

RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA E INDEPENDÊNCIA DOS MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO: RELEVÂNCIA DOS MEMBROS NÃO INDICADOS POR ACIONISTAS CONTROLADORES

Romulo Alves Soares - Universidade de Fortaleza

Roselene Couras Del Vecchio Da Ponte - UNIFOR

Geilson Do Nascimento Silva - Universidade de Fortaleza

Resumo

Esta pesquisa busca expandir a compreensão do papel dos conselheiros independentes para a promoção de práticas de RSC em ambientes de elevada concentração acionária, investigando diferenças no comportamento entre conselheiros independentes indicados e não indicados por acionistas controladores. Para atingir este objetivo, foi utilizada uma amostra de 114 empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2010 a 2019, totalizando 769 observações em um painel desbalanceado. Os resultados encontrados mostram que a independência do CA exerceu uma influência positiva e significativa sobre as práticas de RSC voltada aos produtos. Ademais, quando se separa os conselheiros independentes indicados pelo controlador daquelas não indicados, a significância estatística permanece apenas para a proporção de conselheiros independentes não apontados pelo controlador.

Palavras-chave: Responsabilidade Social Corporativa. Conselho de Administração. Membros Independentes.

Abstract

This research aims to expand the understanding of the role of independent directors to promote CSR practices in contexts of high ownership concentration, as we investigated differences in behavior between independent directors appointed and not appointed by controlling shareholders. In order to achieve this goal, we used a sample of 114 Brazilian companies listed on B3, from 2010 to 2019, summing up to 769 observations in an unbalanced panel. Our results show that the independence of the board of directors exerted a positive and significant influence on CSR practices focused on products. Furthermore, when separating independent directors appointed by the controller from those not appointed, statistical significance remains only for the proportion of independent directors not appointed by the controller.

Keywords: Corporate Social Responsibility. Board of Directors. Independent Members.

Responsabilidade Social Corporativa e Independência dos Membros do Conselho de Administração: Relevância dos Membros Não Indicados Por Acionistas Controladores

1 Introdução

Questões de responsabilidade social corporativa (RSC) ganharam, nas últimas décadas, maior interesse entre acadêmicos, profissionais e reguladores porque o desenvolvimento sustentável é importante para as organizações (Orazalin & Baydauletov, 2020). As empresas estão sendo cada vez mais motivadas a adotar estratégias proativas de RSC e promover atividades de sustentabilidade para atender aos desafios ambientais e sociais (Wijethilake & Lama, 2019).

Nesse sentido, a governança corporativa emergiu como um aspecto chave para a inclusão da RSC na estratégia corporativa (Zubeltzu-Jaka et al., 2019). E dentro das características de governança corporativa, a composição do conselho de administração (CA) é um elemento fundamental para determinar a forma como uma empresa se engaja em práticas de RSC (Galbreath, 2017).

A existência de um CA reduz os custos de agência associados com a separação entre propriedade e controle, e facilita a sobrevivência de empresas de capital aberto como uma forma organizacional (Baysinger & Butler, 1985). Nesse sentido, cabe ao CA desempenhar as funções de monitoramento e aconselhamento da diretoria executiva (Coles et al., 2008).

A composição do CA pode ser explicada levando-se em consideração essas duas funções, permitindo o agrupamento dos membros do conselho duas categorias: conselheiros executivos ou internos, ou seja, membros da equipe de gestão da empresa, e conselheiros independentes que não fazem ou fizeram parte da equipe de gestão. A vantagem da presença do primeiro grupo é a de que os conselheiros com experiência como executivos têm melhores informações sobre a empresa, pelo que cumprem primordialmente a função de aconselhamento. Por outro lado, o papel dos conselheiros não executivos ou independentes é atuar como monitores das situações em que haja conflito de interesses entre acionistas e administradores (Fraile & Fradejas, 2014).

Dois correntes buscam explicar a relação entre a composição do CA quanto à proporção de membros independentes e investimentos em práticas de RSC. Autores como Barnea e Rubin (2010) defendem que os efeitos reputacionais associados ao investimento em RSC podem fazer com que os executivos da empresa destinem um volume de recursos exagerados para práticas desta natureza. Deste modo, conselheiros independentes agiriam inibindo o excesso de investimento em RSC, levando assim a uma relação negativa entre os dois constructos. Por outro lado, baseados na ideia de que a empresa deve não apenas maximizar a riqueza dos acionistas, mas servir a interesses de diferentes *stakeholders*, autores como Harjoto e Jo (2011) defendem que um melhor monitoramento sobre as atividades dos executivos, por parte do CA, faz com que a RSC seja uma ferramenta crucial na gestão desses diferentes *stakeholders*. Sendo assim, uma associação positiva entre a proporção de conselheiros independentes e o engajamento em práticas de RSC deveria ser esperado.

Ambas as correntes encontram evidências empíricas que as suportam, como é o caso dos trabalhos de Chintrakarn et al. (2020) e Chintrakarn et al. (2021) que evidenciam uma influência negativa da proporção de conselheiros independentes no investimento em práticas de RSC, enquanto os trabalhos de Bhuiyan et al. (2021) e Jo e Harjoto (2011) encontram evidências contrárias. Há ainda evidências de que a proporção de conselheiros independentes não exerce qualquer influência sobre as práticas de RSC (Karim et al., 2020).

Para além das evidências empíricas difusas, há ainda o fato de que boa parte das evidências que fundamentam a discussão entre as duas correntes é baseada em dados de países

desenvolvidos, principalmente aqueles anglo-saxões. Nesse sentido, Fraile e Fradejas (2014) explicam que a independência dos membros do CA nesses contextos é tratada de forma homogênea. No entanto, os autores esclarecem que, quando existe uma alta concentração de propriedade entre as empresas de um país, os conselheiros independentes podem ser agrupados em duas categorias: aqueles indicados pelo controlador da firma e conselheiros não indicados. Os conselheiros indicados representam os interesses dos acionistas controladores, ao passo que os conselheiros não indicados representam os interesses dos pequenos acionistas ou do *free float*. Embora todos sejam independentes e, como tal, exerçam um papel de monitoramento da gestão executiva, quando se analisa o conflito entre grandes e pequenos acionistas, a distinção entre conselheiros indicados e conselheiros não indicados é crucial (Fraile & Fradejas, 2014).

Dentro desta perspectiva, o Brasil se torna um contexto de interesse para analisar qual o papel de conselheiros independentes em ambientes de elevada concentração acionária. O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, publicada pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2016) recomenda que o CA deve ser composto, preferencialmente, apenas por membros externos (conselheiros sem vínculo atual comercial, empregatício ou de direção com a organização) e independentes, sem, no entanto, tratar da indicação destes por parte dos controladores. Paralelo a isso, estudos como os de Crisóstomo et al. (2020) e Mascena et al. (2020) reportam que o maior acionista entre as empresas brasileiras de capital aberto, concentra em média 48% e 57% das ações ordinárias, enquanto mais da metade destas empresas apresenta um acionista majoritário. Assim, esta pesquisa busca expandir a compreensão do papel dos conselheiros independentes para a promoção de práticas de RSC em ambientes de elevada concentração acionária, investigando diferenças no comportamento entre conselheiros independentes indicados e não indicados por acionistas controladores.

Para atingir este objetivo, foi utilizada uma amostra de 114 empresas brasileiras listadas na B3, no período de 2010 a 2019, totalizando 769 observações em um painel desbalanceado. Os resultados encontrados mostram que a independência do CA exerceu uma influência positiva e significativa sobre as práticas de RSC voltada aos produtos. Ademais, quando se separa os conselheiros independentes indicados pelo controlador daquelas não indicados, a significância estatística permanece apenas para a proporção de conselheiros independentes não apontados pelo controlador.

Esta pesquisa contribui com a literatura que relaciona governança corporativa e práticas de RSC, de duas maneiras. Primeiramente, os resultados obtidos mostram a importância de separar conselheiros independentes indicados pelos controladores daqueles não indicados, uma vez que a alta concentração de propriedade do contexto brasileiro modifica o conflito de agência observado, o que reflete na forma de atuação do CA. Além disso, a pesquisa também mostra a importância de se considerar as práticas de RSC numa perspectiva mais detalhada, posto que diferentes dimensões de RSC podem se relacionar de modo distinto com a governança corporativa.

2 Referencial Teórico

2.1 Independência do conselho de administração

A ideia de independência do conselho surge principalmente do contexto anglo-americano, em que existe uma maior dispersão da propriedade. CAs dominados por “outsiders” têm sido muito populares nos Estados Unidos desde 1960 (Rashid, 2018). Nas décadas que seguiram após a Segunda Guerra Mundial, os EUA experimentaram um crescimento econômico acelerado e muitas corporações cresceram rapidamente no país. Nesse sentido, Cheffins (2012)

destaca que em meio à prosperidade corporativa generalizada, a governança interna das empresas não tinha uma alta prioridade. No entanto, uma perda na competitividade das empresas americanas em relação ao mercado global nas últimas décadas do século XX, fez com que os CAs fossem apontados como culpados, mesmo que parcialmente, tanto por profissionais, quanto por acadêmicos, responsabilizando-os por ações subvalorizadas, e uma onda de aquisições e reestruturações (Wang & Coffey, 1992).

Baysinger e Butler (1985) apontam que, apesar da relevância que os CAs sempre tiveram para a governança corporativa, o Estado americano tinha uma postura muito passiva em relação à composição do CA, o que permitiu uma diversidade em relação à quantidade de membros, número de reuniões, características dos conselheiros, entre outros fatores. Mesmo entre o grupo restrito de empresas muito grandes, os conselhos diferiam consideravelmente no que diz respeito a tais atributos.

Com a mudança de cenário vivenciada nos EUA, diversas propostas de reforma da diretoria foram propostas (e.g. distinção entre as posições de CEO e Chairman, redução no número de conselheiros) (Lorsch & MacIver, 1990). Nesse contexto, Wang e Coffey (1992) explicam que a reforma do CA mais debatida sempre fora o aumento da representação de conselheiros independentes, isto é, aqueles que não fossem funcionários (ou ex-funcionários) da empresa em cujo CA atuariam. Para os autores, uma maior independência entre os membros do CA levaria a uma maior amplitude de conhecimento e experiências, que culminariam em um funcionamento mais eficaz do CA.

Outro momento importante para o aumento da relevância da independência dos membros do CA correu quando da crise financeira global e dos escândalos corporativos de alto nível em empresas como a Siemens, Enron, Toshiba, Olympus e WorldCom. Tais casos levaram profissionais e legisladores a buscarem aumentar a independência do conselho como um mecanismo de governança para conter uma má conduta. Consequentemente, muitos países introduziram requisitos ou recomendações relacionadas à implementação da independência do conselho. Por exemplo, Índia e Hungria introduziram requisitos vinculativos para que os conselhos sejam compostos principalmente de conselheiros independentes, e o Japão alterou sua Lei da Empresa em 2014 para exigir que as empresas sem conselheiros independentes justifiquem a falta de nomeação deste tipo de conselheiro (Neville et al., 2019).

No Brasil, o IBGC publicou em 1999 o “Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa” (CMPGC) em que recomenda que a maior parte do CA deve ser composta por membros independentes, destacando que a independência é fundamental para evitar conflitos de interesses. Já na versão mais atual do CMPGC, publicada em 2016, recomenda-se que seja evitada a nomeação de conselheiros internos (i.e. aqueles que são empregados da organização), dando-se preferência a nomeação de conselheiros externos (i.e. aqueles sem vínculo atual vigente com a empresa) e conselheiros independentes (i.e. aqueles que não possuem qualquer tipo de vínculo com a empresa, seu grupo econômico, ou sócios com participação relevante). Para além disso, a B3 exige que empresas pertencentes aos segmentos Novo Mercado e ao Nível 2 de Governança Corporativa, apresentem pelo menos 20% de conselheiros independentes.

2.2 Reflexos da independência do CA nas práticas de RSC

Sundarasan et al. (2016) argumentam que governança corporativa e RSC são conceitos que permitem às organizações alcançar um equilíbrio entre operação rentável e princípios éticos. Isso faz com que elas possam não apenas atender às expectativas dos investidores, mas também atender demandas de demais stakeholders, demonstrando um compromisso com a responsabilidade socioambiental. Desta forma, defendem os autores, governança corporativa e

CSR não são independentes, mas sim parte do sistema de negócios que uma organização segue e usa para entregar resultados.

Entre os vários mecanismos de governança corporativa, o CA tem desempenhado um papel fundamental na RSC de uma empresa (Walls et al. 2012). Como o CA geralmente afeta as decisões estratégicas da empresa, ele também influencia a RSC de várias maneiras. O CA pode estabelecer políticas corporativas favoráveis aos stakeholders, monitorar os comportamentos de autopreservação da diretoria executiva, aprovar orçamentos anuais para gastos relacionados à RSC e criar comitês de sustentabilidade para lidar com assuntos relacionados à RSC (Chang et al. 2017).

Nesse sentido estudos anteriores documentam que CAs com maior participação de conselheiros independentes monitoram a diretoria executiva de forma mais eficaz, uma vez que são externos e não têm interesses financeiros na empresa (Bhuiyan et al., 2021; De Villiers et al., 2011). CAs deste tipo também tendem a mostrar um nível mais alto de responsabilidade para com stakeholders, pois beneficiam decisões estratégicas e de investimento mais focadas no longo prazo (Wang & Dewhirst, 1992).

Dentro desta perspectiva, Jo e Harjoto (2011), utilizaram uma amostra de empresas que compuseram os índices Russell 2000, S&P 500, e Domini 400, cobrindo um período de 1993 a 2004, e observaram que as empresas que se engajaram em práticas de RSC no período analisado, apresentaram maior percentual médio de participação de membros independentes no CA. Além disso, observaram também que há um impacto positivo da participação de membros independentes no CA sobre o nível de adoção de práticas de RSC.

Já Chang et al. (2017), usando uma amostra composta por 780 observações de empresas sul coreanas, cobrindo os anos de 2003, 2004 e 2005, encontram uma relação positiva e curvilínea entre independência dos conselheiros e a adoção de práticas de RSC. Nas empresas coreanas, argumentam os autores, o que se observa é que além do efeito positivo do aumento da participação de conselheiros independentes, essa relação se intensifica à medida que a proporção de independentes aumenta.

No Brasil, Mascena et al. (2020) utilizaram uma amostra de 287 empresas brasileiras no ano de 2013, e evidenciaram que o percentual de participação de membros independentes no CA tem um impacto positivo na publicação de relatórios de sustentabilidade utilizando o framework do *Global Reporting Initiative* (GRI). A publicação segundo este framework é importante pois o GRI pode ser considerado o principal benchmark para publicação de práticas de RSC (Sutantoputra, 2009).

Também no âmbito da evidenciação de práticas sociais e ambientais de empresas brasileiras, Forte et al (2021) utilizaram uma amostra de 190 empresas, cobrindo o período de 2013 a 2017, e encontraram resultados semelhantes ao de Mascena et al. (2020). Os resultados obtidos pelas autoras mostram que o percentual de membros independentes no CA tem um impacto positivo tanto na evidenciação social, quanto na ambiental.

No entanto, alguns trabalhos também reportam evidências de que a proporção de membros independentes no CA, pode ter um impacto negativo sobre o engajamento em práticas de RSC. É o caso, por exemplo, de Chintrakarn et al. (2021), que utilizaram uma amostra de 8.951 observações de empresas americanas no período de 1996 a 2011 para investigar o efeito que o aumento no nível de independência dos CAs, causado pela lei Sarbanes-Oxley (SOX), de 2002, teve sobre práticas de RSC. Os autores encontraram resultados que indicam que as empresas que aumentaram o nível de independência de seus CAs a partir de 2002, apresentaram uma redução significativa no engajamento em práticas de RSC.

De fato, as diferenças na governança corporativa entre os países parecem ser o resultado de variações na estrutura organizacional corporativa, em especial de padrões de estrutura de propriedade que refletem na composição dos CAs (Li, 1994). Ao contrário dos padrões de propriedade encontrados na maioria dos países anglo-saxões, na maioria dos países ao redor do

mundo, especialmente onde os mercados financeiros são mais fracos, a propriedade tende a ser altamente concentrada (La Porta et al., 2000). Nesses contextos a concentração de propriedade leva a problemas de agência distintos em comparação com o problema clássico principal-agente, o que resulta em diferentes mecanismos que regem a atividade econômica (Fainshmidt et al., 2018).

Em contextos em que há uma maior dispersão de propriedade, o CA deve configurar-se prioritariamente como uma ferramenta de supervisão e controle, visando alinhar os interesses de quem administra a empresa aos interesses de quem provê os recursos e arca com o risco (Fraile & Fradejas, 2014).

Por outro lado, em contextos com maior concentração de propriedade, o problema de governança corporativa é acentuado na relação entre acionistas minoritários e majoritários (Villalonga & Amit, 2006). Nesses casos, o CA deve ampliar o escopo de sua função de supervisão para salvaguardar os interesses de acionistas minoritários, evitando, assim, que a divergência de interesses de grandes e pequenos acionistas resulte em prejuízo ou expropriação de pequenos investidores (Fraile & Fradejas, 2014).

Chang et al. (2017) concordam com esse raciocínio ao afirmarem que a teoria da agência usada para prever como o CA pode afetar práticas de RSC, é particularmente aplicável a países anglo-saxões, onde diretores e agentes são apresentados maior independência entre si. No entanto, em contextos de maior concentração de propriedade, como é o caso da Coreia do Sul, investigada pelos autores, conselheiros e gestores executivos não são independentes e podem até estar fortemente afiliados a proprietários fundadores ou acionistas controladores.

No que tange à composição do CA, no contexto anglo-saxão, os conselheiros independentes são tratados como um grupo homogêneo. No entanto, em contextos de alta concentração acionária, é possível separar os conselheiros independentes em dois grupos distintos: aqueles indicados pelos controladores e os não indicados pelos controladores. Cada um representa interesses muito diferentes. Os conselheiros independentes indicados representam os interesses dos acionistas majoritários, ao passo que os conselheiros independentes não indicados pelos controladores representam os interesses dos acionistas minoritários, ou do *free float*. Embora todos sejam membros independentes, e como tal devam supervisionar a gestão executiva, quando o conflito entre acionistas majoritários e minoritários é analisado, a distinção entre conselheiros indicados e conselheiros não indicados é crucial (Fraile & Fradejas, 2014). Diante do exposto, ganha relevância investigar a hipótese de que conselheiros independentes indicados e não indicados pelos controladores têm comportamento diferente quanto à adoção de práticas de RSC, tendo em vista o ambiente de alta concentração de propriedade observado no Brasil.

3 Metodologia

3.1 Coleta dos dados e variáveis da pesquisa

Para atingir os objetivos traçados na pesquisa, foi montada uma amostra de 114 empresas listadas na B3, compreendendo os anos de 2010 a 2019, totalizando 769 observações-ano. A distribuição da amostra por setor e ano é apresentada na Tabela 1. A classificação setorial utilizada foi aquela disponibilizada pelo CSRHub, banco de dados no qual foi coletada a variável dependente desta pesquisa. CSRHub é a maior empresa global de análise e avaliação de práticas de RSC (Kreft, 2019). As pontuações geradas pela empresa abrangem diversos aspectos, como meio ambiente, comunidade, governança corporativa e relações com os funcionários. O CSRHub se baseia em informações de várias fontes, como Carbon Corporate

Library, Carbon Disclosure Project, EIRIS, Impact Monitor, IW Financial, Risk Metrics IVA, Thompson Reuters, Trucost e Vigeo.

Tabela 1

Descrição a amostra por ano e setor

Setor	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Agricultura e Mineração	6	9	9	9	8	8	9	10	10	9	87
Construção e Engenharia	2	2	4	4	4	5	5	5	5	5	41
Bens de Consumo	3	8	9	9	10	10	10	10	11	10	90
Bens Duráveis	2	2	2	3	3	3	3	3	3	3	27
Educação e Governo	0	0	1	1	2	2	2	1	1	1	11
Finanças e Mercado Imobiliário	4	12	16	18	21	20	18	18	20	22	169
Alimentos e Bebidas	2	2	2	4	4	3	3	4	5	5	34
Saúde	0	1	2	1	1	1	2	2	2	2	14
Varejo	1	1	5	5	6	6	6	6	7	8	51
Serviços	0	0	0	2	2	2	3	2	2	1	14
Tecnologia	4	4	4	4	3	3	3	4	4	4	37
Transporte	2	1	4	4	4	4	5	4	4	5	37
Utilidade Pública	7	10	14	16	16	17	18	19	20	20	157
Total	33	52	72	80	84	84	87	88	94	95	769

Fonte: Dados da pesquisa.

Como variável dependente da pesquisa, optou-se por trabalhar com a dimensão de comunidade do CSRHub, que compreende três categorias de análise: i) desenvolvimento da comunidade e filantropia; ii) direitos humanos e cadeia de suprimentos; e iii) produtos. A escolha por trabalhar em aspectos específicos da RSC vai em encontro ao que é proposto por Fransen (2013). Segundo o autor, muitos estudos sobre RSC utilizam variáveis agregadas para explicá-la. No entanto, a RSC engloba práticas tão diversas que a forma como este constructo influencia ou é influenciado por outras variáveis pode variar de acordo com a dimensão da RSC que está sendo avaliada.

Como variáveis independentes, foram utilizadas três proporções diferentes. Para representar o percentual de conselheiros independentes, dividiu-se o total de conselheiros apontados como independentes, pelo total de conselheiros. Desse percentual total, em um segundo momento, foi feita a distinção dos conselheiros que foram indicados pelos controladores da empresa e aqueles não indicados. Estas informações foram coletadas com o auxílio do pacote GetFREDData (Perlin et al., 2019). As variáveis dependentes e independentes da pesquisa são apresentadas na Tabela 2.

Na Tabela 2 também estão presentes as variáveis de controle utilizadas na pesquisa. A idade da empresa reflete sua continuidade e capacidade de sobrevivência, além de sua capacidade de competir (Gunawan et al., 2018). Firms mais jovens também podem enfrentar uma maior dificuldade em se engajar com diferentes stakeholders, devido a uma falta de experiência e laços externos, o que dificultaria a implementação de práticas de RSC (D'Amato & Falivena, 2019). O tamanho da empresa também deve ser controlado uma vez que empresas maiores têm melhor capacidade para atender às demandas por práticas de RSC e são alvo de maior pressão de diferentes de *stakeholders* (Chih et al., 2010). Além disso, empresas com maior nível de endividamento podem ser mais vulneráveis à pressão de seus credores, reduzindo a propensão de investir em práticas de RSC (Lourenço & Branco, 2013). A capacidade da empresa de gerar riquezas também está relacionada à capacidade de se engajar com práticas de RSC, uma vez que empresas mais rentáveis têm mais recursos para lidar com questões sociais e ambientais (Ruf et al., 2001). Por fim, para controlar os efeitos do setor sobre a adoção de práticas de RSC, adotou-se a estratégia de Chintrakan et al. (2020) que utiliza como variável de controle a mediana da variável dependente por setor.

Tabela 2

Variáveis usadas na pesquisa

Tipo	Variável	Descrição	Fonte
Dependente	Desenvolvimento da Comunidade e Filantropia (CDP)	Reflete a “cidadania comunitária” de uma empresa por meio de doações e ações voluntárias de seus funcionários. Também inclui ainda ações de proteção da saúde pública e o gerenciamento dos impactos sociais de suas operações nas comunidades locais	CSRHub
	Direitos Humanos e Cadeia de Suprimentos (HRS)	Reflete o compromisso de uma empresa em respeitar as convenções de direitos humanos fundamentais, sua capacidade de manter sua licença para operar apoiando a liberdade de associação e excluindo o trabalho infantil, forçado ou obrigatório	
	Produtos (PRD)	Reflete a integridade dos produtos e práticas de vendas de uma empresa, incluindo sua rotulagem e marketing, impactos sociais e eliminação do fim da vida útil. Também se relaciona com a segurança e qualidade do produto e a resposta da empresa aos problemas de segurança e qualidade	
Independente	Percentual de conselheiros independentes (TOTIND)	Percentual de conselheiros independentes em relação ao tamanho do CA	Formulário de Referência – itens 12.5 e 12.6
	Percentual de CI indicados pelo controlador (INDCONT)	Percentual de conselheiros independentes indicados pelo controlador em relação ao tamanho do CA	
	Percentual de CI não indicados pelo controlador (INDNCONT)	Percentual de conselheiros independentes não indicados pelo controlador em relação ao tamanho total do CA	
Controle	Idade da empresa (IDADE)	Idade em anos, a partir da data de fundação da empresa.	Formulário Cadastral
	Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do Ativo Total da empresa	Demonstrações Financeiras Padronizadas
	Rentabilidade (ROA)	Razão entre o LAJIR e o Ativo Total	
	Endividamento (END)	Razão entre o Capital de Terceiros e o Ativo Total	
	Mediana do Setor (MEDSET)	Mediana da variável dependente para cada setor	CSRHub

Fonte: Elaborada pelos autores.

3.2 Estratégia de análise

As variáveis na Tabela 2 foram utilizadas em uma série de análises estatísticas. Inicialmente, buscou-se resumir as variáveis dependentes e independentes, e para este fim foram empregadas análises descritivas como a utilização de medidas-resumo (média, desvio padrão, e quartis). Nesta etapa também buscou-se avaliar o comportamento da variável dependente ao longo dos anos, uma vez que o banco de dados da pesquisa tem um componente longitudinal.

Num segundo momento, buscou-se verificar como as características de independência do CA podem afetar as três práticas de RSC voltadas para a comunidade utilizadas nesta pesquisa. Para este fim, foram empregadas regressões por mínimos quadrados ordinários (MQO), com efeitos fixos para os anos. Destaca-se que, para cada variável dependente, foram empregados quatro modelos. No Modelo 1, foi utilizado o percentual de membros independentes (TOTIND) no CA como variável independente. No Modelo 2, foi utilizado o

percentual de membros independentes indicados pelo controlador (INDCONT), enquanto no Modelo 3, foram considerados apenas os membros não indicados pelo controlador (INDNCONT). Por fim, no Modelo 4, os percentuais INDCONT e INDNCONT foram considerados em conjunto.

$$RSC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TOTIND_{i,t} + \beta_2 IDADE_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 MEDSET_{i,t} + \beta_{7:16} ANO_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$RSC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INDCONT_{i,t} + \beta_2 IDADE_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 MEDSET_{i,t} + \beta_{7:16} ANO_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$RSC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INDNCONT_{i,t} + \beta_2 IDADE_{i,t} + \beta_3 TAM_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 MEDSET_{i,t} + \beta_{7:16} ANO_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$RSC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 INDCONT_{i,t} + \beta_2 INDNCONT_{i,t} + \beta_3 IDADE_{i,t} + \beta_4 TAM_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 END_{i,t} + \beta_7 MEDSET_{i,t} + \beta_{8:17} ANO_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Em que $RSC_{i,t}$ representa cada uma das práticas de RSC voltadas para a comunidade (CDP, PRD e HRS), da empresa i no ano t . Da mesma forma $TOTIND_{i,t}$, $INDCONT_{i,t}$ e $INDNCONT_{i,t}$ representam as variáveis explicativas ligadas à independência do CA para cada empresa em cada ano. $IDADE$, TAM , ROA , END e $MEDSET$ são as variáveis de controle, conforme descrito na Tabela 2, e ANO captura os efeitos fixos dos anos. Destaca-se ainda que, como análise de robustez dos resultados, a análise de regressão foi estimada também por meio de modelos lineares generalizados baseados na distribuição de Poisson, uma vez que a variável dependente tem natureza discreta. Os resultados obtidos foram semelhantes àqueles obtidos pela análise por MQO.

4 Resultados

4.1 Análise descritiva

O primeiro passo da análise de resultados mostra estatísticas descritivas para as variáveis dependentes e independentes. Como todas as variáveis envolvidas são quantitativas, foram calculados a média, desvio padrão, e os quartis para cada uma delas. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3
Estatísticas descritivas das variáveis dependentes e independentes

	CDP	PRD	HRS	Independentes (%)	Indicados (%)	Não Indicados (%)
Média	54,84	49,49	60,20	36,19%	15,53%	20,66%
Desvio	9,53	10,27	9,41	25,83%	20,38%	26,80%
Q1	49,00	43,00	55,00	18,20%	0,00%	0,00%
Q2	55,00	50,00	61,00	33,30%	0,00%	11,10%
Q3	62,00	56,00	66,00	55,60%	28,60%	33,30%

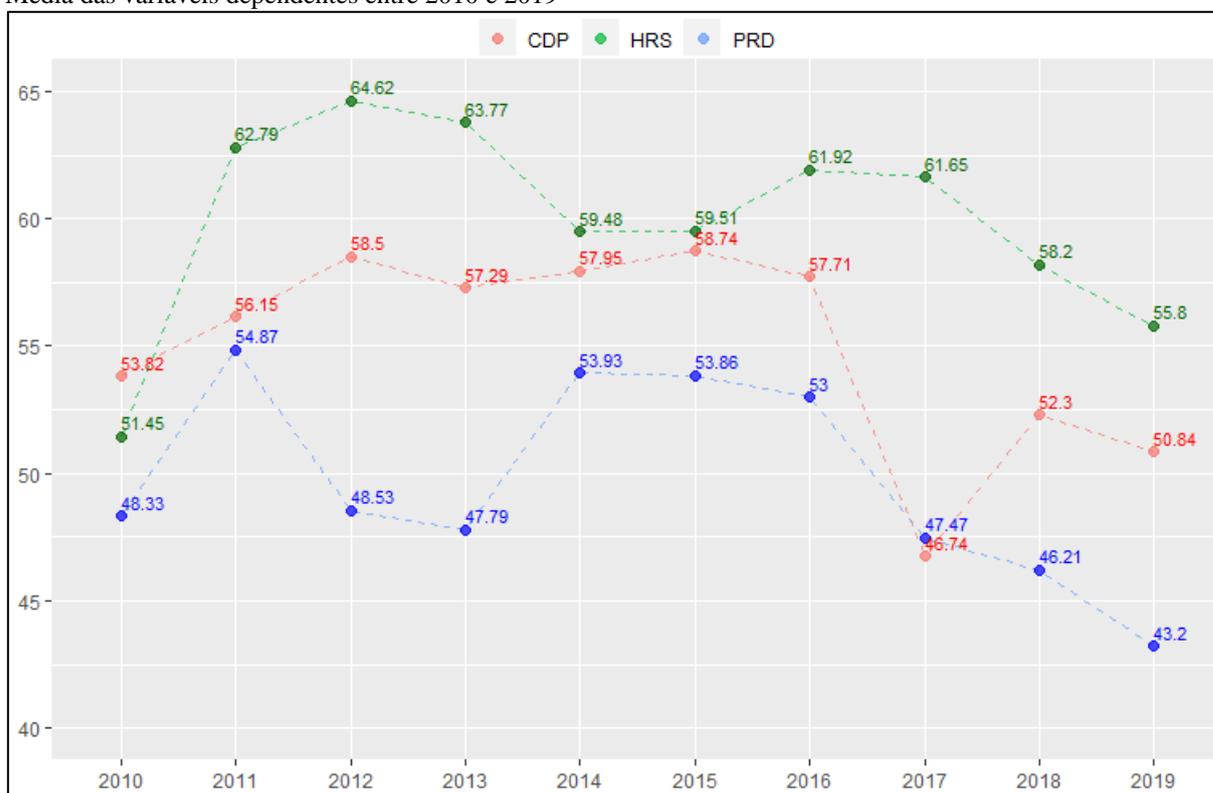
Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados mostram que, entre as práticas de RSC voltadas à comunidade avaliadas no trabalho (HRS), as práticas de direitos humanos e cadeia de suprimentos são aquelas com maior grau de adoção pois apresentam maior média e mediana, enquanto a prática com menor grau de adoção é aquela voltada aos produtos (PRD). Apesar disso, nota-se, por meio do desvio

padrão, que a variável PRD apresenta maior dispersão em torno da média em comparação às demais práticas. Quanto as variáveis relacionadas ao CA, destaca-se que as empresas da amostra apresentaram percentual médio de 36,19% de conselheiros independentes no período, sendo 15,53% de conselheiros indicados pelo controlador, e 20,66% de não indicados.

Como a análise envolve um painel de dados, também foi construído um gráfico para analisar a evolução temporal da média das variáveis dependentes ao longo dos anos (Figura 1). A variável HRS apresentou maiores valores entre 2011 e 2019, apesar de ser possível notar uma tendência de queda na variável a partir de 2012, quando a média da variável foi de 64,62, e caiu a um patamar de 55,80 em 2019. Já a variável CDP apresentou valores médios num patamar intermediário ao longo de quase todo período, destacando-se ainda um comportamento estável da variável entre os anos de 2012 e 2016, e uma tendência de queda até 2019, atingindo um patamar mínimo de 46,74 em 2017. Por fim, a variável PRD apresentou os menores valores ao longo de todo o período, à exceção do ano de 2017, com uma tendência de queda entre 2014, quando a média foi de 53,93, e 2019, quando atingiu o valor de 43,20.

Figura 1
Média das variáveis dependentes entre 2010 e 2019



Fonte: Dados da pesquisa.

De modo geral, é interessante notar que todas as variáveis dependentes apresentaram uma tendência de queda, pelo menos entre 2016 e 2019, indicando uma possível deterioração das práticas de RSC voltadas para a comunidade neste período. Cabe ressaltar, no entanto, que a quantidade de empresas aumentou de 87 em 2016, para 95 em 2019, e que tal diferença pode ter tido algum impacto na média das práticas avaliadas.

4.2 Análise de regressão

Após a análise descritiva, prosseguiu-se com uma análise multivariada, em que foram implementados os modelos descritos na metodologia, usando, para tal, análises de regressões

por MQO e modelos lineares generalizados baseados na distribuição de Poisson. Na Tabela 4 são apresentados os resultados para as práticas de desenvolvimento da comunidade e filantropia.

Tabela 4
Análise de regressão para a variável CDP.

	CDP1		CDP2		CDP3		CDP4	
Intercepto	6,80	(1,06)	7,07	(1,14)	6,13	(0,98)	71,47	(11,52***)
TOTIND	-0,21	(-0,17)						
INDCONT			-1,00	(-0,68)			-2,68	(-1,47)
INDNCONT					0,43	(0,38)	0,33	(0,23)
IDADE	0,02	(1,92*)	0,02	(1,99**)	0,02	(1,93*)	0,00	(0,09)
TAM	-0,38	(-1,66)	-0,38	(-1,75*)	-0,34	(-1,55)	-0,59	(-2,40)
ROA	-1,00	(-0,54)	-0,96	(-0,52)	-0,90	(-0,49)	-1,43	(-0,71)
END	1,21	(1,70*)	1,27	(1,78*)	1,25	(1,74*)	0,36	(0,45)
MEDSET	0,94	(11,91***)	0,93	(11,79***)	0,94	(11,92***)	0,93	(11,78***)
Efeitos fixos dos anos	Sim		Sim		Sim		Sim	
Teste F	23,14***		23,18***		23,15***		11,20***	
R ²	0,32		0,32		0,32		0,19	
R ² -ajustado	0,30		0,30		0,30		0,18	
VIF	< 1,18		< 1,13		< 1,15		< 1,24	

Nota: (*) – p-valor < 0,10; (**) – p-valor < 0,05; (***) – p-valor < 0,01.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados obtidos mostram que nenhuma das variáveis dependentes foi capaz de afetar de modo significativo a variável dependente CDP. Entre as variáveis de controle, apenas a Idade da empresa e o Endividamento apresentaram uma influência positiva nos Modelos CDP1, CDP2 e CDP3. Já o Tamanho da empresa mostrou-se significativo (p-valor < 0,10), com influência positiva, apenas no Modelo CDP2. A mediana do setor também mostrou uma influência positiva e significativa (p-valor < 0,01) nos Modelos CDP1 a CDP4. A seguir, na Tabela 5, são apresentados os resultados para as práticas de RSC voltada aos produtos.

Tabela 5
Análise de regressão para a variável PRD.

	PRD1		PRD2		PRD3		PRD4	
Intercepto	-21,40	(-3,47***)	-19,60	(-3,19***)	-21,00	(-3,34***)	-21,40	(-3,47***)
TOTIND	3,37	(2,49**)						
INDCONT			0,50	(0,32)			2,72	(1,51)
INDNCONT					2,58	(2,05**)	3,63	(2,53**)
IDADE	0,03	(2,55**)	0,03	(2,51**)	0,04	(2,78**)	0,03	(2,60**)
TAM	1,82	(7,46***)	1,62	(7,01***)	1,74	(7,31**)	1,82	(7,47***)
ROA	4,82	(2,44**)	4,40	(2,22**)	4,75	(2,40**)	4,86	(2,46**)
END	0,33	(0,42)	0,30	(0,38)	0,50	(0,64)	0,39	(0,50)
MED_SET	0,71	(8,12***)	0,76	(8,76***)	0,73	(8,28***)	0,71	(8,07***)
Efeitos fixos dos anos	Sim		Sim		Sim		Sim	
Teste F	23,14***		22,55***		22,94***		21,69***	
R ²	0,32		0,31		0,31		0,32	
R ² -ajustado	0,30		0,30		0,30		0,30	
VIF	< 1,17		< 1,12		< 1,15		< 1,24	

Nota: (*) – p-valor < 0,10; (**) – p-valor < 0,05; (***) – p-valor < 0,01

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados do Modelo PRD1 mostram que o percentual de membros independentes do CA tem um efeito positivo e significativo (p-valor < 0,05), sobre as práticas de RSC voltada para os produtos. No entanto, quando são considerados apenas os membros independentes indicados pelo controlador (Modelo PRD2), não é possível observar significância estatística. Já

quando são considerados apenas os membros independentes não indicados pelo controlador (Modelo PRD3), observa-se novamente uma influência positiva e significativa (p-valor < 0,05). No Modelo PRD4, os resultados observados para os Modelos PRD2 e PRD3 se mantêm, isto é, apenas os membros independentes não indicados pelo controlador influenciam de modo positivo e significativo (p-valor < 0,05) a prática de RSC sendo avaliada.

Entre as variáveis de controle, novamente idade, tamanho e mediana do setor, assim como no modelo anterior, apresentaram influência positiva e significativa. Nos modelos PRD1 a PRD4, também se observou influência positiva e significativa para a rentabilidade (p-valor < 0,05). Por fim, na Tabela 6, são apresentados os resultados para as práticas voltadas para direitos humanos e a cadeia de suprimentos

Tabela 6
Análise de regressão para a variável HRS.

	HRS1		HRS2		HRS3		HRS4	
Intercepto	54,94	(8,63***)	54,8	(8,67***)	54,28	(8,56***)	54,94	(8,63***)
TOTIND	-0,81	(-0,58)						
INDCONT			-1,90	(-1,17)			-2,08	(-1,12)
INDNCONT					0,52	(0,40)	-0,29	(-0,20)
IDADE	-0,01	(-0,65)	-0,01	(-0,48)	-0,01	(-0,62)	-0,01	(-0,49)
TAM	-0,04	(-0,16)	-0,01	(-0,06)	0,03	(0,13)	-0,03	(-0,12)
ROA	1,12	(0,55)	1,24	(0,61)	1,29	(0,63)	1,21	(0,59)
END	1,69	(2,13**)	1,82	(2,27**)	1,73	(2,16**)	1,81	(2,26**)
MED_SET	-0,06	(-0,74)	-0,07	(-0,86)	-0,08	(-0,93)	-0,07	(-0,80)
Efeitos fixos dos anos	Sim		Sim		Sim		Sim	
Teste F	7,27***		7,351***		7,26***		6,89***	
R ²	0,13		0,13		0,13		0,13	
R ² -ajustado	0,11		0,11		0,11		0,11	
VIF	< 1,17		< 1,13		< 1,15		< 1,24	

Nota: (*) – p-valor < 0,10; (**) – p-valor < 0,05; (***) – p-valor < 0,01.

Fonte: Dados da pesquisa.

Assim como observado para a variável dependente CDP, nos modelos apresentados na Tabela 6, não se observa uma influência significativa das variáveis independentes. Entre as variáveis de controle, apenas o endividamento mostra uma influência positiva e significativa (p-valor < 0,05) nos modelos HRS1 a HRS4.

Destaca-se ainda que todos os modelos apresentados nas Tabelas 4, 5 e 6 mostraram-se estatisticamente significantes (p-valor do Teste F < 0,01) e não apresentaram problemas de multicolinearidade, uma vez que todos os valores de VIF para todas as variáveis independentes e de controle foram inferiores a 5. Comparando os resultados nas Tabelas 4, 5 e 6, é possível perceber ainda que a qualidade do ajustamento dos modelos que têm HRS como variável dependente (Tabela 6) apresentam menor qualidade de ajustamento (Estatística F e R²-ajustado com valores inferiores) o que indica que as práticas voltadas para direitos humanos e cadeia de suprimentos carecem de outras variáveis que possam explicar melhor suas características.

De modo geral, o que se observa é que apenas as práticas voltadas para os produtos (PRD), contempladas pelos modelos na Tabela 5, sofrem influência das variáveis ligadas à independência do CA. Cabe destacar que a variável PRD foi a que apresentou menor grau de aderência por parte das empresas da amostra, como pode ser visto na Tabela 3 e no Gráfico 1.

Os resultados obtidos confirmam a hipótese levantada nesta pesquisa de que membros independentes indicados e não indicados pelos controladores têm comportamentos diferentes, uma vez que representam interesses diferentes. A hipótese é confirmada por meio dos resultados obtidos na Tabela 5, que relacionam as práticas voltadas para os produtos (PRD) com as características de independência do CA.

Tais resultados obtidos para o contexto brasileiro vão ao encontro do que Fraile e Fradejas (2014) apresentam para o contexto espanhol. Os autores argumentam que em contextos de alta concentração de propriedade, como são os casos de Brasil e Espanha, faz-se necessário analisar a figura de conselheiros independentes, separando aqueles indicados pelos controladores e aqueles não indicados pelos controladores. Fraile e Fradejas (2014), no entanto, avaliam a relação entre a propriedade de ações por parte de gestores e como isso faz com que se aumente a presença de conselheiros independentes não indicados pelos controladores numa relação não-linear. Os resultados aqui obtidos se diferenciam e adicionam novas evidências ao tema proposto, uma vez que mostra que avaliar a independência do CA, considerando membros indicados e não indicados, também é relevante para explicar as práticas de RSC.

Cabe destacar ainda que esta dicotomia indicados/não indicados, apesar de se mostrar relevante para práticas de RSC voltada para produtos, não mostrou relevância para explicar as outras práticas sendo avaliadas (comunidade e filantropia, e práticas de direitos humanos). Tal resultado pode ser interpretado como evidência de uma visão instrumental das práticas de RSC (Jones, 1995) por parte dos controladores da empresa. Isto é possível quando empresas conseguem melhorar sua sensibilidade em relação ao ambiente de negócios, sem abrir mão o objetivo de maximizar seus lucros no longo prazo (Valentinov & Hajdu, 2019).

Neste contexto, é possível que práticas voltadas para comunidade e filantropia, e práticas voltadas para direitos humanos, permitam para as empresas brasileiras aumentar seu escopo de práticas de RSC, ganhando com isso benefícios associados à imagem e legitimidade, sem comprometer a maximização de lucros futuros. Por esta razão, tais práticas apresentam um nível maior de engajamento, sem a necessidade de intervenção de conselheiros independentes, sejam eles indicados pelos controladores ou não.

6 Conclusão

Esta pesquisa buscou expandir o escopo de investigação que membros independentes do CA podem ter sobre a adoção de práticas de RSC, ao examinar diferenças no comportamento de membros indicados e não indicados por acionistas controladores. Para fazer isto, foi utilizada uma amostra de 114 empresas, de 2010 a 2019, totalizando 769 observações-ano. Diferente de outras pesquisas, que usualmente utilizam um único constructo para representar as práticas de RSC, neste trabalho foram consideradas três práticas de RSC voltadas para comunidade.

Os resultados obtidos mostram que a proporção de membros independentes do CA afeta positivamente as práticas de RSC voltadas aos produtos. No entanto, ao separar os membros independentes que são indicados, dos que não são indicados por acionistas controladores, apenas os membros não indicados continuam a exercer uma influência positiva e significativa. Isto mostra a relevância de que as diferenças entre conselheiros independentes sejam levadas em conta ao se estudar práticas de RSC. Evidencia-se ainda que os conflitos de agência em contextos de elevada concentração de propriedade, têm uma configuração principal-principal, ao invés de agente-principal, uma vez que conselheiros independentes indicados pelo controlador representam seus interesses, enquanto aqueles não indicados por controladores tendem a defender interesses mais abrangentes, inclusive aí os acionistas minoritários.

Como limitações da pesquisa, primeiro destaca-se que as métricas usadas para o avaliar as de RSC são baseadas em pontuações calculadas por terceiros (CSRHub). Assim, a amostra é limitada a empresas com dados disponíveis para análise (ou seja, as empresas seguidas pelo CSRHub). Além disso, é de notar que existe um aumento do número de empresas que compõem a amostra no período em análise, o que pode ter impacto nos resultados.

Para pesquisas futuras, sugerimos o uso de outras dimensões da RSC, que dizem respeito a questões relacionadas ao meio ambiente e aos funcionários, por exemplo. Tal exame,

em conjunto com a análise de questões relacionadas à comunidade, pode lançar mais luz sobre o papel que membros independentes indicados e não indicados por controladores podem ter em conselhos de administração, culminando em diferenças na adoção de práticas de RSC. É possível ainda que esta dicotomia entre conselheiros independentes indicados e não indicados por controladores também tenha reflexo em outras questões da empresa, como desempenho, divulgação, internacionalização, e outras características que podem ser investigadas.

Referências

- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86.
- Baysinger, B. D., & Butler, H. N. (1985). Corporate governance and the board of directors: Performance effects of changes in board composition. *Journal of Law, Economics, & Organization*, 1(1), 101-124.
- Bhuiyan, M. B. U., Huang, H. J., & de Villiers, C. (2021). Determinants of environmental investment: Evidence from Europe. *Journal of Cleaner Production*, 292, 125990.
- Chang, Y. K., Oh, W. Y., Park, J. H., & Jang, M. G. (2017). Exploring the relationship between board characteristics and CSR: Empirical evidence from Korea. *Journal of Business Ethics*, 140(2), 225-242.
- Cheffins, B. R. (2012). The history of corporate governance. *ECGI Working Paper Series In Law*, n. 184/2012.
- Chih, H. L., Chih, H. H., & Chen, T. Y. (2010). On the determinants of corporate social responsibility: International evidence on the financial industry. *Journal of Business Ethics*, 93(1), 115-135.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., & Treepongkaruna, S. (2021). How do independent directors view corporate social responsibility (CSR) during a stressful time? Evidence from the financial crisis. *International Review of Economics & Finance*, 71, 143-160.
- Chintrakarn, P., Jiraporn, P., Tong, S., Jiraporn, N., & Proctor, R. (2020). How do independent directors view corporate social responsibility (CSR)? Evidence from a quasi-natural experiment. *Financial Review*, 55(4), 697-716.
- Coles, J. L., Daniel, N. D., & Naveen, L. (2008). Boards: Does one size fit all?. *Journal of financial economics*, 87(2), 329-356.
- Crisóstomo, V. L., de Freitas Brandão, I., & López-Iturriaga, F. J. (2020). Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. *Research in International Business and Finance*, 51, 101076.
- D'Amato, A., & Falivena, C. (2020). Corporate social responsibility and firm value: Do firm size and age matter? Empirical evidence from European listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(2), 909-924.
- Fainshmidt, S., Judge, W. Q., Aguilera, R. V., & Smith, A. (2018). Varieties of institutional systems: A contextual taxonomy of understudied countries. *Journal of World Business*, 53(3), 307-322.
- Fraile, I. A., & Fradejas, N. A. (2014). Ownership structure and board composition in a high ownership concentration context. *European Management Journal*, 32(4), 646-657.

- Fransen, L. (2013). The embeddedness of responsible business practice: Exploring the interaction between national-institutional environments and corporate social responsibility. *Journal of Business Ethics*, 115(2), 213-227.
- Galbreath, J. (2017). The impact of board structure on corporate social responsibility: A temporal view. *Business Strategy and the Environment*, 26(3), 358-370.
- Gunawan, A., Puntoro, H. R., & Pakolo, R. P. (2019). The effect of profitability, company age, and public ownership on corporate social responsibility disclosure. *Jurnal Akuntansi Trisakti*, 5(2), 291-298.
- Harjoto, M. A., & Jo, H. (2011). Corporate governance and CSR nexus. *Journal of business ethics*, 100(1), 45-67.
- Jo, H., & Harjoto, M. A. (2011). Corporate governance and firm value: The impact of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 103(3), 351-383.
- Jones, T. M. (1995). Instrumental stakeholder theory and paradigm consensus in business and society: Advances on the methodological front. In *Proceedings of the International Association for Business and Society* (Vol. 6, pp. 1263-1272).
- Karim, S., Manab, N. A., & Ismail, R. B. (2020). Assessing the governance mechanisms, corporate social responsibility and performance: the moderating effect of board independence. *Global Business Review*, 0972150920917773.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27.
- Li, J. (1994). Ownership structure and board composition: A multi-country test of agency theory predictions. *Managerial and Decision Economics*, 15(4), 359-368.
- Lorsch, J., & MacIver, E. (1990). Pawns or Potentates: the reality of America's corporate. *Academy of Management Executive*, 4(4).
- Lourenço, I. C., & Branco, M. C. (2013). Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: the Brazilian case. *Journal of Cleaner Production*, 57, 134-141.
- Mascena, K. M. C. D., Barakat, S. R., Isabella, G., & Fischmann, A. A. (2020). A influência da estrutura do conselho de administração e da concentração acionária na divulgação de relatórios GRI. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22, 608-627.
- Neville, F., Byron, K., Post, C., & Ward, A. (2019). Board independence and corporate misconduct: A cross-national meta-analysis. *Journal of Management*, 45(6), 2538-2569.
- Orazalin, N., & Baydauletov, M. (2020). Corporate social responsibility strategy and corporate environmental and social performance: The moderating role of board gender diversity. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(4), 1664-1676.
- Perlin, M. S., Kirch, G., & Vancin, D. (2019). Accessing financial reports and corporate events with GetDFPData. *Brazilian Review of Finance*, 17(3), 85-108.
- Rashid, A. (2018). Board independence and firm performance: Evidence from Bangladesh. *Future Business Journal*, 4(1), 34-49.
- Ruf, B. M., Muralidhar, K., Brown, R. M., Janney, J. J., & Paul, K. (2001). An empirical investigation of the relationship between change in corporate social performance and

financial performance: A stakeholder theory perspective. *Journal of Business Ethics*, 32(2), 143-156.

- Sundarasan, S. D. D., Je-Yen, T., & Rajangam, N. (2016). Board composition and corporate social responsibility in an emerging market. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*.
- Sutantoputra, A. W. (2009). Social disclosure rating system for assessing firms' CSR reports. *Corporate Communications: An International Journal*.
- Valentinov, V., & Hajdu, A. (2019). Integrating instrumental and normative stakeholder theories: a systems theory approach. *Journal of Organizational Change Management*.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417.
- Walls, J. L., Berrone, P., & Phan, P. H. (2012). Corporate governance and environmental performance: Is there really a link?. *Strategic management journal*, 33(8), 885-913.
- Wang, J., & Coffey, B. S. (1992). Board composition and corporate philanthropy. *Journal of Business Ethics*, 11(10), 771-778.
- Wang, J., & Dewhirst, H. D. (1992). Boards of directors and stakeholder orientation. *Journal of business ethics*, 11(2), 115-123.
- Wijethilake, C., & Lama, T. (2019). Sustainability core values and sustainability risk management: Moderating effects of top management commitment and stakeholder pressure. *Business Strategy and the Environment*, 28(1), 143-154.
- Zubeltzu-Jaka, E., Ortas, E., & Álvarez-Etxeberria, I. (2019). Independent directors and organizational performance: New evidence from a meta-analytic regression analysis. *Sustainability*, 11(24), 7121.