os tipos de governança e como essas afetam as finanças da propriedade, à análise das relações entre o trabalho e o mercado. A visão sócio-política, por sua vez, tem recebido menos atenção.

Ao se explorar a visão sócio-política da GC e a sua relação com a RSC, encontram-se trabalhos tal qual o de Said *et al* (2009) que encontraram uma associação positiva entre a divulgação da RSC e da GC em empresas na Malásia. Outra pesquisa relevante é a de Nasser e Hassan (2013), que listaram os índices de GC e a divulgação da RSC para medir sua qualidade. A GC não teve significância estatística para a associação com a evidenciación da RSC, considerando 65 empresas listadas na Bolsa de Abu Dhabi, nos Emirados Árabes.

A partir de um olhar sobre a literatura atual, notou-se que os resultados sobre a relação entre RSC e GC são divergentes entre as pesquisas internacionais. Já no Brasil, pesquisas apontam uma relação entre o desenvolvimento sustentável e a governança (TEIXEIRA, NOSSA; FUNCHAL, 2011), bem como uma relação entre o risco e evidenciación ambiental (LAMEIRA *et al.*, 2013). Dessa forma, a presente pesquisa objetivou observar a probabilidade de empresas com melhores práticas de GC virem a participar do ISEBOVESPA, para que o objetivo fosse atingido, utilizou-se a regressão logística. Como a GC não pode ser observada diretamente, utilizou-se as variáveis Endividamento (estrutura de capital), Participação de Capital do Governo e Participação em Nível Diferenciado de Governança conforme classificação na BM&FBOVESPA.

Este artigo está organizado em três partes principais, além desta introdução. Inicialmente, discute-se os temas RSC e GC de forma isolada, para que, posteriormente, a sua relação teórica seja apresentada. Em segundo momento, apresentam-se os métodos e as técnicas de pesquisa, bem como a definição das variáveis que foram utilizadas e a construção das hipóteses de pesquisa. A última parte do trabalho apresenta os resultados encontrados a partir da análise dos dados.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA

Atualmente, muitos têm discutido, no mundo corporativo, sobre a noção de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e, dessa forma, cada vez mais as corporações estão sendo encorajadas a serem socialmente responsáveis (WELFORD; FROST, 2006; ENGLE, 2007). Contudo, Dahlsrud (2008) afirma que tanto no mundo corporativo, quanto no acadêmico, não há uma definição específica para a RSC. Dahlsrud (2008), ainda, afirma que são muitas as definições para o termo, mas que em geral elas estão centradas em cinco dimensões: ambiental, social, econômica, das partes interessadas e do voluntariado.

Para Carroll (1999), o conceito de RSC tem uma história longa e variada, porém é possível rastrear evidências da preocupação da comunidade empresarial com a sociedade durante séculos. O autor enfatiza que, embora a temática seja antiga, a escrita formal sobre o tema é um produto do século XX, em específico a partir de 1950. Apesar de ser possível verificar a presença da RSC em todo o mundo (em especial nos países como maior desenvolvimento econômico), as pesquisas mais relevantes têm sido realizadas nos Estados Unidos, onde essa literatura acumulou-se.

Por meio de uma revisão sobre as definições de RSC na literatura acadêmica, a primeira definição que se tem é a de Bowen (1953 *apud* CARROLL, 1999). Nas primeiras literaturas que se tem registro, o tema foi tratado apenas como Responsabilidade Social. Para Carroll (1999), esse fato decorre da não ocorrência do destaque da corporação moderna e da dominância do setor empresarial.

Bowen (1953), em seu trabalho intitulado *Social Responsibilities of the Businessman*, demonstrou a crença de que um enorme número de grandes empresas tornar-se-iam centros vitais da tomada de poder e decisão e, mais, que suas ações impactariam na vida da sociedade ao seu redor em vários aspectos. O autor faz uma pergunta que norteou seu trabalho e incomoda pesquisadores e gestores até os dias atuais: “Quais são as responsabilidades, para com a sociedade, que os homens de negócios podem assumir razoavelmente?”<sup>1</sup>

A partir do questionamento levantado, Bowen (1953) apresentou uma definição inicial sobre as responsabilidades sociais dos empresários, em que ele afirmava que a responsabilidade social se refere às obrigações dos empresários para elaborar políticas, tomar decisões e seguir linhas de ação que são desejáveis, em termos dos objetivos e valores da sociedade.

Na década de 1950, alguns trabalhos também apareceram como destaque sobre o tema, tais como os de Selekman (1959), que discutiu a responsabilidade moral da gestão; Heald (1957) que tratou sobre a responsabilidade da gestão para com a sociedade e Eell (1956) que buscou demonstrar como as corporações poderiam contribuir para uma sociedade livre.

Os anos seguiram e diversos autores iniciaram a discussão sobre o conceito de RSC. Dahlsrud (2008) que observou os conceitos apresentados na literatura em mais de meio século e encontrou mais de 37 definições para o termo. A partir das definições, o autor observou quais eram as mais utilizadas. O Quadro 1 representa uma síntese da pesquisa de Dahlsrud (2008), demonstrando as cinco definições mais utilizadas sobre a expressão: Responsabilidade Social Corporativa.

---

<sup>1</sup>Tradução livre de: “*What responsibilities to society may businessmen reasonably be expected to assume?*” (BOWEN, 1953)

**Quadro 1 – Definições mais usadas para Responsabilidade Social Corporativa.**

Fonte	Definição	Dimensões	Ranking
<i>Commission of the European Communities</i> (2001)	Um conceito, segundo o qual as empresas integram preocupações sociais e ambientais nas suas operações e na sua interação com outras partes interessadas em uma base voluntária.	Voluntarismo Partes Interessadas Social Ambiental Econômica	1º
<i>World Business Council for Sustainable Development</i> (1999)	O compromisso da empresa para contribuir para o desenvolvimento econômico sustentável, trabalhando com os funcionários, suas famílias, a comunidade local e a sociedade em geral para melhorar a sua qualidade de vida.	Partes Interessadas Social Econômica	2º
<i>World Business Council for Sustainable Development</i> (2000)	A responsabilidade social corporativa é o compromisso contínuo por parte das empresas a se comportar eticamente e contribuir para o desenvolvimento econômico, melhorando a qualidade de vida dos trabalhadores e suas famílias, bem como a comunidade local e sociedade em geral.	Voluntarismo Partes Interessadas Social Econômica	3º
<i>Commission of the European Communities</i> (2001)	Responsabilidade social das empresas é, essencialmente, um conceito segundo o qual as empresas decidem voluntariamente para contribuir para uma sociedade melhor e um ambiente mais limpo.	Voluntarismo Partes Interessadas Social Ambiental Econômica	4º
<i>Business for Social Responsibility</i> (2000)	Decisão de negócio que se faz ligada a valores éticos, cumprimento dos requisitos legais e respeito pelas pessoas, comunidades e o meio ambiente.	Voluntarismo Partes Interessadas Econômica	5º

Fonte: adaptado de Dahlsrud (2008).

Para Dahlsrud (2008), apesar de existirem muitas definições, todas se referem sempre a cinco dimensões – ambiental, social, econômica, das partes interessadas e do voluntarismo – e que, embora diferentes, são congruentes. Contudo, o autor continua e afirma que o maior desafio da RSC consiste na própria teoria, que descreve o fenômeno e que não apresenta orientações sobre como gerenciar desafios. Assim, o desafio para as empresas não é a busca da definição, mas sim como a compreensão desse tipo de responsabilidade é socialmente construída, em um contexto específico e como tornar público, quando for utilizada como estratégia de negócios.

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Ao voltar na raiz dos estudos sobre Governança Corporativa (GC) tem-se a obra de Berle e Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, em que os autores discutem, empiricamente, a composição acionária das grandes empresas norte-americanas, observando os inevitáveis conflitos de interesse que estruturas de propriedades pulverizadas poderiam acarretar para o desempenho e valor das companhias. Estudos posteriores, como os de Coase (1937, 1960), Alchian (1965, 1969) e Alchian e Demsetz (1972), trouxeram interpretações desse trabalho, contudo, praticamente, todas as pesquisas têm reconhecido que a preocupação

fundamental, de Berle e Means, é a separação entre propriedade e controle nas grandes corporações.

Williamson (2002) defende que a GC trata de relações contratuais, mas que essa se divide em quatro pilares: Governança, Custos de Transação, Adaptação e uma Ciência Social Interdisciplinar. O primeiro pilar, governança, trata a GC como um meio para infundir ordem e, dessa forma, mitigar os conflitos e realizar ganhos mútuos (COMMONS, 1932). O segundo pilar, custos de transação, lida com a GC por meio de dispêndios de recursos econômicos, objetivando o planejamento, adaptação e monitoramento das interações entre os agentes, garantindo, por conseguinte, que haja o cumprimento dos termos contratuais e que esses se façam de maneira satisfatória entre as partes envolvidas (COASE, 1937). O terceiro pilar é a adaptação, em que Hayek (1945) observa a GC sob uma ótica das adaptações dos agentes econômicos que se ajustam, espontaneamente, às mudanças no mercado. E, por fim, o quarto pilar trata a GC como uma ciência social interdisciplinar, que relaciona o fato de a teoria das organizações e dos aspectos legais serem fundamentais para a formação da teoria sobre governança.

Para Mizruchi (2004), a maioria dos estudos sobre a GC está centrada nas áreas de finanças e direito, com um número menor na Teoria Organizacional e na Estratégia Corporativa. Para o autor, os estudos focam sua atenção a partir do final da Segunda Guerra Mundial, mas os pesquisadores têm negligenciado o assunto que deu origem ao tema, o poder corporativo.

A Crise de 1929 resultou em diversas pesquisas, inclusive no estudo de Berle e Means (1932) que discorreram sobre o fato de o capital, nos EUA, ter-se tornado demasiadamente concentrado durante as décadas anteriores à crise, uma vez que este capital estava sendo investido em um número relativamente pequeno de empresas com grande poder. Enquanto essas empresas cresciam, para os proprietários originais tornava-se cada vez mais difícil manter participações acionárias majoritárias e suas ações acabaram ficando dispersas entre um grande número de pequenos acionistas. Uma consequência dessa dispersão era a usurpação de poder por parte dos gestores das empresas, aqueles responsáveis pela tomada de decisão do dia-a-dia e, dessa forma, os interesses dos gestores não estavam, necessariamente, alinhados aos dos acionistas (BERLE; MEANS, 1932).

Os autores supracitados reforçam que a preocupação não estava somente na separação da propriedade e do controle e na falta de prestação de contas dos gestores para os investidores, mas também na falta de prestação de contas dos gestores com a sociedade em geral. Essa situação permitia a um pequeno grupo, que estaria à frente de grandes organizações, construir ou destruir comunidades, objetivando a geração de grande produtividade e riqueza, além de poder controlar a distribuição dessa riqueza, se observados os acionistas ou até mesmo a sociedade em que a empresa está inserida.

Destefanis e Sena (2007) realizaram um estudo analisando a relação entre os sistemas de GC e a eficiência em empresas italianas no período de 1994 a 1997. A partir da mensuração das características do sistema de gestão, os autores observaram que a participação de um governo influencia diretamente o sistema de GC, bem como a concentração de capital e sua estrutura hierárquica. Já Hoffman (2011) apresentou evidências de elementos da GC com foco no meio ambiente. Essa perspectiva representa uma visão de prestação de contas, públicas, ou até mesmo sociais vinculadas a GC.

Sob essa ótica da prestação de contas, Williamson (1996) completa afirmando que a GC funciona como uma ferramenta de transparência, justiça e responsabilidade por parte das organizações, quando estão interagindo com a sociedade.

### **2.3 RELAÇÃO ENTRE GOVERNANÇA CORPORATIVA E RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA**

No seu conceito mais básico, a RSC é representada pela forma de operação das empresas dentro dos padrões sociais, políticos, legais e éticos, nos ambientes em que se encontra. Para Freeman (1984), é improvável que as estratégias nesse âmbito sejam independentes, ou mesmo separadas, desde as suas propostas de valores básicos até seus clientes, empregados, fornecedores ou investidores. Dessa forma, Devinney, Schwalbach e Williams (2013) afirmam que a compreensão da RSC e das políticas das organizações implicam em compreender a natureza dos ambientes institucionais, que são escolhidos ou forçados a operar. Os autores, ainda, elucidam que as estratégias e políticas dessa operação representam aspectos críticos das escolhas que a empresa ou, mais corretamente, seus acionistas e gestores fazem sobre como querem operar. Nota-se que gestores e proprietários acreditam ter reivindicações legítimas sobre as rendas residuais, bem como sobre quais partes interessadas merecem ter uma voz reconhecida nas decisões corporativas, fazendo com que a interação entre GC e RSC seja estudada.

Devinney, Schwalbach e Williams (2013) afirmam que a ligação entre a GC e RSC é endógena; sendo assim, ambas não podem ser vistas como fenômenos estáticos e independentes.

Os autores Gill (2008), Ioannou e Serafeim (2010) e De Graaf e Stoelhorst (2013) observaram que, em um nível macro, o sistema de GC, geralmente, é orientado para acionistas majoritários ou direcionado para um grupo mais amplo de partes interessadas; mas esse sistema terá implicações nas relações das empresas com instituições sociais e nos sentimentos de obrigações sociais. Para esses autores, os membros dos conselhos e os gestores podem considerar as opiniões sociais para a tomada de decisões, agindo para promover o bem-estar da sociedade; assim, esses ideais estão consoantes com os fundamentos de uma boa Governança Corporativa.

Para Sternberg (2009), a GC refere-se à forma de garantir que as ações, agentes e ativos corporativos sejam direcionados para que os objetivos corporativos, estabelecidos pelos acionistas da entidade, sejam atingidos. Dessa maneira, a GC tem como objetivo assegurar que as corporações sejam direcionadas aos seus objetivos constitucionais, sendo quaisquer que sejam esses objetivos.

Sternberg (2009), ainda, afirma que as avaliações de governança corporativa medem a eficácia regulatória dos meios corporativos, não a qualidade moral dos fins corporativos; por essa razão, a RSC prejudica a GC, na medida em que defende a superação ou qualificação do objetivo corporativo oficial. Como consequência, o consentimento dos acionistas para os objetivos que se intencionam alcançar pela RSC é raramente buscado, muito menos obtido.

Em pesquisa realizada por Hussainey, Mgbame e Chijoke-Mgbame (2011) foram observadas 111 companhias listadas na Bolsa do Reino Unido. O estudo identificou que não houve estatística significativa para a relação entre GC e RSC.

Razek (2014) pesquisou a associação entre a divulgação da RSC e a GC em empresas egípcias. O autor identificou que os mecanismos de GC afetam a divulgação da RSC nos relatórios anuais e complementou seu trabalho demonstrando quais mecanismos influenciaram esse resultado, sendo eles: qualidade da auditoria interna; comitê de auditoria; estrutura da diretoria, principalmente múltiplas diretorias e a estrutura de propriedade.

No Brasil, Vellani, Albuquerque e Chaves (2009) consideraram que a manutenção de ações sociais e ecológicas colaborou para que as empresas obtivessem um bom desempenho social e ambiental, além de possibilitar uma adição no seu desempenho econômico, fazendo, por esse motivo, que o risco do negócio fosse reduzido.

Já Lameira *et al.* (2013) apresentaram um estudo, cujo resultado demonstra empresas que, incluídas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), apresentaram melhor desempenho, menor risco e um maior valor de mercado. A pesquisa foi realizada com 250 empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo, no período de 2005 a 2009.

Destaca-se ainda o estudo realizado por Teixeira, Nossa e Funchal (2011) que analisaram a relação entre a participação das empresas no ISE e o risco. Os autores investigaram uma amostra de 378 empresas, no período de 2003 a 2008, e verificaram que as empresas participantes do ISE possuem um indicador de risco e endividamento menor que as não participantes.

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A população pesquisada foi formada por empresas financeiras e não financeiras listadas na BOVESPA. O corte temporal foi definido a partir da disponibilidade das informações, uma vez que o Formulário de Referência, base para as informações sobre a GC, passou a ser publicação obrigatória somente em 2010, em consequência utilizou-se um período de 7 (sete) anos, de 2010 a 2016.

A população é composta de 620 empresas listadas e ativas na BOVESPA, das quais apenas 156 (25,16%) apresentaram Relatório de Sustentabilidade. O relatório é obtido a partir do Formulário de Referência no item 7.8 (Relações de longo prazo relevantes) e o corte amostral foi assumido tendo em conta que empresas que apresentam o Relatório de Sustentabilidade possuem uma melhor divulgação de suas ações socioambientais.

A Tabela 1 demonstra a classificação entre as empresas listadas que apresentam o Relatório de Sustentabilidade e seu segmento de listagem.

**Tabela 1 – Quantidade de empresas listadas por segmento de listagem.**

<i>Segmento de Listagem</i>	<i>Quantidade</i>	<i>%</i>
Novo Mercado	61	39,10
Nível 1	20	12,82
Nível 2	14	8,98
Bolsa	61	39,10
<b>Total</b>	<b>156</b>	<b>100,00</b>

Fonte: elaborada pelos autores (2017).

Em relação ao segmento de listagem, essa classificação faz-se necessária uma vez que o segmento Novo Mercado possui um padrão de GC diferenciado, fazendo com que esse nível seja considerado como *proxy* para a melhor prática de GC. Zelenyuk e Zheka (2006) observaram uma associação positiva entre níveis de qualidade de GC e práticas sustentáveis.

Os dados financeiros e contábeis foram extraídos das demonstrações financeiras publicadas e disponíveis no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). As variáveis relacionadas a GC foram obtidas a partir do Formulário de Referência.

O Formulário de Referência foi instituído a partir da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 e estabelece informações que devem ser evidenciadas pelas companhias listadas. Às informações contidas no Formulário de Referência, destacam-se as referentes ao controle acionário.

### 3.1 DEFINIÇÃO DE VARIÁVEIS E HIPÓTESES DE PESQUISA

Para o presente estudo foram observadas duas variáveis latentes, RSC e GC. Segundo Marôco (2010), é característica da variável latente não possuir um parâmetro observável, assim faz-se necessária a observação de variáveis manifestas, pois essas são diretamente mensuráveis.

Como a “Responsabilidade Social Corporativa” e a “Governança Corporativa” não podem ser mensuradas, uma vez que consistem em variáveis latentes ou constructos, a representação desses constructos pode ser capturada por indicadores, conforme pesquisas apresentadas no Referencial Teórico. Como consequência, criou-se um modelo de mensuração que buscou captar, de acordo com a literatura nacional, as variáveis manifestas que representariam as variáveis latentes. O Quadro 2 apresenta as variáveis observadas para cada variável latente.

**Quadro 2 – Variáveis latentes, variáveis manifestas e referências.**

Variável Latente	Código	Variáveis manifestas	Mensuração das Variáveis	Referências
Governança Corporativa	END	Endividamento	$\frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo total}}$	Vellani, Albuquerque e Chaves (2009), Barbieri (1997), Leoneti, Prado e Oliveira (2011)
	GOV	Controle do Governo	Dummy: 0, o controlador não é governo; 1, o controlador é governo.	
	IGC	Índice de Governança Corporativa	Dummy: 0, não participa do Novo Mercado; 1, participa do Novo Mercado.	
Responsabilidade Social Corporativa	ISE	Participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial	Dummy: 0, não participa do ISE; 1, participa do ISE	Peixoto et al (2016), Andrade, Moreira e Pedrosa (2012) e Teixeira, Nossa, Funchal (2011)

Fonte: elaborado pelos autores (2017).

A partir da definição das variáveis manifestas foram criadas três hipóteses de pesquisa, a saber:

*Hipótese 1: O endividamento influencia diretamente na probabilidade de a empresa vir a participar do ISE.*

Pereira e Vilaschi (2006) afirmam que o conflito de agência e a assimetria informacional surgem como sendo os principais motivadores para a existência e desenvolvimento da GC e, dessa forma, uma melhor prática de governança reduziria esses custos de agência e assimetria.

Devido ao fato de o mercado não conhecer perfeitamente as características de cada tomador de crédito, Stiglitz e Weiss (1981) elaboraram o conceito de seleção adversa no mercado de crédito. Segundo esse conceito, o mercado faria um racionamento de crédito, em que o volume de crédito concedido pelo mercado é menor que o eficiente, refletindo assim a assimetria informacional.

Para Assaf Neto (2009), os indicadores de endividamento têm como objetivo demonstrar a composição das fontes passivas dos recursos utilizados pelas companhias, o que torna esses indicadores em uma forma de mensuração do risco não sistêmico, já que as empresas mais endividadas serão consideradas mais arriscadas pelos investidores. Dessa forma, acredita-se que a relação entre endividamento e participação do índice seja positiva; pois, para Vellani,

Albuquerque e Chaves (2009), manter ações sociais e ecológicas pode melhorar o desempenho econômico, reduzindo assim o risco do negócio.

*Hipótese 2: A participação do governo no capital da companhia influencia diretamente na probabilidade de a empresa vir a participar do ISE.*

Barbieri (1997) afirma que as questões ambientais têm exigido uma participação vigorosa do Estado, em todos os países, mas que apenas a ação estatal não garante por si só que as questões ambientais serão tratadas corretamente pela sociedade. Dessa forma, instrumentos, e a maneira com que estes são articulados entre si, bem como as demais políticas públicas, é que possibilitam o desenvolvimento sustentável. Para Leoneti, Prado e Oliveira (2011), o Estado tem investido, a cada ano, mais recursos, buscando desenvolvimento sustentável de suas atividades. Dessa maneira, acredita-se que as empresas que possuem capital público serão mais incentivadas a participarem do ISE.

*Hipótese 3: Empresas certificadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa são mais propensas a participarem do ISE.*

Para Ashley e Macedo-Soares (2001), a responsabilidade social está ligada ao nível de governança, isso porque a ideologia da governança nos negócios, que estão alicerçados desde os fundamentos da constituição da companhia, faz com que as estratégias de RSC sejam incorporadas na GC. Heide (1994) afirma, ainda, que as normas sociais e as fundamentais são necessárias em ambientes com turbulência e que essas acabam incorporando-se aos mecanismos de governança. Isso porque uma atitude que leva a uma responsabilidade social é mais ampla que só investir em projetos sociais, apesar de afetar a gestão empresarial. Dessa forma, empresas com níveis diferenciados de GC terão mais chances de participarem do ISE.

### 3.2 MODELO PROPOSTO

A fórmula (1) representa o modelo de regressão logística desenvolvido para o estudo, conforme pressupostos teóricos.

$$RSC = \beta_0 + \beta_1 GC + \varepsilon \quad (1)$$

O modelo (1) assume que a RSC está associada diretamente à GC, conforme pesquisas apresentadas na revisão da literatura. Nota-se que as variáveis RSC e GC são variáveis latentes, conforme apresentado no tópico 3.3. Como consequência, o modelo final utilizado é apresentado na fórmula (2).

$$ISE = \beta_0 + \beta_1 END + \beta_2 GOV + \beta_3 IGC + \varepsilon \quad (2)$$

Em que:

ISE: corresponde à variável independente categórica, sendo 0, caso a companhia não pertença à carteira ISE e 1, caso pertença;

END: consiste no endividamento da companhia, medido por meio da relação entre o Passivo Circulante e o Passivo Total;

GOV: demonstra a participação do governo no capital da empresa, sendo 0 para a ausência e 1 para a presença;

IGC: avalia se a companhia pertence ao segmento do Novo Mercado, atribuindo 0 para a ausência e 1 para a presença;

$\varepsilon$ : é o termo de erro estocástico que capta a parcela de variáveis não explicadas no modelo.

O modelo (2) é uma regressão logit, pois a variável dependente é categórica. Consequentemente, a estimação desse modelo, para as variáveis independentes que se mostrarem significativas, terá que ser feita através da exponencial correspondente que resultar da aplicação de logaritmo a ambos os membros da equação. Por conseguinte, a estimação resultante para a variável dependente será um número entre 0 e 1, que representará a probabilidade de a empresa vir a participar do ISE, dadas as variáveis independentes consideradas.

#### 4 RESULTADOS E ANÁLISES

O primeiro passo observado foi observar o atendimento dos pressupostos para a regressão *logit*. Realizou-se o teste de correlação entre as variáveis, que apresentou uma baixa correlação entre as mesmas. Esse resultado torna-se importante, pois uma alta correlação entre as variáveis explicativas indicaria baixa eficiência para o modelo, uma vez que a combinação das variáveis formaria uma estrutura linear exata.

Posteriormente, o modelo apresentado na fórmula (2) foi estimado e os resultados organizados na Tabela 2.

**Tabela 2 – Resultados estimados a partir do modelo proposto.**

$ISE = \beta_0 + \beta_1 END + \beta_2 GOV + \beta_3 IGC + \varepsilon$			
		ISE	OddsRatio
END	$\beta$	-0.5601	0.678
	Sig	(0.05)	
GOV	$\beta$	0.0260	0.873
	Sig	(0.13)	
IGC	$\beta$	0.3450	0.984
	Sig	(0.00)	
Intercepto	$\beta$	11.49	-
	Sig	(0.97)	
$LR\ test\ chi^2$	101.21	<b>Hosmer-Lemeshow (HL)</b>	0.5578
$Prob > chi^2$	0.0000	<b>Correctly Classified</b>	0.7432
$Pseudo R^2$	0.2964	<b>N</b>	1.092

Fonte: elaborada pelos autores.

Em seguida realizou-se verificação das medidas necessárias para a análise do ajustamento do modelo. O que justifica o teste de razão de verossimilhança (*LR Test*), que utiliza a distribuição qui-quadrada para verificar a significância conjunta do modelo, em que se tem a hipótese nula de que todos os parâmetros são iguais a zero. Observa-se que o *p value* foi inferior ao nível de significância ( $\alpha=0.001$ ) e, dessa forma, a hipótese nula do teste LR foi rejeitada, implicando que, pelo menos, uma variável explanatória possui estatística significativa para o modelo.

Posteriormente, o teste *Hosmer-Lemeshow* foi utilizado. Segundo Fávero *et al.* (2009), esse teste visa verificar se há diferenças significativas entre as frequências observadas e as previstas. Para esse teste, a hipótese nula é que existe associação e, nesse caso, o modelo pode ser considerado ajustado. Como pode ser observado na Tabela 1, o teste apresentou um *p value* (0,5578) maior que o nível de significância ( $\alpha = 0,05$ ), o que significa que a hipótese nula não pode ser rejeitada e, assim, o modelo apresenta um ajustamento adequado.

Fávero *et al.* (2009) afirmam que existe outra forma de verificar a qualidade do modelo logístico; pois, por ser um modelo baseado na probabilidade de ocorrência de um determinado fato, pode-se considerar as medidas de sensibilidade, especificidade e percentual de acerto do modelo.

A sensibilidade consiste no percentual de acerto em relação ao evento observado; no estudo, ora discutido, seria o fato de a empresa pertencer à carteira ISE. Analisando a Tabela 1, observa-se que o modelo proposto classificou corretamente 74,32% das observações analisadas (*Correctly Classified*).

Posteriormente, observaram-se os resultados obtidos a partir da estimação do modelo proposto. Esses resultados demonstraram que Endividamento da companhia possui relação negativa e significativa, estatisticamente, com a probabilidade de a companhia pertencer ao ISE, rejeitando a hipótese 1. Em outras palavras, quanto mais endividada for a empresa, menor a chance de ela vir a participar do ISE, contrariando a relação direta esperada no enunciado dessa hipótese. Contudo, o coeficiente obtido (-0,5601) só foi significativo a 5%, indicando uma fraca associação. Dessa maneira, a variável Endividamento, para a amostra e períodos considerados nesta pesquisa, influencia de forma inversa na propensão de a empresa vir a participar do ISE.

O resultado encontrado vai ao encontro da pesquisa realizada por Peixoto *et al.* (2016) que é a relação entre o custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial. Os pesquisadores observaram que as empresas aderentes ao ISE não apresentaram condições diferenciadas no que se refere ao endividamento, em relação àquelas que não aderiram ao índice.

Observando a hipótese 2, esperava-se uma relação positiva entre participação do governo no capital da companhia e sua participação no índice. Essa variável não foi significativa, estatisticamente, podendo-se concluir que o fato de a empresa possuir capital do governo não a fará necessariamente pertencer ao índice. Para Barbieri (1997), o resultado encontrado decorre de uma legislação ambiental focada no comando e controle, dessa forma, as empresas com capital público não seriam incentivadas à adoção de práticas mais sustentáveis e, quando essas empresas as adotam, fazem-no por mecanismos de auto-regulação.

A terceira hipótese de pesquisa foi a relação entre variável IGC, que corresponde à participação da companhia nos segmentos em que exigem uma governança corporativa diferenciada (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) e a participação no ISE. A análise apresentou associação positiva e significativa; isso indica que a probabilidade de a empresa ter boa governança corporativa está associada à sua participação no ISE. Para Murray (1997), embora governança e sustentabilidade não estejam ligadas em um primeiro momento, para que as empresas possuam mecanismos eficientes de sustentabilidade, elas precisariam de mecanismos eficientes de governança e, dessa maneira, as empresas que possuem forma diferenciada de governança apresentariam grau mais elevado de sustentabilidade em seus negócios.

Uma análise complementar da Tabela 2 apresenta que há 98,4% de chance de uma empresa que possui um nível diferenciado de Governança Corporativa em participar do Índice de Sustentabilidade Empresarial (*Odd Ratio* = 0,984).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A pesquisa teve como objetivo geral investigar a relação entre a Governança Corporativa e a Responsabilidade Social Corporativa, a partir da presença no índice de sustentabilidade empresarial (ISE), em empresas listadas na bolsa de valores e a probabilidade de elementos da Governança Corporativa sendo eles: endividamento, participação de capital do governo e nível de governança.

Considerando que uma empresa quando assume uma postura sustentável origina obrigações diferentes das que, supostamente, foram criadas, mas sempre objetivando à maximização do valor, observa-se um crescente aumento nos investimentos relacionados com o desenvolvimento social, ambiental e econômico.

Assim, três hipóteses de pesquisa foram criadas, estimulando o entendimento desse fenômeno. A primeira hipótese propôs uma relação positiva entre a participação no ISE e o endividamento empresarial. Os testes empregados demonstraram que a relação endividamento e participação no ISE é negativa e, embora estatisticamente significativa, apresentou-se como fraca, indicando que empresas mais endividadas têm menor chance de serem sócio-responsáveis. Os resultados encontrados foram contrários as pesquisas de Teixeira, Nossa e Funchal (2011) e Peixoto *et al.* (2016).

A participação do governo no capital da companhia e sua relação com a participação no ISE foram testadas na segunda hipótese de pesquisa, o que não demonstrou significância estatística, revelando que empresas que possuem capital público não aumentam necessariamente sua chance de serem sustentáveis. Acredita-se que esse fato decorre da atual legislação ambiental que está focada no controle, fazendo com que empresas com capital público não sejam incentivadas a serem sustentáveis e, quando são, fazem-no devido a mecanismos de autorregulação, conforme apresentado por Barbieri (1997).

A última hipótese testada foi a de que empresas com níveis diferenciados de Governança Corporativa estariam positivamente relacionadas a sua presença no ISE. Essa hipótese foi aceita, dessa forma, boas práticas de Governança Corporativa estão relacionadas à presença no ISE. O resultado encontrado está alinhado com a pesquisa de Murray (1997), que complementa afirmando que bons mecanismos de sustentabilidade, necessitam de bons mecanismos de governança.

Analisando a probabilidade de uma determinada empresa em participar do ISE, nota-se que há 98,4% de chance dessa uma empresa participar do ISE, caso ela possua um nível diferenciado de Governança Corporativa.

Os resultados encontrados, nessa pesquisa, limitam-se à amostra e ao período analisados. Portanto, sugere-se, para futuras pesquisas, que sejam analisadas as relações entre os setores nos quais as empresas são classificadas segundo a BM&FBOVESPA, uma vez que alguns possuem impactos maiores ou menores no meio ambiente e na sociedade que outros, fazendo com que seu nível de responsabilidade social seja diferente.

## REFERÊNCIAS

AGUILERA, R. V.; WILLIAMS, C. A.; CONLEY, J. M.; RUPP, D. E. Corporate governance and social responsibility: a comparative analysis of the UK and the US. **Corporate Governance: An International Review**, v. 14, n. 3, maio. 2006.

ALCHIAN, A. A. Information's costs, pricing and resource un employment. **Economic Inquiry**. v. 7, ed. 2, p. 109-128, jul. 1969.

ALCHIAN, A. A. Some economics of property rights. **IL Político**. v. 30, n. 4, p. 816-829. dez. 1965.

ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, information costs, and economic organization. **American Economic Review**, v. 62, p. 777-795, dez. 1972.

ASHLEY, P. A.; MACEDO-SOARES, T. D. L. A; Um Modelo Conceitual para a Incorporação da Responsabilidade Social à Governança das Relações Negócio Sociedade. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM*

Revista Ambiente Contábil – ISSN 2176-9036 - UFRN – Natal-RN. v. 10. n. 2, p. 212 – 227, jul./dez. 2018.

ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, XXVI, 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2001.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BARBIERI, J. C. Políticas públicas indutoras de inovações tecnológicas ambientalmente saudáveis nas empresas. **Revista de Administração Pública**. v. 31, n. 1, p. 135-152, abr. 1997.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and private property**. New York: Mac Millan Publishing Company, 1932.

BOWEN, H. R. **Social responsibilities of the businessman**. New York: Harper&Row, 1953.

CARROLL, A. B. Corporate social responsibility: evolution of a definition al construct. **Business & Society**, v. 38, n. 3, p. 268-295, 1999.

COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, v. 4, n. 16, p. 386-405, nov. 1937.

COASE, R. H. The problem of social cost. **Jornal of law and economics**, v. 3, p. 1-44, out. 1960.

COMMONS, J. R. The problem of correlation law, economics and ethics. **Wisconsin Law Review**, v.8, p. 3-26, 1932.

DAHLSTRUD, A. How Corporate Social Responsibility is Defined: an Analysis of 37 Definitions. **Corporate Social Responsibility and Environment Management**, v. 15, n. 1, p. 1-13, jan./fev. 2008.

DE GRAAF, F. J.; STOELHORST, J. W. The role of governance in corporate social responsibility: lessons from Dutch finance. **Business and Society**, v. 52, n. 2, p. 282-217, jun. 2013.

DESTEFANIS, S.; SENA, V. Patterns of corporate governance and technical efficiency in Italian manufacturing. **Managerial and Decision Economics**. v. 28, p. 27-40, 2007.

DEVINNEY, T. M.; SCHWALBACH, J.; C. A. WILLIAMS. Corporate social responsibility and corporate governance: Comparative perspectives. **Corporate Governance: An International Review**. v. 21, n. 5, set. 2013.

EELLS, R. **Corporate giving in a free society**. New York: Harper & Bros., 1956.

ENGLE, R. L. Corporate social responsibility in host countries: a perspective from American managers. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management in press**, v. 14, p. 16-27, jun. 2007.

FÁVERO, L. P.; SILVA, F. L.; BELFIORE, P.; CHAN, B. **Análise de dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

FREEMAN, R. E. **Strategic management: A stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.

GILL, A. Corporate Governance as Social Responsibility: A research agenda. **Berkeley Journal of International Law**. v. 26, n. 452. 2008.

HAYEK, F. A. The Use of Knowledge in Society. **The American Economic Review**, v. 35, n. 4, p. 519-530, set. 1945.

HEALD, M. Management's responsibility to society: the growth of an idea. **Business History Review**, v. 31, n. 4, 1957.

HEIDE, J. B. Interorganizational governance in marketing channels. **Journal of Marketing**. v. 58, n. 1, p. 71-91, jan., 1994.

HOFFMAN, A. R. Governança corporativa focada no meio ambiente. **Revista E-FAPPES**. v. 2, n. 2, jan-jun. 2011.

HUSSAINEY, K.; MGBAME, C. O.; CHIJOKE-MGBAME, A. M. Dividend policy and share price volatility: UK evidence. **The Journal of Risk Finance**. v. 12, n. 1, p. 57-68, 2011.

IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. **What drives corporate social performance?** International evidence from social, environmental and governance scores. [Working Paper 11-016] Harvard Business School, ago. 2010.

LAMEIRA, V. J.; NESS JUNIOR, W. L.; QUELHAS, O. L. G.; PEREIRA, R. G. Sustentabilidade, valor, desempenho e risco no mercado de capitais brasileiro. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 15, n. 46, p. 76-90, 2013.

LEONETI, A. B.; PRADO, E. L.; OLIVEIRA, S. V. W. B. Saneamento básico no Brasil: considerações sobre investimentos e sustentabilidade para o século XXI. **Revista de Administração Pública**, v. 45, n. 2, p. 331-348, 2011.

MARÔCO, J. **Análise estatística com PASW Statistics**. Lisboa: Report Number, 2010.

MIZRUCHI, M. S. Berleand Means revisited: The governance and power of large U. S. corporations. **Theory and Society**, v. 33, n. 5, p. 579-617, 2004.

MURRAY, J. Corporate codes of conduct and fair labor standards. **International Institute for Labor Studies**, Genova, maio, 1997.

NASSER, K.; HASSAN, Y. Determinants of corporate social responsibility reporting: evidence from an emerging economy. **Journal of Contemporary Issues in Business Research**, v. 2, n. 3, 2013.

PEIXOTO, F. M.; PAINS, M. B.; ARAÚJO, A. A.; GUIMARÃES, T. M. Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 15, n. 1, p. 39-66, jan.-abr. 2016.

PEREIRA, A. N.; VILASCHI, A. Governança corporativa e contabilidade: explorando noções e conexões. In.: SIMPÓSIO FUCAPE DE PRODUÇÃO CIENTÍFICA, 6, 2006, Vitória, **Anais...** Vitória/ES: 2006. CD-ROM.

RAZEK, M. A. The association between corporate social responsibility disclosure and corporate governance: a survey of Egypt. **Research Journal of Finance and accounting**. v. 5, n. 1, 2014.

SAID, R. ZAINUDDIN, Y. 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.

SELEKMAN, B. **A moral philosophy for business**. New York: McGraw-Hill, 1959.

STERNGERG, E. corporate social responsibility and corporate governance. **Economic affairs**, v. 29. n. 4. p. 5-10, dez. 2009.

STIGLITZ, J. WEISS, A. Credit rationing in markets with imperfect information. **The American Economic Review**, v. 71, n. 3, p. 393-410., jun. 1981.

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 22, n. 55, p. 29-44, 2011.

VELLANI, C. L.; ALBUQUERQUE, A. A.; CHAVES, E. P. S. Uma tentativa de mensuração da relação entre valor de mercado e sustentabilidade empresarial nas ações listadas no ISE da Bovespa. *In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO - ENANPAD, XXXVIII., 2009, São Paulo. Anais...* São Paulo: ANPAD, 2009.

WELFORD, R.; FROST, S. Corporate social responsibility in Asian supply chains. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 13: p. 166–176, 2006.

WILLIAMSON, O. E. **The mechanisms of governance**. Oxford: Oxford University Press, 1996.

WILLIAMSON, O. E. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **The Journal of Economic Perspectives**, v. 16, n. 3, p. 171-195, 2002.

ZELENYUK, V.; ZHEKA, V. Corporate governance and firm's efficiency: the case of a transitional country. Ukraine. **Journal Prod. Anal.** v. 25. N. 1-2. P. 143-157. 2006.