

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE DE  
RIBEIRÃO PRETO  
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA E  
CONTABILIDADE

NEIDE BORSCHIED MAYER

Influência da diversidade do conselho de administração e do poder do CEO no  
desenvolvimento sustentável das organizações

ORIENTADOR: PROF. DR. FABIANO GUASTI LIMA

RIBEIRÃO PRETO

2024

Prof. Dr. Carlos Gilberto Carlotti Junior  
Reitor da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Fábio Augusto Reis Gomes  
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto

Profa. Dr. Carlos Alberto Grespan Bonacim  
Chefe do Departamento de Contabilidade

Prof. Dr. Marcelo Botelho da Costa Moraes  
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade

NEIDE BORSCHIED MAYER

Influência da diversidade do conselho de administração e do poder do CEO no desenvolvimento sustentável das organizações

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, para obtenção do título de Doutora em Ciências. Versão corrigida. A original encontra-se disponível na FEA-RP/USP.

Orientador: PROF. DR. FABIANO GUASTILIMA

RIBEIRÃO PRETO

2024

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

### **Ficha Catalográfica**

Borscheid, Neide

Influência da diversidade do conselho de administração e do poder do CEO no desenvolvimento o sustentável das organizações. Ribeirão Preto, 2024.

130 p.: il.; 30 cm

Tese de Doutorado, apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo. Área de concentração: Controladoria e Contabilidade.

Orientador: Lima, Fabiano Guasti.

Palavras-chave: ESG, desenvolvimento sustentável, diversidade do conselho de administração, poder do CEO, governança corporativa.

## FOLHA DE APROVAÇÃO

Nome: NEIDE BORSCHIED MAYER

Título: Influência da diversidade do conselho de administração e do poder do CEO no desenvolvimento sustentável das organizações

Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Doutora em Ciências

Área de Concentração: Controladoria e Contabilidade.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. \_\_\_\_\_  
Instituição: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_  
Instituição: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_  
Instituição: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_  
Instituição: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

Prof. Dr. \_\_\_\_\_  
Instituição: \_\_\_\_\_ Assinatura: \_\_\_\_\_

## DEDICATÓRIA

À minha família.

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus e ao Universo pela oportunidade de viver essa experiência e por ter direcionado a mim pessoas extraordinárias que foram essenciais ao longo de todo o processo.

Agradeço aos grandes incentivadores Soraia Carise Prates, Juliano Lima Soares e Emerson Muniz Freitas, por acreditarem em mim e me mostrarem que seria capaz de realizar esse sonho.

Ao meu orientador, professor Fabiano Guasti Lima, pela confiança depositada em mim e, principalmente, pela empatia, generosidade e assertividade com que me orientou.

Aos meus colegas de doutorado, que foram muito além de colegas, mas grandes amigos e parceiros, que elevavam o nível de entendimento e discussão, ajudando mutuamente uns aos outros ao longo das disciplinas e, que em minhas viagens semanais, foram companhias nos cafés, almoços, jantares, estudos, yoga no Centro de Educação Física, tornando algo que poderia ser dolorido em uma experiência da qual já sinto falta.

Aos meus amigos, Vanessa Guithon, Alexandre Penna, Mariana Amaral Pinto e José da Costa Valim Neto, sendo minha família do coração, cuidando com muita gentileza e amor do meu maior tesouro, meu filho, enquanto meu marido eu estivemos ausentes em viagens.

Aos amigos Lucelma Cunha e Lissandro, por me acolherem em sua casa ao longo de muitas semanas de estudo, com muito carinho e gentileza, e mais do que isso, serem minha base e fortaleza em Ribeirão Preto.

A amiga Letícia Faleiro pelo delicioso pão de queijo e por me integrar, desde o dia da matrícula, com a turma e o programa.

Ao Programa de Pós-graduação em Controladoria e Contabilidade da FEA USP-RP e ao corpo docente que são de fato diferenciados, tanto na qualidade das pesquisas e ensino, quanto pelo tratamento respeitoso e amigável com os estudantes.

Aos colaboradores da FEA-RP e em especial aos membros da Secretaria de Pós-Graduação, por sempre me ajudarem com muita assertividade e tempestividade, indo sempre além nessa ajuda.

Aos membros da banca de qualificação, Dr. Wilson Toshiro Nakamura e Dr. Luiz Eduardo Gaio pela disponibilidade e com as importantes contribuições com a pesquisa.

A Uninter e, principalmente, ao professor Elton Ivan Schneider, por me apoiar e viabilizar o cumprimento de todas as etapas. Agradeço de forma especial aos professores Ivanildo Viana Moura, Allan Marcelo de Oliveira, Edenise Aparecida dos Anjos, José Luis Modena e Emerson Muniz Freitas por cuidarem do curso nas minhas ausências.

Aos meus pais pela vida, pelo amor incondicional, pelo exemplo, pela dedicação, pelo suporte (em tudo) e pelo incentivo aos estudos, mesmo em condições financeiras muito precárias.

Ao meu marido Alexandre Magalhães Mayer e meu filho Pedro Borscheid Mayer, por me incentivarem, apoiarem e por estarem sempre ao meu lado, com amor, carinho e zelo. Amo muito vocês e perdão pela minha ausência.



## RESUMO

Borscheid, Neide. Influência da diversidade do conselho de administração e do poder do CEO no desenvolvimento sustentável das organizações. Ribeirão Preto, 2024, 130 p. Tese (Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade. Departamento de Contabilidade. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo - Ribeirão Preto, 2024.

A partir do entendimento teórico da influência exercida pelas características pessoais dos decisores de alto escalão nos resultados organizacionais, essa pesquisa teve como objetivo geral analisar a relação da diversidade na composição do conselho de administração (CA) e do poder do CEO no desenvolvimento sustentável das organizações. Os testes se deram através de modelos empíricos de análise multivariada, por meio de dados em painel, considerando empresas, não financeiras, de capital aberto listadas na B3, no período de 2016 a 2021. A tese defendida foi a de que quanto maior a diversidade na composição do conselho de administração e maior o poder do CEO melhores serão os scores de ESG das organizações. Os resultados identificados na pesquisa confirmaram que a associação da diversidade do CA com o poder do CEO afetam o desenvolvimento sustentável das organizações, porém, esse impacto é negativo, ou seja, quanto maior a diversidade na composição do CA e maior o poder do CEO, menores são os desempenhos de ESG das organizações. A análise da diversidade geral no CA apresentou relação significativa e negativa em relação ao desempenho em ESG. Sua análise individualizada demonstrou que a presença de mulheres, o tamanho do CA e o BETA impactam positivamente os scores de ESG, enquanto a diversidade de formações acadêmicas e a quantidade de conselheiros com experiências em outros CAs, apresentaram uma relação significativa negativa. O poder do CEO, por sua vez, impacta negativamente o desempenho de ESG e das medidas de poder analisadas, a relação explicativa significativa (negativa) apenas foi identificada em relação ao poder de propriedade (sócio fundador ou parente de fundador).

**Palavras-chave: diversidade do conselho de administração; poder do CEO; ESG; desenvolvimento sustentável; governança corporativa.**

## ABSTRACT

Borscheid, Neide. Influence of the board diversity and the CEO power on the sustainable development of organizations. Ribeirão Preto, 2024, 130 p. Tese (Doutorado). Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade. Departamento de Contabilidade. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Universidade de São Paulo - Ribeirão Preto, 2024.

Based on the theoretical understanding of the influence exerted by the personal characteristics of top executives on organizational outcomes, this research aimed to analyze the relationship between diversity in the composition of the board of directors (BoD) and the CEO power in the sustainable development of organizations. The tests were conducted through empirical models of multivariate analysis, using panel data, considering non-financial, publicly traded companies listed on B3, from 2016 to 2021. The thesis defended was that the greater diversity in the composition of the board of directors and the greater CEO power, better ESG scores of organizations would be. The results identified in the research confirmed that the association of BoD diversity with CEO power affects the sustainable development of organizations, however, this impact is negative. That is, the greater diversity in the composition of the BoD and the greater CEO power, low ESG performances of organizations. The analysis of overall diversity in the BoD showed a significant and negative relationship with ESG performance. Its individualized analysis demonstrated that the presence of women, the size of the BoD, and the BETA positively impact ESG scores, while diversity in academic backgrounds and the number of directors with experiences on other boards showed a significant negative relationship. The CEO power, in turn, negatively impacts ESG performance, and among the analyzed power measures, a significant (negative) explanatory relationship was only identified concerning ownership power (founding partner or relative of the founder).

**Keywords: board diversity; CEO power; ESG; sustainable development; corporate governance**

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Dimensões do desenvolvimento sustentável.....	29
Figura 2. Estrutura da Pesquisa.....	55

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Estudos relacionados as variáveis de diversidade na composição do conselho de administração.....	42
Tabela 2. Estudos relacionados as variáveis de poder do CEO com o desenvolvimento sustentável.....	51
Tabela 3. Descritores do Planejamento da Pesquisa.....	54
Tabela 4. Classificação da amostra por grupos industriais.....	57
Tabela 5. Pontuações ESG segundo banco de dados Refinitiv Eikon.....	59
Tabela 6. Detalhamento dos Índices de ESG – Categorias e indicadores.....	61
Tabela 7. Estatística descritiva das variáveis de ESG.....	62
Tabela 8. Estatística descritiva do ROA.....	63
Tabela 9. Estatística descritiva do BETA.....	63
Tabela 10. Detalhamento das variáveis de Diversidade na Composição do Conselho de Administração – Categorias e indicadores.....	64
Tabela 11. Estatística descritiva das variáveis de diversidade no CA.....	66
Tabela 12. Estatística descritiva da diversidade de idade dos conselheiros.....	68
Tabela 13. Detalhamento das variáveis de Poder do CEO – Categorias e indicadores...	70
Tabela 14. Estatística descritiva das variáveis quantitativas de poder do CEO.....	72
Tabela 15. Estatística descritiva das variáveis qualitativas do CEO.....	72
Tabela 16. Estatística descritiva da frequência de níveis de poder do CEO.....	73
Tabela 17. Detalhamento da variável final Diversidade CA + Poder do CEO.....	74
Tabela 18. Estatística descritiva da variável final Diversidade CA + Poder do CEO.....	74
Tabela 19. Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel com Efeitos Fixos – Diversidade Geral do CA x Score Geral de ESG.....	79
Tabela 20. Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel com Efeitos Aleatórios – Variáveis Individuais de Diversidade Geral do CA x Score Geral de ESG	81
Tabela 21. Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel com Efeitos Aleatórios – Poder CEO (geral) x Score Geral de ESG.....	84
Tabela 22. Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel com Efeitos Aleatórios – Poder CEO (geral) x Score Geral de ESG.....	85
Tabela 23. Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel com Efeitos Fixos – Diversidade Geral na Composição do CA + Poder CEO (geral) x Score Geral de ESG	87

## **LISTA DE ANEXOS**

Anexo A. Detalhamento dos testes realizados.....	123
--	-----

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Bolsa B3 (Brasil, Bolsa e Balcão)
BETA	Risco sistemático das organizações
CA	Conselho de Administração
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CD	Diversidade no Conselho de Administração
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CFC	Conselho Federal de Contabilidade
CP	Poder do CEO
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DSC	Desempenho Social Corporativo
EBIT	<i>Earning Before Interest and Taxes</i>
ESG	<i>Environmental (Ambiental), Social (Social) e Governance (Governança)</i>
EUA	Estados Unidos da América
GC	Governança Corporativa
FRE	Formulários de Referência
GSIA	<i>Global Sustainable Investment Alliance</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
ISE B3	Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3
ISSB	<i>International Sustainability Standards Board</i>
ODS	Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

ONU	Organização das Nações Unidas
POLS	<i>Pooled Ordinary Least Square</i>
ROE	Retorno sobre o Capital
ROA	Retorno sobre o Ativo
RSC	Responsabilidade Social Corporativa
RSE	Responsabilidade Social Empresarial
TCFD	<i>Taskforce on Climate-related Financial Disclosures</i> (Força-Tarefa sobre Divulgações Financeiras Relacionadas ao Clima)
TDR	Teoria da Dependência de Recursos
VIF	Variance Inflation Factor
WCED	Comissão Mundial para o Desenvolvimento Econômico

## SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO .....	18
1.1 Problema de pesquisa.....	22
1.2 Objetivos geral e específicos .....	23
1.3 Justificativa e diferencial da pesquisa.....	24
1.4 Estrutura da tese.....	26
2. REFERENCIAL TEÓRICO .....	27
2.1. Desenvolvimento Sustentável.....	27
2.2. Desempenho econômico, valor da empresa e sua relação com ESG.....	32
2.3. Diversidade na composição do conselho de administração.....	35
2.4. Poder do CEO .....	46
3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	54
3.1 Planejamento e Estruturação da Pesquisa.....	54
3.2. Definição da Amostra e Coleta dos Dados .....	56
3.3 Descrição das Variáveis.....	58
3.3.1. Variável de Desempenho ESG.....	59
3.3.2. Variável de Diversidade na Composição do Conselho de Administração....	64
3.3.3. Variável de Poder do CEO .....	69
3.3.4. Variável Geral de Diversidade do Conselho de Administração e Poder do CEO.....	74
3.3.5. Hipóteses de Estudo e Modelo Empírico .....	75
3.3. Resultados da análise e testes de especificação dos modelos de regressão de dados em painel .....	78
3.3.1. Resultados da análise e testes de especificação da relação da diversidade na composição do CA com o score geral de ESG.....	79
3.3.2. Resultados da análise e testes de especificação da relação do Poder do CEO com o score geral de ESG .....	83



3.3.3. Resultados da análise e testes de especificação da relação da Diversidade CA com o Poder do CEO em relação ao score geral de ESG .....	
3.3.4. Discussão e síntese dos resultados .....	
4. CONCLUSÃO .....	93
4.1. Limitações da Pesquisa .....	95
4.2. Pesquisas futuras .....	96
5. REFERENCIAL TEÓRICO .....	97

## 1. INTRODUÇÃO

O movimento de crescimento em investimentos sustentáveis pelas organizações vem ocorrendo de forma significativa no Brasil e no mundo. Investimento sustentável é o que envolve fatores ambientais, sociais e de governança (ESG) na seleção e gestão do portfólio de investimentos em negócios, fundos ou outros instrumentos financeiros que atendem ao duplo objetivo de gerar retorno financeiro e, ao mesmo tempo, causar impacto positivo (GSIA, 2022).

Tal crescimento fica evidente em pesquisas realizadas nos principais mercados financeiros, como a da *Global Sustainable Investment Alliance* (GSIA) que mapeou, de forma colaborativa, os investimentos sustentáveis (institucionais e de varejo), incluindo fatores ambientais, sociais e de governança (ESG), nas regionais dos Estados Unidos, Canadá, Japão, Austrália, Nova Zelândia e Europa em 2022, e constatou um crescimento no valor absoluto dos ativos de investimento sustentável na maioria das regiões em comparação a 2020, com destaque para os Estados Unidos que teve um crescimento de 20% (GSIA, 2022).

Parte da explicação do crescente investimento sustentável se deve aos aspectos regulamentares (Ioannou e Serafeim, 2017; GSIA, 2021), como os que estão surgindo no Brasil, cujo movimento mais forte iniciou com a resolução CVM (Comissão de Valores Mobiliários) nº 59 de dezembro de 2021 (alterada pela resolução CVM nº168 de 2022), que estabeleceu a obrigatoriedade do fornecimento de informações ligadas a ESG (*Environmental, Social e Governance*) nos formulários de referência das empresas cujas ações são negociadas na B3 a partir de 2023.

Esse movimento ganhou ainda mais força em 2023, momento em que *International Sustainability Standards Board* (ISSB) emitiu a nível internacional as normas inaugurais de sustentabilidade, pelas quais, iniciou-se o movimento de padronização da divulgação das informações não financeiras de oportunidades e riscos relacionadas à sustentabilidade e ao clima.

Da mesma forma como ocorre com as demais informações e reportes contábeis e financeiros, no contexto brasileiro, seguindo o padrão internacional emitido pelo ISSB, a CVM emitiu a resolução nº 193 em 20 de outubro de 2023, obrigando as empresas de capital aberto a elaborar e divulgar relatório de informações não financeiras relacionadas

à sustentabilidade a partir do ano 2026 e com opção de reporte voluntário para os anos 2024 e 2025.

Ao mesmo tempo em que há uma pressão para esse tipo de investimento derivada de demandas sociais e de mercado (GSIA, 2021), impulsionadas por movimentos internacionais como a Força-Tarefa sobre Divulgações Financeiras Relacionadas ao Clima (*Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (TCFD)*), estabelecida pelo *Financial Stability Board*, lançado em 2017 e que teve atualizações em 2021, que influenciou a política e a regulamentação global de investimentos sustentáveis (GSIA, 2021)

Esse movimento influenciou a mudança das expectativas de investidores, gestores de ativos e proprietários de ativos e proveu uma estrutura em torno de governança, estratégia, métricas e metas de gerenciamento de risco frente as dimensões sustentáveis das organizações (GSIA, 2021).

A padronização e a normatização do reporte dessas informações visam uma maior disponibilidade de dados, alinhada com maior confiabilidade, transparência, acessibilidade e comparabilidade (GSIA, 2022).

Outro movimento que impulsionou esse tipo de investimento refere-se aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) emitidos pela Organização das Nações Unidas (ONU), compostos por 17 metas globais focadas em um melhor desenvolvimento sustentável até 2030 e adotados pelos Estados-Membros das Nações Unidas (ONU) em 2015 (GSIA, 2021).

Essas metas globais visam o fim da pobreza, por meio da redução de desigualdades e aumento do crescimento econômico, alinhadas com melhores serviços de saúde e educação e preservação do meio ambiente como um todo (ONU, 2018).

No Brasil, os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) foram incorporados na metodologia de seleção das empresas de capital aberto que integram a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) pela B3, sendo essa a carteira de classificação das empresas listadas na bolsa de valores de acordo com seus desempenhos sustentáveis (B3, 2019).

Esse movimento internacional leva a uma visão de desempenho organizacional mais abrangente, considerando não apenas o aspecto econômico (Desender e Epure, 2014), mas envolvendo, também, o desempenho social corporativo (DSC), resultante de

projetos e operações voltados a responsabilidade social que extrapolam as exigências legais e regulamentares (McWilliams e Siegel, 2006).

O desempenho das organizações passa, então, a ser medido sob o enfoque mais amplo e sustentável, cuja mensuração vem sendo amplamente adotada por meio da abordagem ESG (*Environmental, social, and corporate governance*) (Boerner, 2011; Galbreath, 2013; Cucari, et al., 2018; Ranjbari et al., 2021; Clune e Zehnder 2020; Kumar e Anbanandam, 2019).

Embora o crescimento do desempenho em ESG tenha melhorado (GSIA, 2021), quando se analisa o ranking do desempenho sustentável geral das organizações, usando como exemplificação o score ISE B3, por meio do ranking de desempenho divulgado pela B3 em relação aos dados das empresas listadas na bolsa de valores brasileira em 2023 (B3, 2023), percebe-se uma grande variação.

A empresa que ocupou o primeiro lugar do ranking, por exemplo, computou um score geral de ESG de 89,99 e a empresa que ocupa a posição 83 do ranking com um score geral de 34,10 (B3, 2023).

Quando se analisa os índices, de cada uma das empresas, abertos por dimensão (capital humano, governança corporativa e alta gestão, modelo de negócio e inovação, capital social e meio ambiente) (B3, 2023), percebe-se, também, que o desempenho não é uniforme. A empresa que ocupou a primeira posição do ranking, por exemplo, teve o score de modelo de negócios e inovação de 97,08, apresentando, por outro lado, um score de 84,34 em relação ao capital humano (B3, 2023).

Esses dados, demonstram que ainda há espaço nas pesquisas para compreender quais mecanismos de governança levam a melhores desempenhos de ESG pelas organizações (Walls, Berrone, & Phan, 2012; Hussain, Rigoni, Orij, 2016), sendo essa a lacuna de pesquisa que se pretende preencher nesse estudo que leva em consideração empresas brasileiras, não financeiras, cujas ações são negociadas na B3.

Para isso, serão estudados os atributos e características dos principais envolvidos nas decisões estratégicas das organizações, sendo eles o conselho de administração (CA), por meio da análise dos conselheiros, e do *Chief Executive Officer* (CEO), tendo como embasamento teórico principal as Teorias de Alto Escalão (Hambrick e Mason, 1984) e da Dependência de Recursos (TDR) (Pfeffer & Salancik, 1978), que indicam a influência

desses aspectos na formulação das escolhas e tomada de decisão estratégica (Khan et al., 2013).

Do ponto de vista da Teoria dos Altos Escalões (Hambrick e Mason, 1984), quanto mais heterogêneas forem as características pessoais dos gestores de alto escalão, melhores serão as decisões que envolvem problemas complexos e inovadores (Hambrick e Mason, 1984), como os que se relacionam às questões voltadas ao desenvolvimento sustentável.

A Teoria da Dependência de Recursos (TDR) (Pfeffer & Salancik, 1978), por sua vez, considera o conselho da administração (CA) como um mecanismo estratégico para lidar com as contingências da organização frente as suas relações com o ambiente externo, de forma a ter acesso a recursos (tangíveis ou intangíveis), essenciais à sua sobrevivência e competitividade (Pfeffer & Salancik, 1978; Pfeffer e Salancik, 2003; Rosseto & Rosseto, 2005).

Do ponto de vista dessas teorias, a escolha dos conselheiros e do CEO não parte de fatores aleatórios ou independentes, mas sim de respostas racionais às condições do ambiente em que estão inseridas, no sentido de combinar os recursos fornecidos (capital humano e capital relacional) com as necessidades das empresas (Hillman & Dalziel, 2003).

Partindo da análise das características do CA e de sua composição, pode-se entender que quanto maior a diversidade na composição do CA, maiores serão os recursos informacionais e maior o alcance cognitivo e comportamental desse conselho (Ferrero-Ferrero et al., 2015).

A diversidade das características do CA é tratada em estudos prévios sob o aspecto estrutural, que envolve questões como quantidade de conselheiros independentes, o tempo de mandato, o tamanho do conselho e dualidade de funções (acúmulo das funções de CEO e presidente do conselho de administração) (Ararat et al., 2010; Ben-Amar et al., 2013; Fraga e Silva, 2012; Mendes-da-Silva et al., 2007), do ponto de vista social em termos de gênero, idade, etnia e nacionalidade (Brown & Caylor, 2006; Konrad et al., 2008; Ali, Ng, & Kulik, 2014; Anderson et al., 2011; Ararat et al., 2010; Fraga e Silva, 2012; Kagzi & Guha, 2018), e em termos de diversidade ocupacional que se refere à formação educacional e experiência profissional (Adams, Haan, Terjesen, & Ees, 2015; Anderson et al., 2011; Ben-Amar, Francoeur, Hafsi, & Labelle, 2013; Nisiyama e Nakamura, 2018).

Já os atributos e características do CEO, considerado um importante decisor de alto escalão por exercer influência significativa (ou deixar de influenciar) nas decisões estratégicas, é considerado um membro poderoso, sofrendo, por isso, o monitoramento por parte do CA (Maitlis, 2004).

O nível de poder a ele atribuído pode variar, sendo definido de acordo com o nível de decisão e influência sobre os demais decisores (Hickson, Lee, Schneck, & Pennings, 1971, Macmillan, 1978, Pfeffer, 1981, Finkelstein, 1992).

Entendendo assim, que tanto o conselho de administração quanto o CEO são considerados importantes influenciadores do posicionamento estratégico das organizações (Thompson, 1967; Pfeffer, 1972; Maitlis, 2004; Luo et al., 2009) e, conseqüente, ao desenvolvimento sustentável.

### **1.1 Problema de pesquisa**

Nesse sentido, entendo a influência exercida pelos principais decisores de alto escalão (CA e CEO) no desenvolvimento sustentável das organizações (Seto-Pamies, 2015, Shaukat et al., 2016, Hussain et al., 2016; Cuadrado- Ballesteros et al., 2015 ; Cucari et al., 2018; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Katmon et al., 2019; Pucheta-Martínez et al., 2020; García-Sánchez et al., 2021; Beji et al., 2021; Muttakin et al., 2018; Joubert, 2019; Sheikh, 2019; Velte, 2020), que formulam suas escolhas nas decisões estratégicas influenciados pelas suas características e atributos (Khan et al., 2013), esse estudo tem como problema de pesquisa: **as empresas que apresentam maior diversidade na composição do conselho de administração e que possuem CEOs mais poderosos apresentam melhores scores de ESG?**

Para responder a esse problema de pesquisa serão consideradas nesse estudo as empresas brasileiras, não financeiras, listadas na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão) no período de 2016 a 2021, com ações ativas no ano de 2021 (com data de base 31 de dezembro de 2021), que possuíssem informações de ESG, na base Refinitiv Eikon.

A delimitação de exclusão de empresas financeiras se fez necessária pelo fato de que estas instituições possuem determinadas particularidades nas práticas contábeis e de gestão que as diferem dos demais segmentos.

A diversidade na composição do conselho de administração foi medida a partir das dimensões: estrutural (percentual de conselheiros independentes em relação ao tamanho total do CA) (Cuadrado- Ballesteros et al., 2015; Hussain et al., 2016; Shaukat et al., 2016; Chang et al., 2017; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; García-Sánchez et al., 2021; Beji et al., 2021), social (percentual de participação de mulheres em relação a quantidade total de conselheiros do CA e diversidade de gerações representadas na composição do CA) (Seto-Pamies, 2015, Shaukat et al., 2016, Hussain et al., 2016; Cuadrado- Ballesteros et al., 2015 ; Cucari et al., 2018; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Katmon et al., 2019; Pucheta-Martínez et al., 2020; García-Sánchez et al., 2021; Beji et al., 2021; Diamantopoulos et al., 2003; Ferrero-Ferrero et al., 2012; Ferrero-Ferrero et al., 2015), e ocupacional (percentual de participação de diferentes formações acadêmicas dos conselheiros em relação a quantidade total de conselheiros do CA e do percentual de quantidade de conselheiros com experiência em outros conselhos de administração em relação a quantidade total de conselheiros) (Anderson et al., 2011; Cuadrado- Ballesteros et al., 2015; Katmon et al., 2019 ; Beji et al., 2021).

O poder do CEO, por sua vez, foi medido a partir do poder de propriedade (identificação do CEO como fundador ou parente de fundador e CEO como detentor de ações da empresa e no período em que exerce esse cargo) (Finkelstein, 1992; Matsunaga e Yeung, 2008; Pour, 2015; Gounopoulos e Pham, 2018; Muttakin et al., 2018; Joubert, 2019; Sheikh, 2019; Velte, 2020) e poder estrutural (a identificação do CEO como único insider no CA e pela dualidade por meio da acumulação de cargos de CEO e presidente do CA) (Finkelstein, 1992; Adams et al., 2005; Ting et al., 2017; Gounopoulos e Pham, 2018; Sirén et al., 2018; Muttakin et al., 2018; Sheikh, 2019; Hussain et al., 2016; Beji et al., 2021).

A justificativa pela escolha dessas variáveis se dá pelos estudos prévios relacionados ao tema, aliada com a disponibilidade de dados disponíveis nos formulários de referência das empresas brasileiras, não financeiras, listadas na B3 no período de análise.

## **1.2 Objetivos geral e específicos**

Ao responder ao problema de pesquisa apresentado, esse trabalho tem como objetivo geral **analisar a relação da diversidade na composição do conselho de administração e do poder do CEO no desenvolvimento sustentável das organizações**, defendendo a

**tese de que quanto maior a diversidade na composição do conselho de administração e maior o poder do CEO, melhores serão os scores de ESG das organizações.**

Para isso é necessária a análise do índice geral de diversidade na composição do conselho de administração, associado a um índice geral de poder do CEO frente ao score geral de ESG, contribuindo, assim, com o conteúdo informacional necessário para os usuários dessas informações e com a literatura vigente na compreensão mais completa da influência das características e atributos dos principais decisores de alto escalão (CA e CEO) no desenvolvimento sustentável das organizações.

Como objetivos específicos esse estudo visa contribuir com a linha de pesquisa e com o avanço no entendimento da relação das características do CA e do poder do CEO com o desempenho geral de ESG das organizações, sendo:

- Analisar a relação da diversidade na composição do conselho de administração e o desempenho em ESG das organizações.
- Analisar a relação do poder do CEO e o desempenho em ESG das organizações.
- Analisar a relação da diversidade na composição do conselho de administração combinada com o poder do CEO no desempenho em ESG das organizações.

### **1.3 Justificativa e diferencial da pesquisa**

Com a ampliação do entendimento de desempenho das organizações como aquele que considera o interesse de todos seus stakeholders e não apenas como aquele voltado para o aspecto econômico, a abordagem ESG vem sendo amplamente empregada pelo mercado e pelas organizações (Boerner, 2011; Galbreath, 2013; Cucari, et al., 2018; Ranjbari et al., 2021; Clune e Zehnder 2020; Kumar e Anbanandam 2019).

As pesquisas que analisam a relação dos scores de ESG apresentados pelas organizações com seus desempenhos financeiros, já identificaram haver relações positivas e indicam haver um consenso crescente de que uma boa gestão corporativa de questões ESG normalmente resulta em métricas operacionais aprimoradas, como ROE (Retorno sobre o Capital), ROA (Retorno sobre o Ativo) ou preço das ações (Whelan et al., 2021).

Diante de tais achados, é importante compreender quais são os mecanismos que levam as organizações a melhores desempenhos em ESG.



Partindo da análise teórica tanto da Teoria dos Altos Escalões (Hambrick e Mason, 1984) quanto da Teoria da Dependência de Recursos (TDR) (Pfeffer & Salancik, 1978), tem-se que as características e atributos dos principais decisores influenciam na formulação das escolhas e tomada de decisão estratégica (Khan et al., 2013).

Nesse sentido, é relevante o estudo da estrutura do conselho de administração e das características do CEO, entendendo esse o principal grupo decisório a nível estratégico, e sua relação com o desempenho em ESG.

Os estudos que relacionam e analisam as características dos principais decisores com a sustentabilidade das organizações vem avançando significativamente, principalmente quando consideradas as características na composição do conselho de administração (Walls et al., 2012; Michelon & Parbonetti, 2012; Muller, 2014; Jangu et al., 2014; Jizi et al., 2014; Ballesteros et al., 2015; Hussain et al., 2016; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Cucari et al., 2018; Chang et al., 2017; García-Sánchez et al., 2021; Kim et al., 2009; Seto-Pamies, 2015; Shaukat et al., 2016; Islam et al., 2022).

Por outro lado, os estudos que analisam o poder do CEO com o desenvolvimento sustentável também já foram realizados (Jiraporn e Chintrakarn, 2013; Eccles et al., 2014; Li et al., 2017; Muttakin et al., 2018; Garas e ElMassah, 2018; Joubert, 2019; Sheikh, 2019; Javeed e Lefen, 2019; Velte, 2020), porém, o avanço se deu de forma descoordenada, produzindo resultados fragmentados e contraditórios (Walls et al., 2012), sendo, até, negligenciada na compreensão do CEO como moderador dessa relação (Velte, 2020).

No levantamento teórico prévio realizado nesta pesquisa, identificou-se um estudo que analisou o impacto da capacidade do conselho de administração (considerando capacidades específicas do conselho, tempo de mandato dos conselheiros e diversidade cultural) e o papel moderador do CEO na divulgação de relatórios de RSC (Gallego-Álvarez e Pucheta-Martínez, 2022), ou seja, considerou de alguma forma, as duas variáveis em questão.

Entretanto, o enfoque dessa pesquisa foi em relação ao papel moderador do CEO em relação a determinadas competências conselho de administração sobre a comunicação de questões de RSE (Gallego-Álvarez e Pucheta-Martínez, 2022).

No contexto brasileiro não foram identificados estudos que analisassem de forma simultânea a diversidade na composição do conselho de administração e do poder do CEO

e sua relação com o desenvolvimento sustentável, havendo, portanto, espaço para investigar essa relação de forma mais aprofundada (Walls, Berrone, & Phan, 2012; Hussain, Rigoni, Orij, 2016), sendo essa a lacuna de pesquisa que se pretende preencher nesse estudo.

#### **1.4 Estrutura da tese**

Esse estudo inicia com a INTRODUÇÃO, onde são apresentados, além da problematização, os objetivos de pesquisa, a justificativa e seus diferenciais.

Na sequência é apresentado o REFERENCIAL TEÓRICO, no qual são analisados os principais estudos prévios, nacionais e internacionais, que fundamentam a tese defendida nesta pesquisa, juntamente com o desenvolvimento das hipóteses de pesquisa.

Em PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS, serão apresentados os critérios adotados para composição da amostra e suas respectivas fontes de coleta dos dados, o modelo empírico e descrição das variáveis adotadas neste estudo, além dos resultados da análise e testes de especificação dos modelos de regressão de dados em painel.

Por fim, serão apresentadas a CONCLUSÃO do estudo a partir das análises já realizadas nesta etapa da pesquisa, e do REFERENCIAL TEÓRICO utilizado na construção deste trabalho.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

O objetivo deste capítulo é o de apresentar a revisão das pesquisas prévias relacionadas a este estudo com o objetivo de fundamentar suas bases teóricas, a partir da compreensão dos conceitos abordados ao longo do texto, necessários para responder ao problema e objetivos de pesquisa propostos, além de identificar as lacunas que se pretende preencher.

O capítulo inicia com os estudos e conceitos relacionados ao desenvolvimento sustentável e ESG (*Environmental, Social and Governance*) com o objetivo de compreender sua evolução e a inserção do tema à gestão das organizações. Na sequência serão analisados os impactos das decisões de investimento e reporte do ESG com desempenho econômico e financeiro, além do valor das organizações em si.

Por fim, serão apresentados os referenciais de pesquisas prévias que relacionam os mecanismos de governança estudados nesta pesquisa (diversidade na composição do conselho de administração e poder do CEO) com os desempenhos de ESG divulgados pelas organizações.

### 2.1. Desenvolvimento Sustentável

A preocupação com a sustentabilidade das empresas, bem como o fornecimento de maiores informações e transparência sob o aspecto da gestão de riscos e processos ambientais, sociais e de governança ganham relevância e maior nível de investimento a cada ano (Li, Gong, Zhang, Koh, 2017; Eccles, Serafeim & Krzus, 2011). Seja impulsionada por demandas sociais e de mercado (GSIA, 2021), seja decorrente de aspectos regulamentares (Ioannou e Serafeim, 2017), como a resolução CVM nº 59 de dezembro de 2021, emitida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) brasileira, que estabelece a obrigatoriedade do fornecimento de informações ligadas a ESG (*Environmental, Social e Governance*) nos formulários de referência das empresas cujas ações são negociadas na B3 a partir de 2023.

Os critérios para definir a sustentabilidade, segundo Sachs (2000), podem ser compreendidos em cinco dimensões principais – sustentabilidades social, territorial, ecológica, cultural e econômica.

A sustentabilidade social se refere a qualidade de vida dos indivíduos como um todo e ocorre quando processos, sistemas, estruturas e relações auxiliam as empresas na promoção de uma qualidade de vida (Goodland, 2002).

A sustentabilidade ecológica ou ambiental diz respeito ao adequado uso dos recursos dos ecossistemas (solo, água e ar) com o menor impacto ambiental possível (Sachs, 2000).

Já a sustentabilidade econômica é a que busca alcançar os objetivos econômicos a partir de uma adequada destinação, utilização e gestão dos recursos naturais (Sachs, 2000; Nascimento, 2012).

O conceito de sustentabilidade territorial, por sua vez, está relacionado à superação das disparidades inter-regionais, melhoria do ambiente urbano e conservação da biodiversidade; e, de sustentabilidade cultural como sendo a que garante a continuidade cultural vigente mesmo em ambiente de mudança (Sachs, 2000).

A sustentabilidade abordada nesta pesquisa pode ser entendida como a decisão de alocação de recursos em atividades econômicas e não econômicas com o objetivo de alcançar determinados resultados sociais, econômicos e ambientais (Grant, 2010), sendo ela, a força motriz que orienta um processo de desenvolvimento para alcançar um nível de desenvolvimento que seja sustentável (Hodge 1997; Jabareen 2008; Ozili 2022).

Esse desenvolvimento sustentável, teve sua definição mais relevante (Bansal, 2002), estabelecida pela Comissão Mundial para o Desenvolvimento Econômico (WCED) em 1987, como sendo o “desenvolvimento que atenda às necessidades do presente sem comprometer a capacidade das gerações futuras de satisfazerem as suas próprias necessidades” (WCED, p.43, 1987).

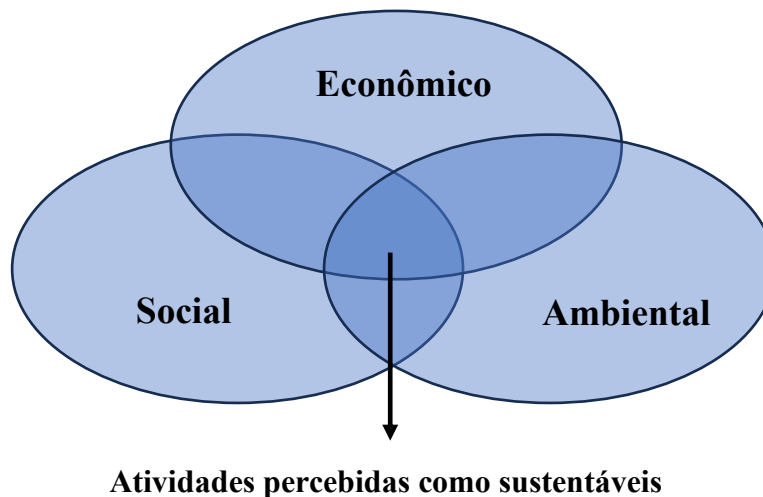
A concepção desse conceito incentivou o mercado a discussões sobre o desempenho socioambiental e a atividade empresarial (Dandaro & Lima, 2022). Neste contexto, um desenvolvimento sustentável deve se mostrar economicamente eficiente, assim como, ambientalmente prudente e socialmente desejável (Partridge, 2005).

O desenvolvimento sustentável passou a ser entendido como um objetivo ou uma meta que é alcançada a partir de um conjunto de princípios ou diretrizes de sustentabilidade (Diesendorf 2000).

Com a evolução dessas concepções, passou-se a reconhecer que o desenvolvimento sustentável se baseia na intersecção de três princípios ou dimensões relacionadas ao meio ambiente, a equidade social e a economia (Elkington, 1998; Basal, 2002).

**Figura 1**

*Dimensões do desenvolvimento sustentável*



Fonte: Adaptado de Bansal (2002).

Essa abordagem passou a ser conhecida como *Triple Bottom Line* e defende o equilíbrio entre os resultados organizacionais (Oliveira & Cezarino, 2019). Segundo Elkington (1998), os resultados ou pilares que compõem o *Triple Bottom Line* representam: **a perspectiva econômica**, que se refere ao resultado econômico da empresa e seu impacto no resultado econômico dos stakeholders; **a perspectiva social**, que está relacionada ao comportamento justo e benéfico da organização com todos seus stakeholders (empregados, clientes, fornecedores, comunidade, entre outros); e; **a perspectiva ambiental**, relacionada aos impactos ambientais causados pelas empresas em todo ecossistema.

Para Marcovitch (2000) trata-se de uma gestão equilibrada desses pilares, a partir de uma relação equitativa e transparente com todas as partes interessadas e que alinham os objetivos do negócio com o desenvolvimento sustentável da sociedade.

As três dimensões do desenvolvimento sustentável (social, econômica e ambiental) já vem sendo tratado de forma consensual pela maioria dos estudos (Ranjbari et al., 2021; Clune e Zehnder 2020; Kumar e Anbanandam 2019).

A inclusão da governança como uma quarta dimensão, que reflita o sistema político das organizações e ações para o desenvolvimento sustentável, é apresentada em estudos como os de Van Zeijl-Rozema et al. (2008); Stojanovič, Ateljevič e Stevič (2016); Aouadi & Marsat (2018); Khan (2019); Yu et al. (2020); Aslan; Poppe & Posche (2021); Dandaro & Lima (2022). Isso porque, a boa governança corporativa é importante para a alocação, preservação e crescimento de capital, que são condições-chave para a construção de negócios sustentáveis no longo prazo (Khan, 2019).

Para Khan (2019), é improvável que as empresas insustentáveis proporcionem um retorno adequado a longo prazo para os acionistas, emprego a longo prazo na comunidade ou receitas fiscais sustentáveis para o desenvolvimento social e ambiental, o que significa dizer, que uma má governança é dispendiosa tanto para os acionistas quanto para os demais stakeholders.

Surge, assim, o conceito de ESG (sigla em inglês *enviromental, social and governance*), que corresponde a uma ampla gama de práticas ambientais, sociais e de governança de uma organização, envolvendo, por exemplo, desde a emissão de gases de carbono a práticas trabalhistas e de corrupção (Irigaray; Stocker, 2022).

Tais aspectos influenciam o movimento de normatização e padronização da definição de papéis e responsabilidades das organizações em relação aos fatores ambientais, sociais e de governança corporativa (Irigaray; Stocker, 2022).

O termo ESG surgiu em 2004, a partir do relatório “Who Cares Wins”, publicado pelo Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, a partir do debate de como o mercado de capitais poderia auxiliar na integração dos fatores sociais, ambientais e de governança (UN Global Compact, 2005).

Com a evolução do tema, as dimensões de ESG tornaram-se indicadores-chave para mensuração de competência de gestão, gestão de risco e desempenho não financeiro das organizações (Boerner 2011; Kiernan 2007; Yegnasubramanian 2008; Galbreath, 2013), tendo sua maior base teórica e justificativa conceitual nos estudos relacionados a Responsabilidade Social Corporativa (RSC) (Irigaray; Stocker, 2022).

A mensuração de ESG das organizações envolve indicadores (scores) relacionados: **ao meio ambiente** (como por exemplo, a medição de uso de recursos naturais e a emissão de gases de efeito estufa), **a responsabilidade social** (medindo, por exemplo, o nível de diversidade da força de trabalho e da estrutura organizacional) e **de governança corporativa** (focando, por exemplo, na proteção de todas as partes interessadas), sendo, por esse motivo, considerada como parte do Desempenho ou Responsabilidade Social Corporativo (Cucari, et al., 2018).

O desempenho social corporativo (DSC) é obtido com o resultado dos projetos e operações voltados a responsabilidade social que extrapolam as exigências legais e regulamentares (Frederick, 1960; McGuire, 1963 e Carroll, 1999; McWilliams e Siegel, 2006). Esse desempenho se reflete na forma como a empresa está estruturada, a partir de princípios de responsabilidade social, capacidade de resposta às questões sociais e a mensuração de resultados decorrentes das relações sociais (Wood, 1991). Ao se avaliar o DSC, parte-se de uma visão ampla de sustentabilidade das organizações, uma vez que são considerados além dos resultados econômicos, a sua reputação e credibilidade (Desender e Epure, 2014).

Considerando os desafios sociais vivenciados, como em situações de pandemia, crises climáticas, entre outros, os investidores e organizações passaram a se conscientizar do impacto substancial desses eventos na economia global e, conseqüentemente, em seu desempenho (Irigaray; Stocker, 2022). Esse movimento tem levado as empresas a formularem políticas que levem a aceleração de investimentos voltados a ESG, melhorando seu Desempenho Social Corporativo (Irigaray; Stocker, 2022).

Essa aceleração está sendo ainda mais impulsionada com o movimento de normatização da divulgação de informações não financeiras relacionadas a sustentabilidade, como o estabelecido pela resolução CVM nº 59, em 2021, e, de forma mais recente, a emissão das normas inaugurais de sustentabilidade *pelo International Sustainability Standards Board* (ISSB, na sigla em inglês), por meio das IFRS S1 (sigla em inglês, *International Financial Reporting Standards*), que apresenta os requisitos gerais para divulgação de dados financeiros relacionados à sustentabilidade, e IFRS S2, que apresenta as divulgações relacionadas ao clima, iniciando uma nova fase de divulgação de informações de sustentabilidade no mercado de capitais em todo mundo (CFC, 2023).

Antes disso, pesquisas já evidenciavam o crescente interesse do mercado na transparência do desempenho e práticas de ESG das empresas (Eccles, Serafeim & Krzus, 2011), pois já havia o entendimento de que tais ações promoviam um melhor relacionamento com seus stakeholders (Garcia-Sanchez et al., 2014), além de haver uma associação positiva entre o nível de divulgação ESG e o valor da empresa (Li, Gong, Zhang, Koh, 2017).

No próximo tópico será analisado o referencial que trata da relação de desempenho econômico e valor da empresa com ESG.

## **2.2. Desempenho econômico, valor da empresa e sua relação com ESG**

Considerando o crescente nível de investimentos sustentáveis pelas organizações (GSIA, 2021), cada vez mais estudos relacionados ao retorno desse tipo de investimentos no desempenho econômico e no valor da empresa são realizados, entretanto, ainda são encontrados resultados controversos (Chen, Feldmann & Tang, 2015).

Em estudos mais recentes, como o realizado por Whelan et al., (2021), começa-se a perceber um consenso crescente de que uma boa gestão corporativa de questões ESG normalmente resulta em métricas operacionais aprimoradas, como ROE (Retorno sobre o Capital), ROA (Retorno sobre o Ativo) ou preço das ações, sendo essas, mais marcadas em um horizonte de tempo mais longo.

Esse resultado é corroborado em estudos como o de Dorfleitner et al. (2018) que constataram retornos superiores no valor das ações de empresas com altas classificações ESG nos médio e longo prazos.

A indicação de que a adoção de melhores práticas de ESG de fato agrega valor às empresas também foi constatada em estudos realizados por Aboud e Diab (2018), Aouadi e Marsat (2018), Mohammade e Wasiuzzaman (2021), Wong et al. (2021) e de Souza Macedo et al. (2022).

Em uma revisão de mais de 1.000 estudos publicados entre 2015 e 2020 que examinaram a relação entre ESG e desempenho financeiro, Whelan et al., (2021) encontraram uma relação positiva entre ESG e desempenho financeiro para 58% dos estudos “corporativos”, ou seja, aqueles que focaram a análise em métricas operacionais, como ROE (Retorno sobre o Capital), ROA (Retorno sobre o Ativo) ou preço das ações,



com 13% mostrando impacto neutro, 21% resultados mistos e 8% mostrando uma relação negativa.

Considerando o contexto brasileiro, mercado em estudo nesta pesquisa, a evolução na adoção de melhores práticas ESG se dá a partir da maior percepção das organizações sobre a relevância de aferição e divulgação desses indicadores, movimento que sofre impacto direto das normatizações que vem sendo implantadas (de Souza Macedo et al., 2022).

Os resultados encontrados no estudo realizado por estes autores, mostram que quanto maior o score do ESG das organizações brasileiras de capital aberto analisadas, maior o valor da empresa. A sustentação teórica desse resultado está pautada na legitimidade da responsabilidade corporativa, ou seja, a proteção reputacional é o que faz com que as empresas tendam a divulgar seu desempenho ESG (de Souza Macedo et al., 2022).

Já para Ioannou e Serafeim (2019) a adoção de estratégias pautadas na sustentabilidade ao longo do tempo é mais complexa e dinâmica. Para eles, a decisão de investimento em sustentabilidade pode ser considerada tanto uma abordagem estratégica (entendendo-a como uma vantagem competitiva), quanto uma prática comum (um conjunto de padrões dentro de uma indústria que confere legitimidade).

Vishwanathan et al. (2019) corroboraram esse resultado em um estudo que revisou 344 pesquisas sobre o tema e identificaram quatro fatores mediadores na decisão de investir em estratégias sustentáveis que impulsionaram o desempenho financeiro – melhorar a reputação da empresa, aumentar a reciprocidade das partes interessadas, mitigar o risco da empresa e fortalecer a capacidade de inovação.

Do ponto de vista teórico, diante da importância da análise dos mecanismos estratégicos que envolvem a decisão de investimento, o desempenho e a divulgação de informações voltadas ao DSC, as teorias derivadas das ciências sociais dominam a maior parte das pesquisas (Whelan et al., 2021), dentre as quais se destacam a teoria dos stakeholders (Freeman, 1984), do valor compartilhado, teoria da legitimidade (Dowling & Pfeffer, 1975, Gray, Kouhy & Lavers, 1995; O'Donovan, 2002; Patten, 1992; Villiers & Staden, 2006) e teoria da dependência de recursos (Pfeffer & Salancik, 1978; Whelan et al., 2021)

Quando a questão é analisada sob o enfoque das teorias econômicas, para que um investimento se justifique, deve objetivar a maximização do valor aos acionistas (Friedman 1970), nesse sentido, os projetos voltados ao DSC poderiam representar uma perda desse valor (McWilliams e Siegel 2006). Por outro lado, tem-se a compreensão de que as organizações, sendo limitadas e não autônomas, fazem parte de um sistema aberto, no qual são mantidas relações de interdependência de recursos, que precisam ser gerenciadas e que levam a uma maior necessidade de manutenção de legitimidade social (Pfeffer & Salancik, 1978).

Nessa última abordagem, o interesse dos stakeholders passa a se equilibrar em relação ao interesse dos acionistas. Esse entendimento vem sendo sustentado por estudos que argumentam que ao atender as necessidades das partes interessadas, cria-se também valor ao acionista (Freeman et al., 2010, Porter e Kramer, 2011), seja pelo acesso a recursos críticos ou por mitigar riscos idiossincráticos voltados aos enfoques sociais e ambientais e a menor probabilidade de ações reguladoras, legislativas e fiscais (Freeman 1984; Hillman e Keim 2001).

Como riscos idiossincráticos pode-se entender como àqueles associados a estratégias específicas adotadas pela empresa, como é o caso de investimento em projetos objetivando um melhor DSC (Ferreira e Laux, 2007).

Buscando aprofundar a compreensão dos mecanismos de governança que levam a melhores desempenhos de ESG pelas organizações, esse estudo partirá da análise e suporte da Teoria da Dependência de Recursos (TDR) de Pfeffer & Salancik (1978), que preconiza que uma organização deve lidar com as contingências derivadas do ambiente externo por meio de relações interorganizacionais, de forma a ter acesso a recursos, podendo ser tangíveis (físicos e financeiros) ou intangíveis (tais como reputação corporativa, conhecimento, experiência e habilidades dos funcionários, compromisso e lealdade), essenciais à sua sobrevivência e manutenção da competitiva no mercado em que estiver inserida.

Essas relações interorganizacionais podem ser entendidas como trocas caracterizadas pela dependência de um ator sobre os recursos de outro, determinando uma relação de poder que afeta o comportamento organizacional (Pfeffer e Salancik, 2003), ou seja, influencia as suas ações de modo que as decisões podem ser explicadas de acordo com o nível de dependência (Rosseto & Rosseto, 2005).

A adequada gestão dessas relações corresponde a um fator crucial para a sobrevivência organizacional e constitui-se como premissa básica da perspectiva da dependência de recursos (Rosseto & Rosseto, 2005).

Nas próximas sessões serão analisados os referenciais teóricos relacionados aos mecanismos de governança que serão estudados nesta pesquisa (diversidade na composição do conselho de administração e poder do CEO) e seu relacionamento com os desempenhos de ESG divulgados pelas organizações.

### **2.3. Diversidade na composição do conselho de administração**

Segundo o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2023) o conselho de administração das organizações “é o órgão colegiado encarregado da definição da estratégia corporativa, do acompanhamento de seu cumprimento pela diretoria, e da conexão entre a gestão executiva e os sócios em defesa dos interesses da organização” (IBGC, 2023, p.31).

De acordo com esse código, as características e competências dos conselheiros influenciarão o desempenho do conselho de administração por meio da promoção de debates de ideias para o melhor processo de tomada de decisão (IBGC, 2023).

A visão apresentada pelo IBGC (2023) encontra-se respaldada pelas premissas da Teoria dos Altos Escalões, de Hambrick e Mason (1984), na qual o entendimento é o de que as características pessoais dos gestores de alto escalão influenciam tanto nos resultados das organizações, quanto no processo decisório, entendendo que grupos heterogêneos possuem melhor desempenho nas decisões que envolvem problemas complexos e inovadores, como os que se relacionam às questões voltadas ao desenvolvimento sustentável.

A partir desse entendimento, a composição do conselho de administração (CA) é considerada um fator relevante na determinação do comportamento socialmente responsável e ao posicionamento estratégico das organizações frente às questões de sustentabilidade (Forbes & Milliken, 1999; Michelon & Parbonetti, 2012; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Cucari, et al., 2018, Chang et al., 2017; García-Sánchez et al., 2021; Kim et al., 2009; Seto-Pamies, 2015; Shaukat et al., 2016).

Tal afirmação parte da premissa de que uma das funções do CA é a de alinhar o comportamento da empresa e os interesses dos acionistas à pressão de todos os demais stakeholders visando um desenvolvimento sustentável de longo prazo (Aguilera et al., 2006; Jo e Harjoto, 2011), ou seja, as decisões são tomadas dentro do contexto político interno, a partir das condições ambientais que impactam as organizações (Rosseto & Rosseto (2005).

O conselho da administração (CA) passa a ser considerado, assim, como um mecanismo estratégico para o gerenciamento da interdependência organizacional, por meio do compartilhamento dos representantes destas instituições com outras organizações (Thompson, 1967; Pfeffer, 1972), atuando como mediador, para dar a todas as partes interessadas a confiança necessária para realização de investimentos específicos, representando, nesse sentido, os interesses da própria empresa (Luo et al., 2009).

O conselho de administração também influencia as decisões de investimento por meio de sua função de aconselhamento frente à alta gestão, que, de acordo com Pfeffer & Salancik (1978), melhora o nível de tomada de decisão e leva a outros benefícios, como o acesso aos canais de informação e a recursos críticos, além da legitimação social (Mio et al., 2015).

Já foram realizados avanços na compreensão do impacto das características da composição do conselho de administração na sustentabilidade corporativa, porém, o avanço se deu de forma descoordenada, produzindo resultados fragmentados e contraditórios, havendo, por isso, espaço para investigar essa relação de forma mais aprofundada (Walls et al., 2012).

De acordo com Pfeffer (1972) a influência desempenhada pelo CA no desenvolvimento sustentável está diretamente relacionada aos atributos e características com que o conselho é composto, uma vez que a formulação e tomada de decisão são impactadas pelas motivações e valores dos membros desse conselho (Khan et al., 2013).

A escolha de conselheiros, dessa forma, consiste em uma resposta racional às condições do ambiente em que as organizações estão inseridas, no sentido de combinar os recursos fornecidos pelo conselho às necessidades das empresas (Pfeffer, 1972; Hillman & Dalziel, 2003).

Tais recursos dizem respeito a legitimidade, conselhos e pareceres, e relacionamentos com outras organizações e consistem no fornecimento de capital humano

(conhecimento, orientação, experiência e aconselhamento) e capital relacional (mantendo um relacionamento externo com partes interessadas relevantes e auxiliando na formulação da estratégia) (Hillman e Dalziel, 2003).

Assim, de acordo com Ferrero-Ferrero et al. (2015), ao aumentar a diversidade na composição do CA, aumentam-se, também, os recursos de informação e amplia-se o alcance cognitivo e comportamental desse conselho.

A diversidade do conselho de administração pode ser entendida como a combinação de diferentes atributos, características e experiências dos conselheiros (Ibrahim & Hanefah, 2016; Walt & Ingley, 2003).

A diversidade considera a inclusão de conselheiros com diferentes culturas e possui uma vasta quantidade de dimensões, que incluem às competências aspectos como religião, idade, nacionalidade (Rao & Tilt, 2016) e outras menos visíveis como a formação educacional, funcional e ocupacional (Kang et al., 2007).

No contexto brasileiro, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2023) apresenta a diversidade na composição do CA como fator essencial para viabilizar o aprimoramento no processo de tomada de decisão.

Os estudos ligados a análise das características do CA e de sua composição envolvem questões como o número de conselheiros independentes, o tempo de mandato e o tamanho do conselho (Ararat et al., 2010; Ben-Amar et al., 2013; Fraga e Silva, 2012; Mendes-da-Silva et al., 2007), bem como como a diversidade do conselho em termos de gênero, idade, etnia, nacionalidade e formação educacional (Brown & Caylor, 2006; Konrad et al., 2008; Ali, Ng, & Kulik, 2014; Anderson et al., 2011; Ararat et al., 2010; Fraga e Silva, 2012; Kagzi & Guha, 2018).

Em sentido mais estruturado, essas características consideradas pelos estudos como proxies de diversidade em conselhos de administração, vem sendo classificadas do ponto de vista **estrutural, social e ocupacional** (Adams, et al., 2015; Anderson et al., 2011; Ben- Amar, Francoeur, Hafsi, & Labelle, 2013; Nisiyama e Nakamura, 2018).

A **diversidade estrutural** leva em consideração, por exemplo, o nível de independência do CA e os papéis desempenhados pelo CEO (*Chief Executive Officer*) em relação a dualidade de funções, ou seja, acumulando as funções de CEO e presidente do conselho de administração (Adams, Haan, Terjesen, & Ees, 2015; Anderson et al., 2011; Ben- Amar, Francoeur, Hafsi, & Labelle, 2013; Nisiyama e Nakamura, 2018).

A **diversidade social**, analisa os aspectos como: gênero, idade, raça ou nacionalidade dos conselheiros (Adams, Haan, Terjesen, & Ees, 2015; Anderson et al., 2011; Ben- Amar, Francoeur, Hafsi, & Labelle, 2013; Nisiyama e Nakamura, 2018).

Já a **diversidade ocupacional** vem sendo abordada, por exemplo, em relação à formação educacional e experiência profissional dos conselheiros (Adams, Haan, Terjesen, & Ees, 2015; Anderson et al., 2011; Ben- Amar, Francoeur, Hafsi, & Labelle, 2013; Nisiyama e Nakamura, 2018).

Com a finalidade de analisar a relação da diversidade na composição do conselho de administração em relação ao score de desempenho em ESG, serão consideradas no presente estudo, as seguintes variáveis: **diversidade estrutural**: percentual de conselheiros independentes em relação a composição total do conselho de administração; **diversidade social**: gênero e idade; **diversidade ocupacional**: formação acadêmica e experiência em conselhos de administração de outras organizações.

Os estudos da diversidade estrutural que analisam a participação de conselheiros independentes, identificaram que empresas que são capazes de atrair e cooptar membros da comunidade se beneficiam com o acesso a recursos críticos do meio ambiente (Provan, 1980). Além disso, já há estudos que comprovem o impacto positivo significativo da independência do conselho no desempenho operacional das organizações (Muller, 2014).

Em estudo realizado com o objetivo de investigar a relação de governança corporativa com o desempenho sustentável, Hussain et al. (2016) concluíram que um conselho de administração mais independente tem um papel notável na promoção do desempenho de sustentabilidade.

Esse resultado também foi encontrado por Cuadrado- Ballesteros et al., (2015), em um estudo que envolveu uma amostra de 1.043 empresas não financeiras pertencentes a 12 países, para o período de 2003-2009, cujas evidências empíricas demonstraram haver um efeito positivo da existência de conselheiros independentes em CA sobre as atividades socialmente responsáveis.

A respeito do nível de divulgação de informações de DSC, há um crescimento dos estudos realizados, porém, os resultados ainda são controversos (Walls et al., 2012). Na pesquisa realizada por Jizi et al. (2014), por exemplo, verificou-se que a independência do conselho de administração está relacionada positivamente com a divulgação de DSC no setor bancário. Por outro lado, em estudos como o de Janggu et al. (2014) não foram

identificados resultados significativos que levassem essa variável a uma maior motivação para a divulgação de informações relacionadas a sustentabilidade.

Em termos de diversidade social os estudos considerando o gênero são os que mais tem recebido atenção (Amorelli & García-Sánchez, 2021; Brammer et al., 2007; Kang et al., 2007).

Os estudos que têm sustentado a influência positiva da diversidade de gênero no desempenho sustentável das organizações têm partido das características gerais dos indivíduos, por entender que em média, os membros do CA se comportam de acordo com seus estereótipos (Eagly, 1987) e são reforçados por teorias como a Teoria do Alto Escalão (Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984) que diz que as características dos conselheiros e diretores influenciam o desempenho das organizações, uma vez que seus processos mentais e decisões dependem de suas personalidades, valores, conhecimentos e experiências (Hambrick, 2007; Hambrick & Mason, 1984).

Nesse sentido, conselheiros de gênero masculino e feminino tomam decisões de acordo com suas características individuais e pelas origens e experiências prévias (Ardito et al., 2020). Onde, por um lado, as pessoas de gênero feminino são caracterizadas por apresentar maior empatia, engajamento cooperativo e participativo (Eagly, Johannesen-Schmidt e van Engen, 2003; Ballesteros et al., 2015).

Esse comportamento levaria as conselheiras a serem mais sensíveis a questões relacionadas ao desempenho social corporativos (Gutner,2000; Marx, 2000). Esse pressuposto foi corroborado pela pesquisa de Ardito et al. (2020) que identificaram uma influência positiva nas decisões que envolvem questões sociais quando há conselheiras na composição do CA.

Por outro lado, as características predominantes dos indivíduos do gênero masculino têm relação com a assertividade no estilo de liderança (Mukhtar, 2002), além de demonstrarem uma maior inclinação para a estratégia tradicional de negócios e guiados para a prática (Glass et al., 2016; Terjesen, Sealy, & Singh, 2009; Ardito et al., 2020)

Esses atributos e diferenças sugerem que a diversidade de gênero no CA podem afetar o desempenho sustentável das organizações (Ardito et al., 2020; Pucheta-Martínez et al., 2020; Yasser et al., 2017) e a eficácia ou qualidade das decisões tomadas nesta instância (Gould et al.;2018).

Ainda no que diz respeito a diversidade social, a diversidade etária dos conselheiros é considerada uma característica relevante a ser observada (Kang et al., 2007), embora tenham menos estudos empíricos realizados que sustentem sua relação com o desempenho social corporativo (Giannarakis, 2014; Arioglu, 2020).

A relevância do estudo dessa relação se justifica pela coexistência de diferentes gerações e sua influência na abordagem intuitiva de tomada de decisão a partir dos valores, objetivos motivacionais, hábitos, experiências e diferentes normas culturais dos conselheiros (Cucari et al., 2018).

Estudos demonstram que conselheiros mais jovens possuem perfil mais inovador (Rose, 2005) e dinâmico, demonstram maior receptividade às mudanças tecnológicas. Demonstram, ainda, postura mais ativa na condução do sucesso do negócio e do planejamento futuro (Handajani et al., 2014).

Por outro lado, os conselheiros sêniores possuem mais experiências e uma maior acumulação de competências baseadas em habilidades (Handajani et al., 2014).

Nesse sentido a diversidade etária cria uma sinergia ao CA, ao considerar a experiência aportada pelos conselheiros sênior e a produtividade e dinâmica proporcionada pelos membros mais jovens na composição do CA (Mahadeo et al., 2012), o que pode levar as organizações à obtenção de um melhor desempenho da RSC (Katmon et al., 2019).

Em estudo realizado por Ferrero-Ferrero et al. (2015), os membros do CA foram classificados de acordo com a época em que nasceram e cresceram, e os períodos históricos e culturais em que viveram e que formaram suas competências pessoais e profissionais, sendo elas: baby boomers e geração X/Y. O resultado encontrado foi o de que há uma conexão positiva entre a diversidade geracional e o desempenho da RSE.

A relação da idade dos membros do CA com a divulgação de informações de responsabilidade social corporativa foi estudada por Giannarakis (2014) que não encontraram significância do efeito da idade média do conselho com a extensão da divulgação de RSC, à semelhança do estudo realizado por (Cucari et al., 2018) que também não encontrou significância na associação da idade do conselho com a divulgação da RSC.

Post et al. (2011), por sua vez, constataram em seu estudo envolvendo a relação da diversidade etária e responsabilidade social corporativa ambiental, que CA compostos



por membros com idade média de 56 anos tem mais disposição para implementar estruturas ou processos de governança ambiental, reforçando os resultados obtidos por Diamantopoulos et al., (2003) que demonstraram que a idade está associada a atitudes ambientais e conhecimento de questões ambientais.

Analisando estudos envolvendo a diversidade ocupacional, encontram-se evidências de que tal tipo de diversidade agrega valor às discussões e deliberações do CA, isso devido as diferentes perspectivas e habilidades dos conselheiros, que se complementam entre si (Anderson et al., 2011).

Do ponto de vista de formação educacional o entendimento trazido pela Teoria do Alto Escalão afirma que o nível educacional dos diretores é uma proxy de competências e habilidades dos diretores e contribui para o sucesso da empresa (Hambrick e Mason, 1984), impulsionando a promoção de soluções inovadoras às questões estratégicas das organizações (Milliken e Martins, 1996; Kim & Lim, 2010).

A sua relação com o desempenho organizacional, já foi estudada e apresentou resultados distintos. Por um lado, há estudos que indicam significâncias positivas (Ben-Amar et al., 2013) e outros que identificaram um impacto negativo nessa relação (Fraga e Silva, 2012).

Do ponto de vista da análise dessa relação em relação ao desenvolvimento sustentável, estudos como os de Gadenne et al. (2009) e Vives (2006) defendem que quanto maior o nível de escolaridade dos diretores, mais elevado o nível de compromisso com as atividades de RSC da organização. Essa relação também foi estudada por Beji et al. (2021) onde se identificou haver uma relação positiva e significativa entre a escolaridade dos diretores com os scores de RSC.

Ainda quanto diversidade ocupacional, a experiência em conselhos de administração de outras organizações já vem demonstrando que os recursos fornecidos pelo CA, através das características (Hillman, 2015), crenças e experiências anteriores (Westphal & Frederickson, 2001) de seus conselheiros podem levar a um processo decisório mais completo e efetivo. Entretanto, os resultados encontrados nos estudos realizados ainda se apresentam difusos ou inconclusivos (Nisiyama e Nakamura, 2018).

A experiência profissional dos conselheiros e de demais membros de alta gestão, segundo Anderson et al. (2011), influenciam na percepção dos problemas corporativos e soluções propostas por esses indivíduos, uma vez que a diversidade nas experiências pode

promover diferentes perspectivas e habilidades que se complementam entre si e que agregam valor às discussões e deliberações do CA.

Para esses autores, a experiência profissional não se restringe apenas pela experiência de trabalhos anteriores, mas também pela atuação dos conselheiros como membros de outros conselhos de administração.

A Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978; Hillman e Dalziel, 2003) fornece o entendimento de que a diversidade que ocorre através expertise, experiência, relacionamento e legitimação leva a um melhor monitoramento por parte do CA, sendo a experiência prévia do conselheiro um indicador da reputação desse membro no mercado de trabalho (Anderson et al., 2011).

A partir da análise da teórica e da literatura prévia, apresenta-se uma tabela-resumo com o detalhamento dos principais estudos considerados nesta pesquisa relacionadas a diversidade na composição do conselho de administração.

**Tabela 1**

*Estudos relacionados as variáveis de diversidade na composição do conselho de administração*

<b>VARIÁVEIS</b>	<b>EVIDÊNCIAS DA LITERATURA</b>	<b>AUTORES</b>
Diversidade de idade, gênero, de etnia e educacional, experiência em conselhos de administração	Os resultados indicam que uma maior heterogeneidade pode não necessariamente melhorar a eficácia do conselho.	Anderson et al., 2011
Diversidade de gênero	A representação feminina no CA não é apresentou significância para cada dimensão RSE, embora tenha sido identificado uma relação positiva em um nível agregado.	Ardito et al., 2020

<p>Tamanho do conselho, independência do conselho, dualidade do CEO, gênero, diversidade etária, nacionalidade e formação acadêmica</p>	<p>Identificaram que grandes conselhos estão positivamente associados a todas as áreas de desempenho de RSC, por outro lado está negativamente associada a dualidade do CEO (CEO e <i>chair</i>). A diversidade de gênero do conselho está positivamente associada às dimensões de direitos humanos e governança corporativa e a diversidade etária está positivamente associada à governança corporativa, recursos humanos, direitos humanos e atividades ambientais. A presença de conselheiros estrangeiros está positivamente associada ao desempenho ambiental e envolvimento da comunidade, enquanto a dimensão RSE-Governança está positivamente associada à presença de conselheiros independentes. Em relação à escolaridade dos conselheiros, os diretores pós-graduados estão positivamente e significativamente associados à pontuação geral de RSC e a todas as sub-pontuações de RSC, exceto a de governança corporativa.</p>	<p>Beji et al., 2021</p>
<p>Diversidade social: cultura, nacionalidade, gênero; e diversidade estatutária: experiência de seus conselheiros</p>	<p>A diversidade do conselho não tem um efeito geral positivo ou negativo. Seu efeito depende de fatores contextuais e, em particular, das configurações de propriedade. A diversidade demográfica tem um efeito claro e não linear no desempenho das fusões e aquisições, enquanto a diversidade estatutária tem influência limitada.</p>	<p>Ben-Amar et al., 2013</p>
<p>Independência do conselho, os laços sociais e a diversidade</p>	<p>Os achados sugerem que não existe uma característica universal do conselho de administração de suporte CSR. No estudo foram encontradas relações curvilíneas entre RSC e independência do conselho (ou seja, exponencialmente crescente), laços sociais CEO - diretor externo (ou seja, em forma de U invertido) e diversidade educacional (ou seja, em forma de U).</p>	<p>Chang et al., 2017</p>
<p>Tamanho, independência do conselho, informação/conhecimento dos conselheiros, diversidade de gênero, nacionalidade e maior participação em atividades do conselho</p>	<p>Os resultados encontrados mostram uma relação em forma de U invertido entre o tamanho do conselho e as práticas de RSC, bem como um equilíbrio entre independência (conselheiros independentes) e informação/conhecimento (administradores executivos) do conselho. Identificaram, ainda, que empresas com maior diversidade entre os seus administradores em termos de nacionalidade e gênero, bem como com maior atividade do conselho, tendem a apresentar um maior nível de desempenho social, económico e ambiental.</p>	<p>Cuadrado- Ballesteros et al., 2015</p>

<p>Tamanho, independência do conselho, diversidade de gênero, quantidade de reuniões do conselho no ano e participações nas reuniões do conselho</p>	<p>(i) o mesmo nível de desempenho de RSC pode ser alcançado por meio de diferentes configurações de conselho individual e características corporativas; (ii) uma característica específica do conselho pode contribuir com altos e baixos níveis de desempenho de RSC; (iii) o efeito de uma determinada característica do conselho em um nível específico de desempenho de RSC depende de outras características iniciais do conselho/corporativo; e (iv) configurações associadas a altos níveis de desempenho de RSC não são o oposto das associadas a baixos níveis.</p>	<p>Cuadrado-Ballesteros et al., 2017</p>
<p>Diversidade do CA em termos de gênero, idade, comitês de RSC, tamanho do conselho e conselheiros independentes</p>	<p>Identificam que a divulgação ambiental, social e de governança (ESG) da empresa está associada a diversidade do CA em termos de conselheiros independentes e do comitê de RSC. Em relação ao gênero, a presença de mulheres nos CAs está negativamente correlacionada a divulgação de ESG, enquanto a idade dos conselheiros não apresentou significância.</p>	<p>Cucari et al., 2018</p>
<p>Diversidade de gênero, idade, estado civil, número de filhos, educação, classe social</p>	<p>Sobre atitudes ambientais em relação ao gênero, número de filhos, escolaridade e classe social sejam todas suportadas, nenhuma dessas variáveis impacta no conhecimento ambiental. A idade está associada a atitudes ambientais e conhecimento de questões ambientais. Entretanto, um perfil preciso do consumidor verde não pode ser construído sem atenção a todos os aspectos da construção da consciência ambiental.</p>	<p>Diamantopoulos et al., 2003</p>
<p>Diversidade etária</p>	<p>Os resultados revelam que a diversidade de idade como variedade impacta positivamente no desempenho corporativo e sugere aumentar a variedade de idade do conselho para adaptar diferentes visões e tomar decisões mais eficazes no conselho de administração. No entanto, este estudo não encontra evidências claras sobre o impacto da diversidade etária como separação e disparidade no desempenho corporativo.</p>	<p>Ferrero-Ferrero et al., 2012</p>
<p>Diversidade geracional (idade)</p>	<p>Os resultados revelam que a diversidade geracional possibilita um desenho mais efetivo de visão e estratégias para abordar aspectos financeiros e extra financeiros e, conseqüentemente, incentiva as empresas a adotar uma abordagem sustentável para seus negócios.</p>	<p>Ferrero-Ferrero et al., 2015</p>

<p>Fatores Internos: Independência do conselho, diversidade de gênero, comitê especializado em sustentabilidade. Fatores externos: cobertura de analistas e investidores institucionais</p>	<p>Concluem que a diversidade do conselho, a existência de um comitê de RSC, a cobertura de analistas e investidores institucionais aumentam a probabilidade de garantir a divulgação do relatório de RSC, enquanto a independência do conselho o diminui essa probabilidade. Concluíram, ainda, que considerar de maneira conjunta vários mecanismos de governança de forma eficaz podem ser mais úteis na formulação de estratégia corporativa de RSC do que mecanismos individuais.</p>	<p>García-Sánchez et al., 2021</p>
<p>Diversidade de gênero, raça, idade, conselheiros externos, mandato, poder e experiência</p>	<p>O estudo constatou que a medida geral de diversidade do conselho está positivamente associada à Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e negativamente associados às preocupações de RSC. Além disso, constataram que o gênero, o mandato e a diversidade de conhecimentos parecem ser os fatores impulsionadores das atividades de RSC das empresas. Descobriram, também, que a diversidade do conselho aumenta significativamente o desempenho da RSC, aumentando os pontos fortes da RSC e reduzindo as preocupações de RSC para empresas que produzem produtos orientados para o consumidor e empresas que operam em indústrias mais competitivas.</p>	<p>Harjoto et al., 2015</p>
<p>Tamanho e independência do conselho, dualidade do CEO, diversidade de gênero, reuniões do conselho, comitê de sustentabilidade</p>	<p>Verificaram que a maioria das características de governança corporativa desempenham um papel importante na melhoria do desempenho ambiental e social de uma empresa, em todos os setores. Identificaram, ainda, que uma maior proporção de conselheiros independentes impacta positivamente o desempenho ambiental e social. Em relação a separação de papéis de CEO e presidente do conselho apresenta uma relação com o desempenho ambiental. A presença de mulheres em um conselho não tem impacto significativo no desempenho ambiental. A quantidade de reuniões apresentou resultado significativo com a relação com o desempenho social. E a presença do comitê de sustentabilidade impactam significativamente tanto no desempenho ambiental quanto social.</p>	<p>Hussain et al., 2016</p>
<p>Diversidade de gênero e etária</p>	<p>As conclusões indicam que o gênero do conselho e a diversidade etária melhoram o investimento em RSE e as decisões de abordagem e, por sua vez, melhorar o desempenho de RSE das organizações.</p>	<p>Islam et al., 2022</p>
<p>Diversidade de gênero, nível educacional, formação educacional, idade, mandato, nacionalidade e etnia. Variáveis de controle como tempo de mandato</p>	<p>Os resultados indicaram um efeito positivo significativo do nível de educação do conselho, da diversidade de gênero e do tempo de mandato dos conselheiros na qualidade da divulgação de RSC. Já a diversidade de idade e nacionalidade apresentaram uma relação significante negativa com a divulgação de RSC.</p>	<p>Katmon et al., 2019</p>

Diversidade de gênero	Nenhuma relação significativa é encontrada entre diversidade de gênero no conselho e divulgação ESG. As evidências também confirmam parcialmente a teoria da massa crítica, uma vez que abaixo de três mulheres administradoras a relação entre a diversidade de gênero do conselho e a divulgação ESG não é estatisticamente significativa.	Manita et al., 2018
Diversidade de gênero e etária	Os resultados indicam que a diversidade de gênero no conselho de administração e a maior faixa etária da diretoria executiva têm efeito favorável sobre as práticas de RSC da empresa brasileira. Além disso, observou-se que um conselho de administração com heterogeneidade etária entre os membros exerce influência negativa sobre as práticas de RSC	Prudêncio et al., 2021
Diversidade de gênero	Os resultados identificam que as mulheres diretoras institucionais têm impacto positivo na divulgação de RSC	Pucheta-Martínez et al., 2020
Diversidade de gênero	A diversidade de gênero tem uma influência positiva na RSE	Seto-Pamies, 2015
Independência do conselho, diversidade de gênero e experiência financeira no comitê de auditoria	Identificaram que quanto maior a orientação RSC do conselho (como independência do conselho, diversidade de gênero e experiência financeira no comitê de auditoria), mais proativa e abrangente a estratégia de RSC da empresa, maior seu desempenho ambiental e social.	Shaukat et al., 2016

Considerando o embasamento teórico e os referenciais prévios apresentados, esse estudo pretende contribuir com a literatura na compreensão da influência da diversidade na composição do conselho de administração no desenvolvimento sustentável corporativo (ESG), chega-se, assim, a seguinte hipótese de pesquisa:

**H1. Empresas que possuem maior diversidade na composição do conselho de administração apresentam melhores scores de ESG.**

#### 2.4. Poder do CEO

A Teoria dos Altos Escalões, de Hambrick e Mason (1984), analisa a influência do perfil dos gestores de alto escalão das organizações no processo decisório.

Dentre os aspectos considerados por essa teoria, está o papel do CEO, considerado fator-chave na gestão das organizações devido ao papel que desempenha nas operações e

seu desenvolvimento empresarial, influenciando as variáveis de resultados organizacionais (Zhao et al., 2023).

O CEO é geralmente considerado como o membro organizacional mais poderoso, que sofre o monitoramento por parte do CA, mas que pode exercer influência significativa (ou deixar de influenciar) nas decisões tomadas nesse nível, de acordo com o poder a eles atribuídos (Maitlis, 2004).

Esse poder, pode ser entendido como a capacidade de decisão e influência do CEO sobre os demais indivíduos (Hickson, Lee, Schneck, & Pennings, 1971, Macmillan, 1978, Pfeffer, 1981, Finkelstein, 1992).

Diante dessa relevância, é importante identificar o poder que o CEO exerce nas decisões da organização e compreender qual é a natureza desse poder (Finkelstein, 1992).

Para Finkelstein (1992), o poder deriva a partir de quatro dimensões: o poder estrutural, poder de propriedade, poder de especialista e poder de prestígio.

O poder estrutural é entendido como àquele baseado na estrutura organizacional formal e autoridade hierárquica (Finkelstein, 1992).

O poder de propriedade, por sua vez, é entendido como aquele atribuído em função da sua capacidade de atuar como acionista ou em nome de acionistas (Finkelstein, 1992).

O poder de especialista está relacionado a capacidade do CEO em lidar com contingências ambientais, a partir das experiências relevantes vivenciadas anteriormente (Finkelstein, 1992).

E o poder de prestígio, está relacionado ao prestígio e status social do CEO frente aos diferentes ambientes institucionais, sejam internos ou externos (Finkelstein, 1992).

Independentemente do método utilizado para mensurar o poder exercido, estudos realizados entendem que a base subjacente do poder está em gerenciar incertezas (Finkelstein, 1992; Ocasio, 1994), que podem derivar de fontes internas, que envolvem o CA e demais níveis de gestão (Finkelstein, 1992), ou externas à organização, que envolvem o ambiente institucional como um todo e que tem relação com o acesso a seus recursos críticos (Pfeffer & Salancik, 1978).

Dentro desse contexto, inicia-se um debate que gira em torno de tensões inerentes (Aguinis e Glavas 2012), em que os CEOs sofrem pressões internas pela busca de resultados econômicos de curto prazo, frente a pressões externas de partes interessadas (Waddock et al., 2002), que esperam a realização de investimentos em projetos voltados

ao DSC, que exigem uma visão de longo prazo para a efetiva materialização das possíveis vantagens e resultados (Porter & Kramer, 2011; Eccles et al., 2014; Dorfleitner et al., 2018; Whelan et al., 2021).

Por outro lado, para que possam ser realizados os investimentos em DSC (com vistas a obtenção de resultados em médio e longo prazos), a decisão parte da necessidade de utilização de recursos financeiros imediatos ou de curto prazo e que, quando escassos, competem com os demais processos críticos das organizações (Lev et al., 2010; Eccles et al., 2014).

Diante dessas tensões e incertezas, o CEO pode vir a influenciar as decisões a nível do CA de forma que seu entendimento ou interesse pessoal se sobreponha àquele entendido como mais adequado aos interesses da própria organização e essa capacidade de influenciar essas decisões dependerá do grau do poder por ele exercido (Finkelstein, 1992).

Por outro lado, a análise do tema do ponto de vista da teoria dos stakeholders (Freeman, 1984) é o de que os CEOs investem racionalmente em RSC para equilibrar os interesses das partes interessadas e criar vantagem competitiva.

A relação do poder do CEO com o DSC vem ganhando atenção com mais intensidade nas pesquisas acadêmicas (Joubert, 2019; Sheikh, 2019; Muttakin et al., 2018). Parte desses estudos entende que um CEO poderoso tem uma melhor influência no desempenho (não) financeiro e na sua divulgação sendo capaz de fortalecer a relação ESG-desempenho financeiro (Garas e ElMassah, 2018).

Joubert (2019) analisou 1.440 observações de empresas por ano nos EUA, Canadá, França e Espanha, no período de 2010 a 2017, e identificou uma ligação positiva entre o poder do CEO e pontuação de divulgação de RSC. A relação positiva do poder do CEO e do desempenho sustentável também foi encontrada nos estudos realizados por Li et al. (2017); Javeed e Lefen (2019) e Garas e ElMassah (2018).

Por outro lado, Sheikh (2019) encontrou uma relação negativa do poder do CEO com a RSC, à semelhança do resultado encontrado por Muttakin et al., (2018) que encontraram um impacto negativo de seu índice de poder do CEO e a pontuação de divulgação de RSC.

Já Jiraporn e Chintrakarn (2013) identificaram uma relação não linear entre o poder do CEO e o desempenho de RSC como um link em forma de U invertido.



Para estudar a relação do poder do CEO com os scores de divulgação de ESG nesta pesquisa, baseado em estudos anteriores como os realizados por Finkelstein (1992), Adams, Almeida e Ferreira (2005), Ting, Chueh e Chang (2017), Gounopoulos e Pham (2018) e Sirén et al. (2018), Adam et al. (2005), Pour (2015), o poder do CEO será considerado do ponto de vista das dimensões de: **propriedade** (partindo do percentual de ações que o CEO detém da empresa em que ocupa esse cargo e analisando se esse CEO é fundador ou parente do fundador dessa organização) e **estrutural** (verificando se o CEO é o único *insider* no CA e/ou se há dualidade na ocupação de cargos de CEO e presidente do CA).

Em função disso, este estudo não fornecerá evidências a respeito de todas as dimensões de poder do CEO em relação ao desempenho sustentável das organizações.

O poder na dimensão de propriedade (Finkelstein, 1992) pode ser entendido tanto como por concentração de propriedade quanto por propriedade gerencial (Shah, Hussain, 2012; Garas e ElMassah, 2018). De um lado, esse tipo de poder é determinado pela posição que o CEO ocupa no relacionamento com os acionistas, por outro, sendo ele também detentor de parte das ações que compõem o capital da empresa (Finkelstein, 1992).

Reforçando esse entendimento, para Sheikh (2019) o poder de propriedade é alcançado quando os CEOs adquirem ações da empresa ou quando o CEO é fundador ou relacionado à família fundadora.

O status da família fundadora aumenta o poder do CEO porque o CEO desfruta de relações influentes com o conselho, esse entendimento está alinhado com as pesquisas anteriores de Donaldson e Lorch (1983) e Finkelstein (1992).

A análise da relação do poder de propriedade do CEO com o RSC por dimensões ainda apresenta resultados difusos. Por exemplo, enquanto o estudo realizado por Sheikh (2019) encontrou uma relação negativa do poder de propriedade (propriedade de capital, fundador ou relacionado à família fundadora) ao desempenho de RSC. Há estudos que identificaram uma associação positiva do desempenho sustentável com a concentração de propriedade (Singh e Gaur, 2009; Khan et al., 2011; Shah, Hussain, 2012).

O poder estrutural, por sua vez, que é o que está relacionado com a autoridade hierárquica organizacional (Brass, 1984; Hambrick, 1981; Perrow, 1970; Tushman e

Romanelli, 1983), considera que a influência do CEO sobre o Conselho e outros altos executivos, ocorre como consequência de sua posição (Adams, Almeida e Ferreira, 2005).

Para Finkelstein (1992) o CEO que detém esse tipo de poder pode ser considerado como superior aos demais decisores de alto escalão, o que o concede a gerência das incertezas e controle de seus subordinados.

Segundo Daily e Johnson (1997) a posição hierárquica de um CEO é a primeira fonte de poder estrutural e sua combinação com outros cargos ou títulos, como o de Presidente do CA e CEO da empresa, potencializa esse tipo de poder.

Da mesma forma, a composição do conselho de administração indica a hierarquia organizacional e fonte de poder estrutural (Sheikh, 2019), considerando que em organizações cujos CA são menos independentes, os CEOs têm mais influência nas decisões de investimento (Fama e Jensen, 1983).

O poder estrutural foi medido, também, por Adam et al. (2005), considerando situações em que o CEO é o único membro interno (*insider*) participando do CA, entendendo, que ao fazer parte desse conselho tenha voz ativa na tomada de decisões nessa instância e que quando há somente um *insider*, sendo ele o CEO, maior será o seu poder de influência nessas decisões.

Da mesma forma como os resultados nas pesquisas relacionando as dimensões de poder de propriedade ao desempenho sustentável são difusas, as análises envolvendo o poder estrutural também apresentam diferentes resultados.

Em estudo que analisou 15.386 observações de empresas nos EUA no período de 2003 até 2005, Sheikh (2019) identificou uma relação negativa do poder estrutural do CEO com o desempenho de RSC.

Já Garas e ElMassah (2018) constataram que a separação de poderes entre os cargos de CEO e presidente do CA influenciam positivamente as divulgações de RSC.

Velte (2020) identificou o poder do CEO como uma variável moderadora do desempenho ESG, entendendo que em organizações que possuem um CEO poderoso dentro do CA tenha uma melhor influência no desempenho (não) financeiro e na divulgação e seja capaz de fortalecer a relação ESG-desempenho financeiro.

Considerando os estudos prévios que relacionam o poder do CEO com o desenvolvimento sustentável, percebe-se que a pesquisa terá uma contribuição importante, pois o papel moderador do poder do CEO o desempenho em ESG ainda não

foi suficientemente aprofundado em estudos anteriores (Velte, 2020). Apresenta-se a seguir, uma tabela-resumo dos principais estudos considerados nesta pesquisa.

**Tabela 2**

*Estudos relacionados as variáveis de poder do CEO com o desenvolvimento sustentável*

VARIÁVEIS	EVIDÊNCIAS DA LITERATURA	AUTORES
Dualidade do CEO, CEO como membro do CA, mandato do CEO, se o presidente do CA ocupou anteriormente o cargo de CEO	As competências específicas do conselho, o mandato e a diversidade cultural do conselho têm um efeito positivo na divulgação de informações de RSE. Além disso, os CEO com maior poder podem moderar negativamente o efeito positivo das três competências do conselho consideradas nos relatórios de RSC	Gallego-Álvarez e Pucheta-Martínez, 2022
Dualidade do CEO	Os achados deste estudo também mostram que mecanismos internos de GC, como a independência dos membros do conselho, a separação de poderes, entre os cargos de CEO e presidente e a existência de um comitê de auditoria independente influenciam positivamente nas divulgações de RSC	Garas e ElMassah, 2018
Remuneração do CEO e percentual de ações detidas pelo CEO	Os resultados indicam que a interação da propriedade gerencial com a RSC tem uma relação positiva significativa com o desempenho da empresa e a interação da concentração de propriedade com a RSC tem um efeito positivo no desempenho da empresa.	Javeed e Lefen, 2019
Remuneração do CEO	Os resultados indicam que quanto maior o poder do CEO menores são os investimentos em RSC	Jiraporn e Chintrakarn, 2013
Remuneração do CEO, percentual de ações detidas pelo CEO	O poder medido em termos de remuneração do CEO apresentou relação negativa com iniciativas socialmente responsáveis. Já o poder medido pela participação acionária do CEO na empresa em que ocupa o cargo podem não priorizar ações voltadas para RSE.	Jouber, 2019
Remuneração do CEO	relatamos que o maior poder do CEO aumenta o efeito da divulgação ESG no valor da empresa, indicando que as partes interessadas associam a divulgação ESG de empresas com maior poder do CEO com maior comprometimento com a prática ESG	Li et al., 2017

dualidade do CEO e bônus de engajamento incentivado por ESG	A divulgação ESG é mais eficaz em mitigar a assunção de riscos com base no mercado do que a assunção de riscos com base na contabilidade numa empresa com um CEO poderoso. Os bônus de envolvimento dos CEO incentivados por ESG enfraquecem os impactos da divulgação de ESG na redução de ambos os tipos de assunção de riscos.	Menla et al., 2023
Dualidade do CEO, percentual de ações detidas pelo CEO, CEO fundador ou parente de fundador	O poder do CEO está negativamente associado às divulgações de RSC e reduz o efeito do capital do conselho nas divulgações de RSC	Muttakin et al., 2018
Remuneração do CEO, dualidade do CEO, percentual de ações detidas pelo CEO, CEO fundador ou parente de fundador, tempo médio de mandato do CEO. O poder geral é o índice que deriva da soma das variáveis estruturais, de propriedade e de poder de especialista	Os resultados indicam uma relação negativa do Poder do CEO, nas dimensões estrutural e de propriedade, com RSC. Já em relação a dimensão de especialista a relação com RSC não apresentou significância.	Sheikh, 2019
Remuneração do CEO, percentual de ações detidas pelo CEO e tempo de mandato do CEO	O estudo identificou o poder do CEO como uma variável moderado em relação ao desempenho ESG e no desempenho financeiro. Constatou uma ligação positiva entre ESG e desempenho financeiro mais pronunciada pelo índice de poder do CEO (medido pela fatia salarial do CEO, mandato do CEO e propriedade do CEO).	Velte, 2020
Dualidade do CEO e dispersão do capital	Um melhor desempenho ESG pode reduzir o risco das empresas. Há uma relação negativa entre o desempenho ESG e o corporativo e esta é mais forte para a empresa com maior poder de CEO.	Zhao et al., 2023

Seguindo o ponto de vista da teoria dos stakeholders (Freeman, 1984) e da teoria da dependência de recursos (Pfeffer & Salancik, 1978), que consideram as organizações como sistemas abertos, onde o equilíbrio dos interesses das partes interessadas é relevante, e considerando os interesses e as tensões geridas pelo CEO (Finkelstein, 1992; Waddock et al., 2002; Porter & Kramer, 2011; Eccles et al., 2014; Javeed e Lefen, 2019), espera-se que:

**H2. Quanto maior o poder dos CEOs, melhores sejam os scores de ESG das organizações em que ocupem esse cargo.**

Nesse sentido, esse estudo pretende contribuir com a literatura na compreensão das influências das características e atributos dos principais tomadores de decisão no nível de desenvolvimento sustentável corporativo, como forma de tentar identificar aspectos que

influenciam na decisão por investir ou não em projetos voltados a melhoria do desempenho social corporativo das organizações, alinhando a análise tanto do ponto de vista da diversidade na composição do CA quanto do nível de poder do CEO e compreendendo se a influência de CEOs mais poderosos reforçam ou não a tomada de decisão em grupo, partindo de CA mais diversificados. Chega-se, assim, em uma nova hipótese da pesquisa que é:

**H3. Empresas que possuem maior diversidade na composição do conselho de administração nas quais o CEO detenha mais poder, apresentam melhores scores de ESG.**

A inovação e contribuição principal desse estudo com a literatura atual está na associação da análise das características de composição do CA com o nível de poder do CEO e o desempenho sustentável em organizações não financeiras, de capital aberto, cujas ações sejam negociadas na Bolsa B3 (Brasil, Bolsa e Balcão).

Na próxima seção serão apresentados os procedimentos metodológicos da pesquisa em questão.

### 3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção são descritos as etapas e procedimentos para a realização do estudo e serão apresentados: o planejamento e estruturação da pesquisa, a amostra dos dados utilizados, o método e os procedimentos utilizados para a análise desses dados.

Na primeira subseção serão apresentados o planejamento e a estruturação da pesquisa para proporcionar uma visão geral do estudo. A segunda subseção tem como propósito a apresentação do detalhamento e delimitação da amostra utilizada. Na terceira subseção serão apresentadas e descritas as variáveis dependentes, independentes e de controle. Na quarta e última subseção, serão apresentados o modelo e os procedimentos empregados na análise.

#### 3.1 Planejamento e Estruturação da Pesquisa

A natureza deste estudo é quantitativa, que por meio da utilização de dados secundários e de caráter explicativo buscou obter evidências passíveis de generalização. Sua caracterização e classificação, conforme preconizado por Cooper e Schindler (2003), encontra-se na Tabela 3 apresentado a seguir.

**Tabela 3**

*Descritores do Planejamento da Pesquisa*

<b>Categoria</b>	<b>Opções</b>
O grau em que as questões de pesquisa foram cristalizadas	Estudo formal
O método de coleta de dados	Análise documental
O poder do pesquisador de produzir efeitos nas variáveis que estão sendo estudadas	<i>Ex post facto</i>
A dimensão de tempo	Longitudinal
O escopo do tópico – amplitude e profundidade – do estudo	Estudo estatístico
O ambiente de pesquisa	Ambiente de campo
As percepções das pessoas sobre a atividade de pesquisa	Rotina real

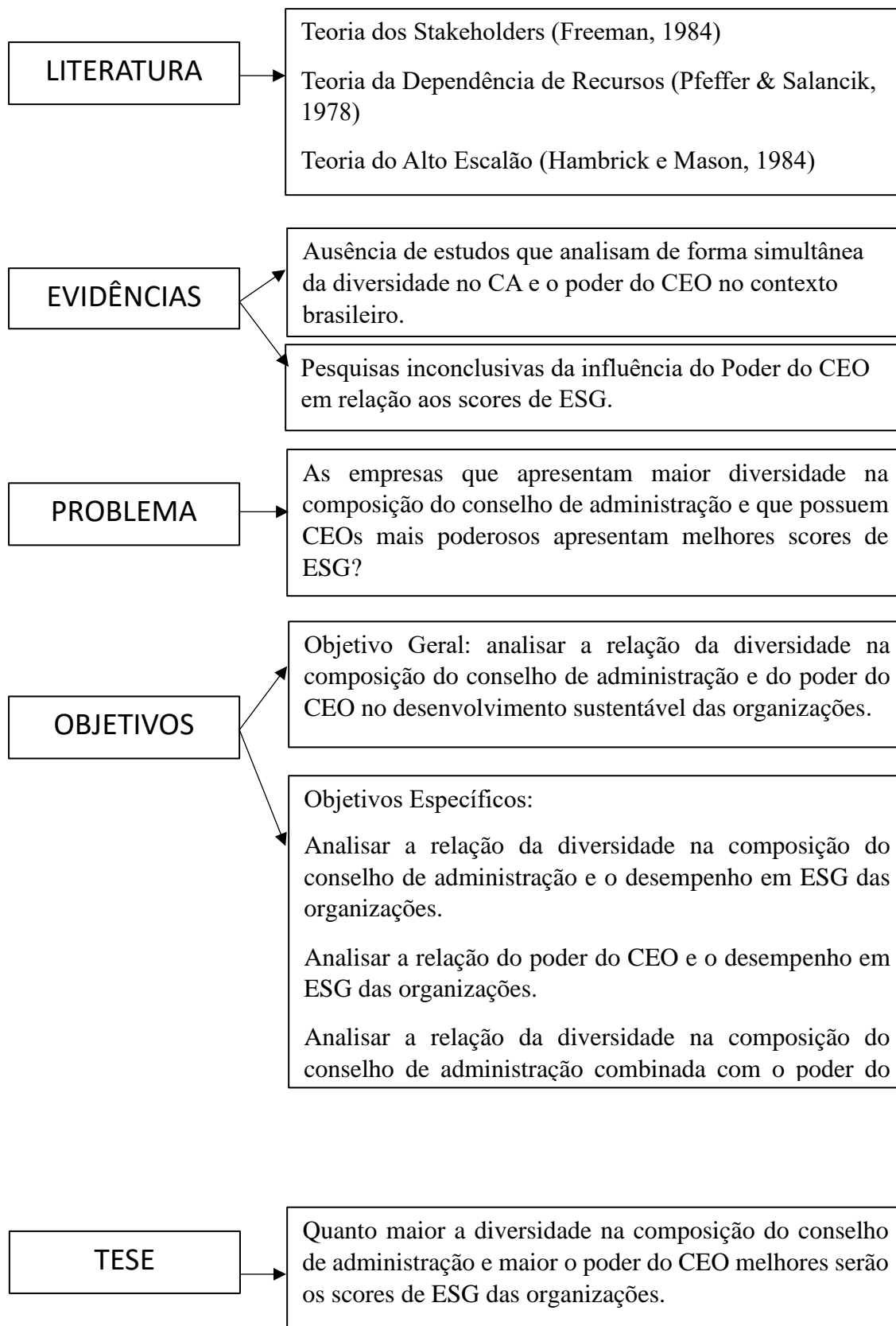
Fonte: adaptado de Cooper e Schindler (2003, p. 129)

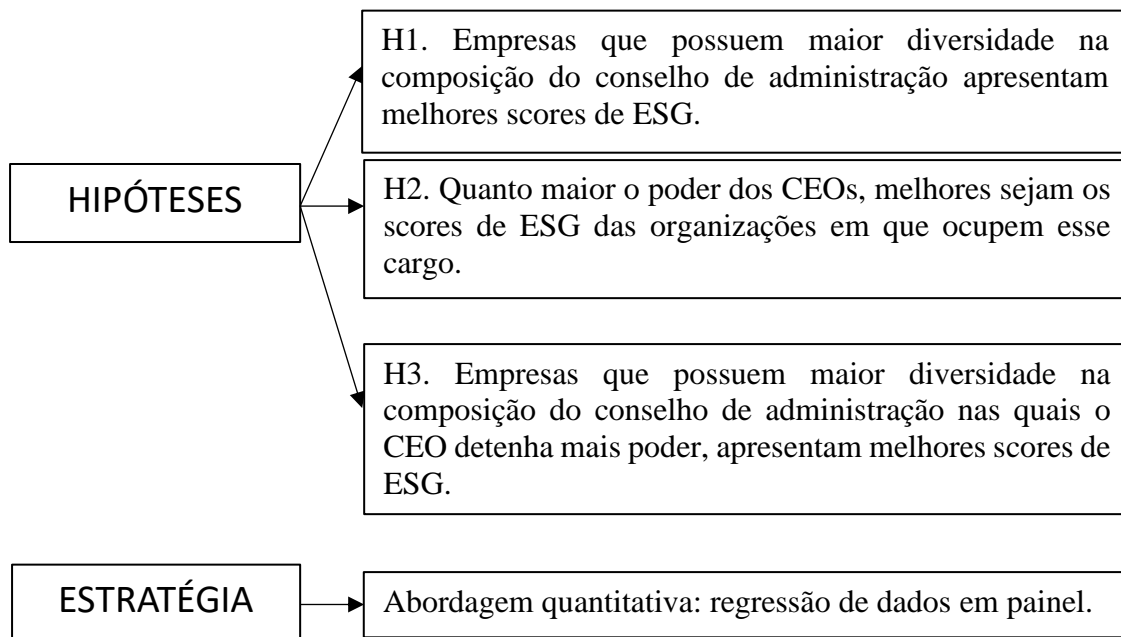
Para o desenvolvimento deste estudo, inicialmente foi realizada a pesquisa do referencial teórico a fim de verificar o que já se estudou e o que foi apurado a respeito dos temas em questão. A partir desse levantamento, foram apuradas as lacunas que se

pretende cobrir com o desenvolvimento deste estudo e todos os demais desmembramentos conforme demonstra a Figura 2 apresentada a seguir.

**Figura 2**

*Estrutura da Pesquisa*





### 3.2. Definição da Amostra e Coleta dos Dados

A população desse estudo foi formada por todas as companhias, não financeiras, de capital aberto listadas na Bolsa B3 (Brasil, Bolsa e Balcão), com **ações ativas no ano de 2021** (com data de base 31 de dezembro de 2021), que possuísem informações de ESG, na base Refinitiv Eikon, no **período de 2016 a 2021, totalizando 114 empresas**.

A delimitação de exclusão da amostra de empresas financeiras se fez necessária pelo fato de que estas instituições possuem determinadas particularidades nas práticas contábeis e de gestão que as diferem dos demais segmentos.

A delimitação relacionada ao período de análise, iniciando no ano-calendário 2016, se deu em função do contexto brasileiro, uma vez que ocorreu um movimentação de mudanças na estrutura de governança corporativa de muitas empresas, principalmente no que diz respeito a constituição dos conselhos de administração, em decorrência da Lei Anticorrupção (Lei nº 12.846, de 1º de agosto de 2013) e o posterior Decreto que imputava a responsabilização administrativa às empresas pela prática de atos contra a administração pública, nacional ou estrangeira (Decreto nº 8.420, de 18 de março de 2015, vigente até o ano 2022).





Fonte: elaborado pela autora, a partir da classificação da base Refinitiv Eikon das empresas amostradas por grupo industrial

### 3.3 Descrição das Variáveis

Tendo em vista que o objetivo desse estudo consiste em analisar as influências da diversidade na composição do CA e do poder do CEO no desenvolvimento sustentável corporativo (ESG), no período de 2016 a 2021, foram coletados dados a partir de diferentes fontes e resultaram em 264 observações.

As informações dos scores de ESG utilizados nesse estudo foram extraídas da base Refinitiv Eikon. Já os dados relativos as informações dos Conselhos de Administração (conselheiros independentes, gênero, idade, formação acadêmica e experiência em CA de outras organizações) bem como dos CEOs (fundador ou parente de fundador, ser ou não o único *insider* no CA e dualidade: CEO e presidente do CA) foram obtidas por meio de consulta aos Formulários de Referência (FRE) (capítulo 12) disponíveis na base de dados da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Para esta pesquisa, adotou-se como base o último FRE de cada ano (consultados no mês de julho de 2023), com os dados extraídos com posição vigente no encerramento de cada exercício.

A informação das possíveis ações que o CEO detinha nas empresas em que exerceu esse cargo no período de análise foram extraídas da base Economatica®.

Considerando as especificidades desta pesquisa e em função de as informações disponibilizadas pelas empresas variarem, os dados foram coletados manualmente em seus formulários de referência, sendo necessária a identificação e interpretação das informações reportadas para determinados casos.

Nesse processo, quando necessária tal interpretação, foram consultadas outras fontes de dados (como a página da própria empresa, por exemplo) com o objetivo de assegurar consistência e melhor acurácia possível.

Para analisar a relação das variáveis de diversidade na composição do conselho de administração e de poder do CEO com o desenvolvimento sustentável das organizações incluídas na amostra (scores de ESG), foram testados os modelos empíricos para o desenvolvimento da análise multivariada por meio de dados de um painel.

### 3.3.1. Variável de Desempenho ESG

Os scores de ESG correspondem a proxy utilizada para o desenvolvimento sustentável – ESG (Ioannou & Serafeim, 2012; Cheng et al., 2014; Hartmann & Uhlenbruck, 2015; Del Bosco & Misani, 2016; Ioannou e Serafeim 2017; Zhou & Cui, 2019; Yu, Luu & Chen, 2020; Velte, P. 2020, Flammer, 2021, Dandaro, 2022), representando a variável dependente desse estudo. Os dados foram coletados na base Refinitiv Eikon, nos anos 2016-2021.

A medição do desempenho ESG das empresas nessa base se dá a partir de dados verificáveis reportados (pontuação ESG) e a sobreposição da pontuação ESG às controvérsias ESG (pontuação ESGC), para diferenciar a pontuação de empresas que têm relatórios limitados, que não sejam transparentes, ou que proporcionam implementação e execução mínimas, daquelas que “fazem o que dizem” (Refinitiv, 2022).

Para isso, são mensuradas 630 medidas ESG em nível de empresa, agrupadas em 10 categorias que reformulam as pontuações dos três pilares (ambientais, sociais, de governança corporativa) e a pontuação ESG final (Refinitiv, 2022).

**Tabela 5**

*Pontuações ESG segundo banco de dados Refinitiv Eikon*

<b>Pilar</b>	<b>Categorias</b>	<b>Pesos de Categoria</b>	<b>Temas</b>
AMBIENTAL	Emissão	0,15	Emissões
			Desperdícios
			Biodiversidade
			Sistema de Gestão Ambiental
	Inovação	0,15	Inovação de Produto
			Receitas verdes, pesquisa e desenvolvimento (P&D) e despesas de capital
	Uso de Recursos	0,13	Água
			Energia
			Embalagem sustentável

			Cadeia de abastecimento ambiental
Social	Comunidade	0,09	Comunidade, igualmente importante para todos os grupos industriais, portanto, um peso médio de cinco é atribuído a todos
	Direitos Humanos	0,05	Direitos humanos
	Responsabilidade do Produto	0,04	Marketing responsável
			Qualidade do produto
			Dados privados
			Diversidade e inclusão
	Trabalhadores	0,13	Desenvolvimento de carreira e treinamento
			Condições de trabalho
Saúde e segurança			
Governança	Estratégia de RSE	0,03	Estratégia de RSE
			Relatórios ESG e transparência
	Gerenciamento	0,17	Estrutura (independência, diversidade e comitês)
			Compensação
	Acionistas	0,05	Direitos dos acionistas
			Defesas contra aquisição

Fonte: Adaptado de Refinitiv (2022).

**Tabela 6***Detalhamento dos Índices de ESG – Categorias e indicadores*

<b>Tipo de Variável</b>	<b>Cálculo</b>	<b>Fonte de Dados</b>	<b>Literatura Prévia</b>
Ambiental Score	Score	Refinitiv Eikon	Ioannou e Serafeim (2012), Ioannou, Serafeim (2017), Velte, P. (2020) e Dandaro, (2022)
Social Score	Score	Refinitiv Eikon	Ioannou e Serafeim (2012), Ioannou, Serafeim (2017), Velte, P. (2020) e Dandaro, (2022)
Governança Score	Score	Refinitiv Eikon	Ioannou e Serafeim (2012), Ioannou, Serafeim (2017), Velte, P. (2020) e Dandaro, (2022)
ESG Score	Score	Refinitiv Eikon	Ioannou e Serafeim (2012), Ioannou, Serafeim (2017) e Dandaro, (2022)

A Tabela 7 fornece uma visão geral das estatísticas descritivas para o desempenho ESG da amostra considerada neste estudo. Os scores médios para as dimensões analisadas foram de 56,64 para o ESG total, 53,38 para a dimensão ambiental, 58,41 na dimensão social e 57,69 na dimensão de governança corporativa.

**Tabela 7***Estatística descritiva das variáveis de ESG*

<b>Variável</b>	<b>Obs</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
ESG score	264	56,40631	18,68765	5,407838	91,00543
Ambiental score	264	53,20191	24,31	0	95,91143
Social score	264	57,9733	21,73601	1,05178	94,59563
Governança score	264	57,51005	19,80408	11,61206	95,39744

A partir dos resultados da estatística descritiva dos scores de ESG, percebe-se que embora o pilar ambiental, que normalmente é um dos que mais recebe atenção e investimentos nas organizações, em decorrência do controle regulamentar, apresenta um score médio ligeiramente inferior aos demais pilares analisados.

Outro aspecto que merece atenção é a diferença significativa entre os scores mínimos e máximos da amostra. Se analisarmos, por exemplo, o score geral de ESG, o score mínimo da amostra é de 5,41, por outro lado, há empresas na amostra que apresentam esse score de 91.

Essa diferença reforça o gap que essa pesquisa pretende cobrir, buscando compreender os mecanismos que influenciam a decisão de investir e divulgar os resultados em ações voltados para o desenvolvimento sustentável.

### **3.3.1.1 Variáveis de controle de desempenho ESG**

Pesquisas relacionadas aos estudos de desenvolvimento sustentável das organizações têm considerado o retorno sobre o ativo (ROA) como as melhores medidas de desempenho para atividades de RSC (Shen et al., 2016; Javeed e Lefen, 2019; Velte, 2020).

Essa medida é uma variável de desempenho financeiro, baseada nas informações contábeis, que representa a rentabilidade da empresa em relação ao seu ativo total, por isso, considerada como uma proxy relevante para esse desempenho (Velte, 2020). Neste estudo, esta será considerada como uma variável de controle dependente objetivando maior robustez nos resultados obtidos.

Assim como nas variáveis dependentes de ESG, as informações do ROA foram extraídas da base Refinitiv Eikon, para o período de 2016 a 2021. O resultado do ROA obtido nessa base considera o retorno sobre o ativo da empresa a partir da divisão do lucro operacional (EBIT) pelo ativo (Refinitiv, 2022).

Na Tabela 8 é apresentada a estatística descritiva do ROA em relação a amostra em estudo. Os resultados indicam que o ROA médio das empresas amostradas é 5,16%.

**Tabela 8**

*Estatística descritiva do ROA*

<b>Variável</b>	<b>Obs</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
ROA	264	5,257573	7,443116	-19,0235	44,17924

Embora o ROA não deva ser analisado individualmente, considerando o valor mínimo e máximo das empresas amostradas, percebe-se que nem todas direcionaram os investimentos a projetos ou ativos rentáveis ou eficazes, uma vez que obtiveram o ROA negativo (-19,02%).

Por outro lado, o melhor desempenho apresentado na amostra foi de 44,18%, o que demonstra, potencialmente, o uso eficiente dos ativos e recursos da organização.

Seguindo estudos como os de Velte (2020) e Fischer e Sawczyn (2013), foi incluída uma segunda variável de controle do desempenho ESG, que se refere ao risco sistemático (BETA) das organizações analisadas. Esse risco está relacionado ao risco e o retorno das ações da empresa, ou seja, sua volatilidade considerando o mercado como um todo (Velte; 2020).

Nesta pesquisa, as informações do BETA foram extraídas da base Refinitiv Eikon, para o período de 2016 a 2021, sendo o resultado um fator que considera o BETA do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), sendo uma medida de quanto a ação se move para um determinado movimento no mercado, ou seja, é a covariância do movimento do preço do título em relação ao movimento do preço do mercado (Refinitiv, 2022).

Segundo os estudos realizados, as organizações com melhor desempenho ESG apresentam menor exposição ao risco (Orlitzky & Benjamin, 2001).

**Tabela 9***Estatística descritiva do BETA*

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
BETA	264	0,8906779	0,5664762	0,0553753	2,804767

O Beta médio apresentado pelas empresas amostradas é de 0,89 demonstrando um baixo nível médio de risco. Há empresas dentre a amostra que apresentaram uma postura mais conservadora, com Beta 0,055 e outras com uma postura mais arrojada, com maior exposição ao risco, com beta de até 2,80.

### 3.2.2. Variável de Diversidade na Composição do Conselho de Administração

As proxies de diversidade na composição do conselho de administração que serão utilizadas neste estudo, a partir das métricas desenvolvidas e utilizadas pela literatura explorada no referencial teórico (Anderson et al., 2011; Ferrero-Ferrero et al., 2012; Ben-Amar et al., 2013; Cuadrado- Ballesteros et al., 2015; Harjoto et al., 2015; Hussain et al., 2016; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Cucari et al., 2018; Katmon et al., 2019; Beji et al., 2021; Islam et al., 2022), correspondem as variáveis: do percentual de conselheiros independentes em relação a composição total do conselho de administração e das características dos conselheiros em termos de: sexo, idade, formação acadêmica e experiência em conselhos de administração de outras organizações.

**Tabela 10**

*Detalhamento das variáveis de Diversidade na Composição do Conselho de Administração – Categorias e indicadores*

Tipo de Diversidade	Categoria	Sinais esperados	Cálculo	Fonte de Dados	Literatura Prévia	Tipo de Variável
Estrutural	% de conselheiros independentes - ci	+	% de quantidade de conselheiros independentes em relação a quantidade total de	Formulário de Referência da B3	Cuadrado-Ballesteros et al., 2015; Hussain et al., 2016; Shaukat et al., 2016; Chang et al., 2017;	Independente



			conselheiros (Apresentado em formato decimal)		Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; García-Sánchez et al., 2021; Beji et al., 2021	
Social	Sexo – sexo feminino	+	% de participação de mulheres em relação a quantidade total de conselheiros do CA (Apresentado em formato decimal)	Formulário de Referência da B3	Seto-Pamies, 2015, Shaukat et al., 2016, Hussain et al., 2016; Cuadrado-Ballesteros et al., 2015; Cucari et al., 2018; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Katmon et al., 2019; Pucheta-Martínez et al., 2020; García-Sánchez et al., 2021; Beji et al., 2021; Islam et al., 2022	Independente
Social	Idade – idade	+	Faixas etárias representadas no conselho de administração	Formulário de Referência da B3	Diamantopoulos et al., 2003; Fraga e Silva 2012, Ferrero-Ferrero et al., 2012; Ferrero-Ferrero et al., 2015; Cucari et al., 2018; Katmon et al., 2019; Beji et al., 2021; Islam et al., 2022	Independente
Ocupacional	Formação Acadêmica - formacao	+	% de participação de diferentes formações acadêmicas dos conselheiros em relação a quantidade total de conselheiros do CA (Apresentado em formato decimal)	Formulário de Referência da B3	Anderson et al., 2011; Cuadrado-Ballesteros et al., 2015; Katmon et al., 2019; Beji et al., 2021	Independente
Ocupacional	Experiência em CA de outras Organizações - experiencia	+	% de quantidade de conselheiros com experiência	Formulário de Referência da B3	Anderson et al., 2011; Harjoto et al., 2015	Independente

			em outros conselhos em relação a quantidade total de conselheiros (Apresentado em formato decimal)			
Diversidade Total	Diversidade Total – ca_diversity	+	Somatório dos percentuais de diversidade das variáveis consideradas no estudo			Independente
Variável de Controle	Tamanho do Conselho de Administração – tamanho ca	+	Número de membros do CA	Formulário de Referência da B3	Cuadrado-Ballesteros et al., 2015; Hussain et al., 2016; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Beji et al., 2021	Independente

O tamanho do conselho, considerado como o número de membros do conselho de administração em cada empresa, está sendo considerado como uma variável de controle, seguindo estudos anteriores, como os de Beji et al. (2021), Cuadrado- Ballesteros et al. (2015), Hussain et al. (2016) e Cuadrado-Ballesteros et al. (2017), uma vez que a quantidade de conselheiros na formação total do CA já apresentou impactos positivos no desenvolvimento sustentável das organizações (Beji et al., 2021).

Em relação ao tamanho dos conselhos da administração da amostra, o tamanho médio é de 10 conselheiros, conforme detalhamento apresentado na tabela 11.

Analisando a quantidade mínima de conselheiros das empresas amostradas no período (3 conselheiros), percebe-se que havia conselhos de administração com uma quantidade inferior a quantidade mínima recomendada pelo Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC vigente no período (IBGC, 2015), segundo esse código, a recomendação é a de que o CA seja composto por um número ímpar de conselheiros, com quantidade entre cinco e onze conselheiros (IBGC, 2015).

**Tabela 11***Estatística descritiva das variáveis de diversidade no CA*

<b>Variável</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Mínimo</b>	<b>Máximo</b>
Quantidade de Conselheiros Independentes	6,0947	4,72379	0	28
Quantidade de mulheres no CA	1,375	1,3814	0	6
Idade dos Conselheiros	57,9263	11,81384	24	94
Quantidade de Diferentes Formações Acadêmica dos Conselheiros	4,39015	1,43664	2	10
Quantidade de Conselheiros com Experiência em outros CAs	3,7159091	3,4108378	0	16
Quantidade de Conselheiros - Tamanho do CA	10,0871	4,91332	3	28
Índice Geral de Diversidade do CA	1,96556	0,471522	1	3,4

Em relação as características de composição dos conselhos de administração das empresas amostradas no período de 2016 a 2021, verifica-se que em média, havia a participação de 6 conselheiros independentes.

Da mesma forma como constatamos no tamanho do CA, percebe-se que havia organizações que não seguiram as recomendações de boas práticas de governança do IBGC vigentes no período, que sugeria a participação relevante em relação ao número total do CA por conselheiros independentes (IBGC, 2015), pois havia empresas que não apresentavam nenhum conselheiro independente em sua composição em pelo menos algum dos períodos amostrados.

Analisando a diversidade em relação a quantidade de conselheiras (sexo feminino), percebe-se que em média os conselhos possuem apenas uma mulher em sua composição, havendo conselhos sem nenhuma representante feminina e outros com até 6 representantes.

Em relação a idade, em média os conselheiros têm 58 anos de idade, tendo o representante mais jovem da amostra a idade de 24 anos e o mais idoso com 94 anos de idade.

Para calcular a diversidade de idade, este estudo utilizou o Índice de Blau (Colins, 1979), seguindo a metodologia utilizada em estudos anteriores (Beji et al., 2021). Esse índice analisa a diversidade pela quantidade de categorias de faixas etárias representadas em cada um dos conselhos de administração analisados.

A seguir são apresentadas as faixas etárias em que os conselheiros foram enquadrados de acordo com sua idade no ano (data de referência 31 de dezembro de cada ano-calendário) em que faziam parte do CA:

- 20 a 29 anos
- 30 a 39 anos
- 40 a 49 anos
- 50 a 59 anos
- 60 a 69 anos
- 70 a 79 anos
- 80 a 89 anos
- mais de 90 anos

O índice de diversidade foi calculado a partir da quantidade de faixas de idade representadas no conselho de administração em cada um dos anos analisados, podendo ser o mínimo de 1 faixa (todos os conselheiros na mesma faixa etária) e o máximo de 8 faixas (pelo menos um representante no conselho de cada uma das faixas etárias).

**Tabela 12**

*Estatística descritiva da diversidade de idade dos conselheiros*

<b>Quantidade de Faixas Etárias Representadas</b>	<b>Frequência</b>	<b>Percentual</b>	<b>Percentual Acumulado</b>
1	0	0%	0%
2	19	7,20%	7,20%
3	69	26,13%	33,33%

4	107	40,53%	73,86%
5	51	19,32%	93,18%
6	14	5,30%	98,48%
7	3	1,14%	99,62%
8	1	0,38%	100%
Total	264	100%	

De acordo com a tabela 12, a maior parte dos conselhos de administração são compostos por conselheiros representantes em 4 faixas etárias distintas, tendo um conselho com representantes de todas as faixas etárias e outros com a representação de apenas duas delas.

Em relação a quantidade de diferentes formações acadêmicas dos conselheiros de cada um dos CAs, em média, há a representação de 4 diferentes formações.

E, a respeito da experiência dos conselheiros em outros conselhos de administração, em média, os conselhos são compostos por 4 conselheiros que possuem tal experiência prévia.

O nível mais alto de diversidade identificado na amostra (somatório das proporções de todas as variáveis de diversidade consideradas) foi de 340%, sendo a média da amostra de 197%.

### 3.2.3. Variável de Poder do CEO

As variáveis que serão consideradas nesse estudo com a finalidade de medir o poder do CEO estão baseadas em estudos como os de Finkelstein (1992), Adams, Almeida e Ferreira (2005), Ting, Chueh e Chang (2017), Gounopoulos e Pham (2018) e Sirén et al. (2018), Adam et al. (2005), Pour (2015), e referem-se a dimensões de poder de propriedade e poder estrutural.

No que diz respeito ao poder de propriedade, a pesquisa considerou o percentual de ações que o CEO detém na empresa e no período em que ocupa esse cargo e analisou se esse CEO é fundador ou parente do fundador.

Do ponto de vista do poder estrutural, o poder foi medido por meio da análise do CEO ser ou não o único *insider* no CA. Além disso, analisou-se a possibilidade de dualidade na ocupação de cargos de CEO e presidente do CA.

Há, nesse sentido, uma delimitação de pesquisa, uma vez que não serão estudadas as demais dimensões de poder do CEO em relação ao desempenho sustentável das organizações, fornecendo evidências somente sobre as dimensões e proxies mencionadas. Tal delimitação foi necessária em função da disponibilidade das informações.

**Tabela 13**

*Detalhamento das variáveis de Poder do CEO – Categorias e indicadores*

<b>Tipo de Variável</b>	<b>Categoria</b>	<b>Sinal esperado</b>	<b>Cálculo</b>	<b>Fonte de Dados</b>	<b>Literatura Prévia</b>	<b>Tipo de Variável</b>
Poder de Propriedade	Fundador ou parente de fundador - ceo_fundador	+	Variável dummy sendo 1 quando o CEO for o fundador ou parente de fundador e 0 caso contrário	Formulário de Referência da B3	Finkelstein, 1992; Adam et al., 2005; Muttakin et al., 2018; Sheikh, 2019	Independente
Poder de Propriedade	% CEO detentor de ações da empresa - ceo_acionista	+	Percentual de ações detidas pelo CEO	Economática®	Finkelstein, 1992; Matsunaga e Yeung, 200; Pour, 2015; Gounopoulos e Pham, 2018; Muttakin et al., 2018; Joubert, 2019; Sheikh, 2019; Velte, 2020	Independente
Poder Estrutural	CEO como único insider no CA - ceo_insider	+	Variável dummy sendo 1 quando o CEO for o único insider do Conselho de Administração (CA) e 0 caso contrário	Formulário de Referência da B3	Adam et al., 2005	Independente
Poder Estrutural	Dualidade: CEO e presidente do CA - dualidade_ceo	+	Variável dummy sendo 1 quando o CEO for também Presidente do Conselho de Administração (CA) e 0 caso contrário	Formulário de Referência da B3	Finkelstein, 1992; Adams et al., 2005; Ting et al., 2017; Gounopoulos e Pham, 2018; Sirén et al., 2018; Muttakin et al., 2018; Sheikh, 2019; Hussain et al., 2016; Beji et al., 2021	Independente

Poder do CEO	Poder do CEO - CP	+	As variáveis foram classificadas como: 0 - não é fundador, não é o único insider no CA, não possui dualidade de posições e não possui ações; 1 - possui pelo menos 1 das proxies de poder do CEO 2 - possui 2 das proxies de de poder do CEO 3 - possui 3 das proxies de de poder do CEO 4 - possui 4 das proxies de de poder do CEO			
Variável de Controle	Idade do CEO em anos - id_ceo	+	Idade do CEO em anos	Formulário de Referência da B3	Demers e Wang, 2010; Pour, 2015 Gounopoulos e Pham, 2018	Independente
Variável de Controle	Sexo do CEO - sexo_ceo	+	Variável dummy sendo 1 quando o CEO for todo sexo feminino e 0 masculino	Formulário de Referência da B3	Diamantopoulos et al., 2003	Independente

A idade do CEO será utilizada como variável de controle, seguindo pesquisas anteriores como as de Demers e Wang (2010), Pour (2015), Gounopoulos e Pham (2018) e Post et al. (2011).

O estudo realizado por Pour (2015) constatou que CEOs com mais idade são mais conservadores, apresentando um comportamento mais prudente na divulgação das informações, diferentemente do que foi identificado para CEOs mais novos. Post et al. (2011) e Diamantopoulos et al. (2003) identificaram uma associação da idade dos tomadores de decisão com responsabilidade social corporativa ambiental (ECSR). Dessa forma, espera-se que a relação da idade com o desempenho sustentável seja positiva.

O sexo do CEO (masculino ou feminino) considerado como segunda variável de controle, se deve ao fato de que já foram identificadas diferenças em relação a atitudes ambientais das mulheres em relação ao gênero masculino (Diamantopoulos et al., 2003).

As mulheres apresentaram atitudes mais fortes em relação a qualidade ambiental do que as apresentadas pelo decisores do sexo masculino (Diamantopoulos et al., 2003).

Partindo da estatística descritiva dessa amostra, os CEOs das empresas consideradas nesse estudo, tem em média, 52 anos de idade e 99,62% são do sexo masculino (na amostra havia apenas uma mulher CEO em um dos períodos analisados).

**Tabela 14**

*Estatística descritiva das variáveis quantitativas de poder do CEO*

Variável	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Idade do CEO	52,48864	10,38242	26	85
Participação Acionária do CEO	0,0009383	0,0099351	0	0,1439
Índice Geral de Poder do CEO	0,594697	0,7642999	0	3

**Tabela 15**

*Estatística descritiva das variáveis qualitativas do CEO*

Variável	Frequência	Percentual
CEO de Sexo Masculino	263	99,62%
CEO de Sexo Feminino	1	0,38%
CEO Não Fundador ou Parente de Fundador	211	79,92%
CEO Fundador ou Parente de Fundador	53	20,08%
CEO Não Sendo o único <i>insider</i> no CA	192	72,73%
CEO como o único <i>insider</i> no CA	72	27,27%



CEO Não Possui Dualidade de Cargos (CEO e Presidente do CA)	236	89,39%
CEO Possui Dualidade de Cargos (CEO e Presidente do CA)	28	10,61%

Os CEOs fundadores ou parentes dos fundadores representaram 20,08% da amostra, 27,27% dos CEOs eram os únicos *insiders* na composição do conselho de administração, 10,61% acumulavam os cargos de CEO e presidente do conselho de administração e somente 1,51% (4 observações dentre as 264 da amostra) possuíam participação nas ações das empresas em que ocupavam os cargos de CEO, sendo a participação máxima identificada correspondente a 14,39%.

Analisando o nível total de poder do CEO (CP) das empresas amostradas, percebe-se que o nível máximo de poder identificado correspondeu a acumulação de pelos menos 3 das diferentes fontes de poder mensuradas nesse estudo.

**Tabela 16**

*Estatística descritiva da frequência de níveis de poder do CEO*

Acumulação de tipos de poder do CEO - CP	Frequência	Percentual	Percentual Acumulado
0	148	56,06%	56,06%
1	79	29,92%	85,98%
2	33	12,50%	98,48%
3	4	1,52%	100%
<b>Total</b>	<b>264</b>	<b>100%</b>	

Verificou-se que para 56% das observações (148 das 264) o CEO não apresentava nenhum dos níveis de poder considerados e apenas 1,52% (4 observações de 264) com a identificação de até 3 níveis de poder analisados.

### 3.2.4. Variável Geral de Diversidade do Conselho de Administração e Poder do CEO

Uma vez apuradas as métricas gerais de diversidade na composição do CA e do poder do CEO, foi necessária a construção de um índice geral que demonstrasse, de forma acumulada, a influência tanto da diversidade do CA quanto do poder do CEO.

Para isso, foi realizada uma somatória do índice de diversidade do CA e do poder do CEO (CP).

**Tabela 17**

*Detalhamento da variável final Diversidade CA + Poder do CEO*

Tipo de Variável	Categoria	Sinal esperado	Cálculo	Fonte de Dados	Literatura Prévia	Tipo de Variável
Diversidade no CA + Poder do CEO	Diversidade no CA + Poder do CEO – CD_CP	+	Somatório da variável CD + CP			Independente

Analisando a estatística descritiva da variável que acumula o efeito da diversidade no CA e do poder do CEO das organizações analisadas (tabela 16), verifica-se que o índice com maior diversidade do CA e maior poder do CEO foi de 6,4, sendo o índice médio da amostra de 2,56.

**Tabela 18**

*Estatística descritiva da variável final Diversidade CA + Poder do CEO*

Variável	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
Índice Geral de Diversidade no CA + Poder do CEO (CD + CP)	264	2,560254	0,9550768	1	6,4

Na próxima seção serão apresentadas as hipóteses de pesquisa, bem como o modelo empírico do estudo.

### 3.2.5. Hipóteses de Estudo e Modelo Empírico

Mensuradas todas as variáveis, foi realizada uma estimação de regressão, com dados dispostos em painel, a fim de verificar a influência da diversidade na composição do conselho de administração e do poder do CEO no desenvolvimento sustentável.

Primeiramente foi analisada a relação da diversidade no conselho de administração (total) em relação ao score geral de ESG, seguindo os estudos prévios relacionados ao tema (Seto-Pamies, 2015, Shaukat et al., 2016, Hussain et al., 2016; Cuadrado-Ballesteros et al., 2015 ; Cucari et al., 2018; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Katmon et al., 2019; Pucheta-Martínez et al., 2020; García-Sánchez et al., 2021; Beji et al., 2021; Islam et al., 2022). Nesse sentido, a primeira hipótese testada neste estudo é:

**H1. Empresas que possuem maior diversidade na composição do conselho de administração apresentam melhores scores de ESG.**

A partir da variável geral de diversidade na composição do CA, será realizada uma estimação de regressão, com dados dispostos em painel, a fim de verificar a influência dela em relação ao score geral de ESG das empresas amostradas, por meio da equação apresentada a seguir:

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CD_{i,t} + \beta_2 \sum tamanho\_ca_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 BETA_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Em que:

ESG: refere-se a variável dependente de score geral de ESG das empresas que compõem a amostra a ser analisada.

CD: equivale ao índice de diversidade total da composição do conselho de administração das empresas amostradas.

tamanho\_ca: corresponde a variável de controle do tamanho do conselho de administração.

ROA: corresponde a variável de controle do retorno sobre o ativo (ROA)

BETA: corresponde a variável de controle de risco sistemático (BETA) das organizações analisadas

$\mu$ : resíduos da regressão

Em relação ao estudo do poder do CEO e sua eventual influência sobre o score de ESG das organizações parte da análise do índice geral de poder do CEO, derivado da análise de poder do ponto de vista de propriedade e estrutural.

Nos estudos que analisam o poder do CEO dentro dessa perspectiva com o desenvolvimento sustentável, indicam tanto haver uma relação negativa (Sheikh, 2019) quanto positiva ((Singh e Gaur, 2009; Khan et al., 2011; Shah, Hussain, 2012; Garas e ElMassah, 2018) do nível de poder com as divulgações de RSC. Para análise dessa relação neste estudo, a hipótese de pesquisa considerada será:

**H2. Quanto maior o poder dos CEOs, melhores sejam os scores de ESG das organizações em que ocupem esse cargo.**

Os modelos das regressões de dados dispostos em painel estimados para a análise das variáveis utilizadas para medir o poder do CEO será analisada, por meio das equações apresentadas a seguir:

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CP_{i,t} + \beta_2 \sum id\_ceo_{i,t} + \beta_3 \sum sexo\_ceo_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 BETA_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Em que:

ESG: refere-se a variável dependente de score geral de ESG das empresas que comporão a amostra a ser analisada.

CP: equivale ao índice de geral de poder do CEO das empresas amostradas.

id\_ceo: corresponde a variável de controle de idade do CEO.

sexo\_ceo: corresponde a variável de controle do sexo feminino ou masculino do CEO.

ROA: corresponde a variável de controle do retorno sobre o ativo (ROA)

BETA: corresponde a variável de controle de risco sistemático (BETA) das organizações analisadas

$\mu$ : resíduos da regressão

Por fim, como principal contribuição dessa pesquisa, será realizada a análise das organizações amostradas no sentido de compreender se um maior nível de diversidade na composição do conselho de administração associada a um maior nível de poder do CEO leva a um melhor desenvolvimento sustentável geral (ESG) dessas organizações. Chega-se, assim, a última hipótese da pesquisa:

**H3. Empresas que possuem maior diversidade na composição do conselho de administração nas quais o CEO detenha mais poder, apresentam melhores scores de ESG.**

Para isso, os modelos das regressões de dados dispostos em painel estimados para a análise das variáveis utilizadas para medir a diversidade na composição do conselho de administração, o poder do CEO e o score geral de ESG, se dará por meio da equação apresentada a seguir:

$$ESG_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CD_{i,t} + \beta_2 \sum tamanho\_ca_{i,t} + \beta_3 CP_{i,t} + \beta_4 \sum id\_ceo_{i,t} + \beta_5 \sum sexo\_ceo_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 BETA_{i,t} + \mu_{i,t}$$

Em que:

ESG: refere-se a variável dependente de score geral de ESG das empresas que comporão a amostra a ser analisada.

CD: equivale ao índice de diversidade total da composição do conselho de administração das empresas amostradas.

tamanho\_ca: corresponde a variável de controle do tamanho do conselho de administração.

CP: equivale ao índice de geral de poder do CEO das empresas amostradas.

id\_ceo: corresponde a variável de controle de idade do CEO.

sexo\_ceo: corresponde a variável de controle do sexo feminino ou masculino do CEO.

ROA: corresponde a variável de controle do retorno sobre o ativo (ROA)

BETA: corresponde a variável de controle de risco sistemático (BETA) das organizações analisadas

$\mu$ : resíduos da regressão

### **3.3. Resultados da análise e testes de especificação dos modelos de regressão de dados em painel**

Para analisar a relação das variáveis de diversidade na composição do conselho de administração e de poder do CEO com o desenvolvimento sustentável das organizações incluídas na amostra (scores de ESG), foram testados os modelos empíricos para o desenvolvimento da análise multivariada por meio de dados de um painel.

Para definição das variáveis utilizadas no painel, mantiveram-se na amostra exclusivamente as empresas que possuíam todas as informações das variáveis consideradas no estudo, para todos os anos amostrados com o objetivo de captar da melhor forma possível o efeito no período analisado.

Foram analisadas, assim, 47 variáveis, com 264 observações e 6 períodos, que resultaram em painéis curtos, do tipo balanceado, que envolvem dados anuais do período de 2016 a 2021.

Os testes foram analisados em etapas, iniciando análise da relação do índice geral de diversidade na composição do CA com score geral de ESG, seguida da análise da medida de poder geral do CEO com o score geral de ESG e, finalmente, analisando de forma simultânea a diversidade na composição do CA, com o poder geral do CEO e sua relação com o desempenho ESG das organizações amostradas.

Para validar a robustez e confiabilidade dos resultados foram realizadas diferentes análises da base de dados amostral, avaliando os pressupostos do modelo de regressão de dados em painel (Fávero, 2014), que são:

- Linearidade dos coeficientes e das variáveis
- Normalidade dos resíduos
- Homoscedasticidade dos resíduos
- Ausência de autocorrelação dos resíduos
- Multicolinearidade das variáveis

Como as análises foram realizadas por etapas, o detalhamento de cada uma será apresentado nos tópicos a seguir.

### 3.3.1. Resultados da análise e testes de especificação da relação da diversidade na composição do CA com o score geral de ESG

Em relação a análise dos dados de diversidade na composição do CA (CD) e sua relação com o score geral de ESG, verificou-se que a amostra não apresenta característica de heterocedasticidade, conclusão obtida por meio da aplicação do teste Breusch-Pagan ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0,1650$ , confirmou a hipótese nula).

A amostra cumpriu o pressuposto de normalidade, analisada por meio do teste Shapiro-Wilk (escolhido porque a amostra é superior a 30; resultado do teste apresentou  $\text{Prob} > z = 0,29888$ , aceitando a hipótese nula).

Para a análise da multicolinearidade, utilizou-se o teste VIF (*Variance Inflation Factor*), que demonstrou haver um nível de multicolinearidade aceitável dos dados ( $\text{VIF} = 1,13$ , ou seja, estando entre 1 até 10).

Para avaliar a correlação entre as várias foi realizado o teste de Spearman, considerando como correlação os índices superiores a 0,7, e verificou-se que não há correlação entre as variáveis, não apresentando problemas de endogenia.

A definição do modelo de regressão de dados em painel (POLS, Efeitos Fixos e Efeitos Aleatórios) mais adequado para essa pesquisa se deu pelos testes: Teste de Chow (para escolher entre efeito fixo e Pools), Teste de Breusch-Pagan (para escolher entre efeito aleatório e Pools) e Teste de Hausman (para escolher entre efeito fixo e efeito aleatório).

Para esta análise os testes demonstraram que o modelo de regressão de dados em painel com efeitos fixos demonstrou ser o mais adequado, tendo seu modelo global significância explicativa a nível de 1% ( $\text{Prob} > F = 0,0000$ ).

#### Tabela 19

*Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel com Efeitos Fixos – Diversidade Geral do CA x Score Geral de ESG*

Tipo	Variável	Sinais Encontrados	ESG	
			t	P >  t
Prob > F				<b>0,0000***</b>

ROA	Variável de Controle	+	0,17	0,862
BETA	Variável de Controle	+	<b>1,67</b>	<b>0,096*</b>
Tamanho do CA	Variável de Controle	+	<b>5,05</b>	<b>0,000***</b>
Diversidade no CA - CD	Diversidade geral do CA	-	<b>4,87</b>	<b>0,000***</b>
_cons				

**Significância: \*\*\* p>1%, \*\* p>5% e \* p>10%**

No que diz respeito a análise da variável independente de diversidade geral na composição do CA (CD), foi confirmada sua relação com o desempenho ESG, com significância a nível de 1%. Entretanto, a relação explicativa é negativa, o que significa que quanto maior a diversidade na composição do CA, menor é o score geral de ESG das empresas amostradas.

Já para as variáveis de controle, verificou-se que tanto o BETA (risco sistemático) (significância a nível de 10%) quanto o tamanho dos conselhos de administração (significância a nível de 1%) impactam positivamente o desempenho ESG.

Em relação ao risco sistemático (BETA), os resultados demonstraram que os melhores desempenhos de ESG apresentados foram de empresas com maiores índices de BETA, ou seja, as que se encontravam mais expostas ao risco, contrariando Orlitzky & Benjamin (2001), que diz que empresas menos arriscadas apresentariam maior nível de desempenho social corporativo.

O resultado obtido considerando o tamanho dos conselhos de administração, por sua vez, corrobora as pesquisas anteriores (Beji et al., 2021; Cuadrado-Ballesteros et al., 2015; Hussain et al., 2016; Cuadrado-Ballesteros et al., 2017; Beji et al., 2021) sobre a influência do tamanho dos CAs em relação ao desempenho de ESG e está alinhado com o resultado obtido por Beji et al. (2021), que constatou que quanto maior o tamanho do conselho de administração, maior o desempenho ESG.

A variável de controle ROA não apresentou relação explicativa significativa com o desempenho ESG.



Com a finalidade de melhor compreender o resultado geral obtido, procedeu-se a análise das variáveis de diversidade individualizadas consideradas para este estudo.

Sobre os pressupostos de validação da base de dados para este teste, constatou-se que a amostra apresenta característica de heterocedasticidade (teste Breusch-Pagan com  $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0003$ ), possui distribuição normal (teste Shapiro-Wilk com  $\text{Prob} > z = 0,32496$ ) e multicolinearidade aceitável dos dados ( $\text{VIF} = 1,70$ ), além disso, não possui problemas de endogenia

Já para seleção do modelo utilizado, verificou-se que o modelo de regressão de dados em painel POLS é o mais adequado e, em função da base de dados apresentar características de heterocedasticidade, a regressão de dados em painel foi rodada com erros robustos.

O modelo geral do painel apresentou significância a nível de 1%.

**Tabela 20**

*Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel modelo POLS e Erros Robustos – Variáveis Individuais de Diversidade Geral do CA x Score Geral de ESG*

Tipo	Variável	Sinais Encontrados	ESG	
			z	$P >  z $
Prob > F				0,0000***
ROA	Variável de Controle	+	0,76	0,447
BETA	Variável de Controle	+	<b>2,09</b>	<b>0,038**</b>
Tamanho do CA	Variável de Controle	-	0,89	0,373
Faixas etárias	% Faixas etárias representadas	-	1,56	0,120
Sexo	Quantidade de mulheres conselheiras	+	<b>5,08</b>	<b>0,000***</b>
Formações acadêmicas	% de diferentes formações acadêmicas	-	<b>2,92</b>	<b>0,004***</b>

Experiências em outros CAs	% de conselheiros com experiências em outros CAs	-	4,25	0,000***
Conselheiros independentes	% de conselheiros independentes	-	0,82	0,413
_cons			9,79	0,000

**Significância: \*\*\* p>1%, \*\* p>5% e \* p>10%**

Dentre as variáveis de controle analisadas, apenas o BETA apresentou relação significativa, a nível de 5%, com o score geral de ESG, sendo ela positiva.

Na análise das variáveis independentes de diversidade no CA, a relação significativa com ESG foi confirmada em relação a presença de mulheres (diversidade social), diferentes formações acadêmicas dos conselheiros (diversidade ocupacional) e a participação de conselheiros com experiências em outros conselhos de administração (diversidade ocupacional).

Em relação a quantidade de **mulheres** (sexo feminino) presentes no conselho de administração foi verificada uma relação positiva, com significância a nível de 1%.

Este resultado está alinhado com o obtido nos estudos realizados por Harjoto et al. (2015); Seto-Pamies (2015); Katmon et al. (2019); Pucheta-Martínez et al. (2020); Prudêncio et al. (2021); Islam et al. (2022), que constataram que as empresas que possuíam uma quantidade maior de mulheres conselheiras, apresentavam um melhor score de ESG.

A diversidade do ponto de vista de **formações acadêmicas** mostrou uma influência negativa, com significância a nível de 1%. Esse resultado contraria o obtido em estudos anteriores, como o de Beji et al. (2021) que conclui que a diversidade de conhecimentos é considerada um fator impulsionador das atividades de RSE das empresas.

E a presença de **conselheiros com experiência prévia** em outros conselhos de administração também demonstrou uma influência significativa negativa, a nível de 1%, ou seja, quanto maior a quantidade de conselheiros que participam ou já participaram de conselhos de administração de outras empresas, menor é o desempenho ESG das empresas amostradas.

A presença de conselheiros independentes e de diversidade de faixas etárias entre os conselheiros não demonstrou relação significativa com o desempenho ESG.

Nesse sentido, percebe-se que quando a diversidade na composição do conselho de administração é analisada de forma consolidada em relação ao score geral de ESG, o efeito das variáveis entre si acaba se sobrepondo ou anulando, uma vez que foram identificadas individualmente tanto influências positivas quanto negativas, sendo o resultado sobressalente negativo em relação ao desempenho ESG.

Nesse sentido, a **hipótese 1 deste estudo (H1) foi rejeitada**, uma vez que as empresas amostradas que apresentavam maior diversidade na composição do conselho de administração não apresentaram melhores scores de ESG.

### **3.3.2. Resultados da análise e testes de especificação da relação do Poder do CEO com o score geral de ESG**

Na análise dos dados de poder do CEO (CP) e sua relação com o score geral de ESG, constatou-se que a amostra apresenta característica de heterocedasticidade, conclusão obtida por meio da aplicação do teste Breusch-Pagan (Prob > chi2 = 0,0002, rejeição da hipótese nula).

Constatou-se, ainda, que os dados não possuem distribuição normal (teste Shapiro-Wilk com resultado de Prob > z = 0,03304, rejeitando a hipótese nula). A ausência de normalidade leva a não generalização dos resultados e conclusões obtidas.

A amostra demonstrou um nível aceitável de multicolinearidade dos dados (VIF = 1,14) e nela não foram identificados problemas de endogenia (teste de Spearman).

O modelo de regressão de dados em painel mais adequado para esta análise (resultado dos Testes de Chow, Breusch-Pagan e Hausman) foi o painel com efeitos aleatórios com erros robustos.

Seu modelo global apresentou significância a nível de 1% (Prob > F = 0,0000), entretanto, nenhuma das variáveis analisadas apresentou significância explicativa com ESG.

**Tabela 21**

*Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel com Efeitos Aleatórios com Erros Robustos – Poder CEO (geral) x Score Geral de ESG*

Tipo	Variável	Sinais Encontrados	ESG	
			z	P >  z
Prob > chi2				<b>0,0000***</b>
ROA	Variável de Controle	+	1,30	0,192
BETA	Variável de Controle	+	0,03	0,975
Idade do CEO	Variável de Controle	-	1,14	0,256
Sexo do CEO	Variável de Controle	-	1,47	0,141
Poder do CEO	Índice geral do poder do CEO	-	1,43	0,153
_cons			9,97	0,0000

**Significância: \*\*\* p>1%, \*\* p>5% e \* p>10%**

Em função desse resultado, procedeu-se a análise individual das variáveis de poder do CEO consideradas para este estudo.

Sobre os pressupostos de validação da base de dados para este novo teste, constatou-se que a amostra apresenta característica de heterocedasticidade (teste Breusch-Pagan com Prob > chi2 = 0,0199), não possui distribuição normal (teste Shapiro-Wilk com Prob > z = 0,0352), multicolinearidade aceitável dos dados (VIF = 1,14), além disso, não possui problemas de endogenia

O modelo que se mostrou mais adequado é o de regressão de dados em painel com efeitos aleatórios, que será rodado com erros robustos em função das características de heterocedasticidade. O modelo geral apresentou significância a nível de 1%.

**Tabela 22**

*Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel com Efeitos Aleatórios com Erros Robustos – Poder CEO (geral) x Score Geral de ESG*

Tipo	Variável	Sinais Encontrados	ESG	
			z	P >  z
Prob > chi2				<b>0,0000***</b>
ROA	Variável de Controle	+	0,83	0,405
BETA	Variável de Controle	-	0,37	0,714
Idade do CEO	Variável de Controle	-	0,49	0,622
Sexo do CEO	Variável de Controle	-	0,93	0,352
CEO Fundador ou Parente de Fundador	Variável dummy sendo 1 quando o CEO for o fundador ou parente de fundador e 0 caso contrário	-	<b>2,49</b>	<b>0,013**</b>
CEO como único Insider no CA	Variável dummy sendo 1 quando o CEO for o único insider do Conselho de Administração (CA) e 0 caso contrário	+	0,55	0,580
Dualidade: CEO e presidente do CA	Variável dummy sendo 1 quando o CEO for também Presidente do Conselho de Administração (CA) e 0 caso contrário	-	1,07	0,285
CEO Acionista	Percentual de ações detidas pelo CEO	-	0,00	0,998
_cons			9,35	0,000

**Significância: \*\*\* p>1%, \*\* p>5% e \* p>10%**

De todas as variáveis para mensurar o poder do CEO e das consideradas como de controle, apenas o poder entendido como sendo o do **CEO fundador ou parente de fundador** (poder de propriedade) apresentou uma relação explicativa significativa.

Essa relação se **mostrou negativa**, ou seja, a presença de CEO que seja fundador ou parente de fundador leva a um menor desempenho de ESG. Esse resultado é robusto, com significância a nível de 5%, e confirma os resultados obtidos nos estudos realizados por Muttakin et al. (2018) e Sheikh (2019).

Esse resultado leva a rejeição da segunda hipótese de pesquisa (**H2**) **uma vez que o poder do CEO não demonstrou impacto positivo sobre o score de ESG das organizações em que ocupam esse cargo.**

### **3.3.3. Resultados da análise e testes de especificação da relação da Diversidade no CA com o Poder do CEO em relação ao score geral de ESG**

Uma vez analisadas as variáveis individuais de diversidade na composição do conselho de administração (CD) e de poder do CEO (CP), procedeu-se ao estudo combinado desses índices (CD + CP) e sua relação com o score geral de ESG, objetivando a confirmação ou refutação da última hipótese dessa pesquisa e da tese em si, que é: **quanto maior a diversidade na composição do conselho de administração e maior o poder do CEO, melhores serão os scores de ESG das organizações.**

A análise dos pressupostos da base de dados demonstrou que esta apresenta característica de heterocedasticidade, segundo o resultado do teste Breusch-Pagan ( $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0017$ , rejeição da hipótese nula).

Os dados apresentam distribuição normal, resultado obtido por meio do teste Shapiro-Wilk (resultado do teste apresentou  $\text{Prob} > z = 0,17053$ , confirmação da hipótese nula). Nesse sentido, os resultados e conclusões poderão ser generalizados.

Há um nível aceitável de multicolinearidade, de acordo com o resultado do teste VIF ( $\text{VIF} = 1,19$ , ou seja, estando entre 1 até 10).

Na análise da amostra não foram identificados problemas de endogenia. Essa conclusão foi obtida a partir da avaliação da correlação entre as várias por meio do teste de Spearman (considerando como correlação os índices superiores a 0,7).

Para esta análise, o modelo de regressão de dados em painel com efeitos fixos demonstrou ser o mais adequado e foi rodado com erros robustos em função das características de heterocedasticidade da base.

Para que os resultados tivessem a consistência necessária, o modelo utilizado para este teste foi ajustado, retirando-se a variável de controle de sexo do CEO, porque sua representatividade (0,38% das observações, uma mulher, em uma das empresas e em um ano) não foi suficiente para que o modelo pudesse captar seu efeito.

A partir dessas considerações, obteve-se uma significância explicativa a nível de 1% (Prob > F = 0,0018) no modelo geral.

**Tabela 23**

*Resultados dos Testes de Regressão de Dados em Painel com Efeitos Fixos com Erros Robustos – Diversidade Geral na Composição do CA + Poder CEO (geral) x Score Geral de ESG*

Tipo	Variável	Sinais Encontrados	ESG	
			t	P >  t
Prob > F				<b>0,0018***</b>
ROA	Variável de Controle	+	0,24	0,823
BETA	Variável de Controle	+	<b>3,07</b>	<b>0,028**</b>
Tamanho do CA	Variável de Controle	+	<b>8,37</b>	<b>0,000***</b>
Idade do CEO	Variável de Controle	+	<b>3,38</b>	<b>0,020**</b>
Diversidade Geral do CA + Poder Geral do CEO	Combinação da diversidade geral (CD) do CA mais o poder geral do CEO (CP)	-	<b>2,02</b>	<b>0,100*</b>
_cons				

**Significância: \*\*\* p>1%, \*\* p>5% e \* p>10%**

Confirmando os resultados das análises anteriores, as variáveis de controle de tamanho do conselho de administração e o BETA apresentaram relação explicativa significativa e positiva sobre o ESG, ou seja, quanto maior o tamanho do CA e maior o risco sistemático, maior o desempenho ESG das empresas amostradas.

A idade do CEO também demonstrou influenciar positivamente o desempenho ESG, ou seja, quanto maior a idade do CEO, maior o desempenho ESG das empresas analisadas. Sua relação explicativa apresentou significância a nível de 5%

Por fim, quanto a análise da terceira hipótese (H3) que pretendia confirmar (ou rejeitar) **a tese** de que as empresas que possuem maior diversidade na composição do conselho de administração nas quais o CEO detenha mais poder, apresentam melhores scores de ESG **foi rejeitada**.

Os resultados encontrados indicam o efeito oposto ao esperado (relação explicativa negativa e com significância a nível de 10%), pois, quanto maior a diversidade na composição do conselho de administração e maior o poder do CEO dessas organizações, menor é o desempenho em ESG apresentado.

### **3.3.4. Discussão e síntese dos resultados**

O objetivo desta seção é o de apresentar os principais achados deste estudo e sua contribuição com os estudos das características de governança que impactam no desenvolvimento sustentável das organizações, relacionando-os as hipóteses da pesquisa e seus embasamentos.

A principal hipótese desta pesquisa (H3), que foi a de que as **empresas que possuem maior diversidade na composição do conselho de administração nas quais o CEO detenha mais poder, apresentam melhores scores de ESG**, foi construída considerando os resultados dos estudos que analisam de forma individual o impacto positivo da diversidade na composição do conselho de administração (Harjoto et al., 2015; Seto-Pamies, 2015; Hussain et al., 2016; Katmon et al., 2019; Pucheta-Martínez et al., 2020; Prudêncio et al., 2021; Gallego-Álvarez e Pucheta-Martínez, 2022; Islam et al., 2022) e do poder do CEO (Garas e ElMassah, 2018; Javeed e Lefen, 2019; Li et al., 2017; Velte, 2020) no desempenho de ESG das organizações.

Isso porque, os estudos que consideram as duas variáveis de forma conjunta ainda são escassos (Gallego-Álvarez e Pucheta-Martínez, 2022). Identificamos apenas um estudo que analisou o impacto da capacidade do conselho de administração (considerando capacidades específicas do conselho, tempo de mandato dos conselheiros e diversidade cultural) e o papel moderador do CEO **na divulgação** de relatórios de RSC (Gallego-



Álvarez e Pucheta-Martínez, 2022), ou seja, considerou de alguma forma, as duas variáveis em questão.

A base teórica de sustentação da hipótese (H3) se dá pela Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978) e pela Teoria do Alto Escalão (Hambrick e Mason; 1984).

Segundo a Teoria da Dependência de Recursos (Pfeffer & Salancik, 1978), o conselho de administração e o CEO podem prover às organizações conhecimento, experiências e habilidades, além de apoio na compreensão e resposta ao ambiente externo, através de relações interorganizacionais e de uma perspectiva mais ampla das partes interessadas, melhorando sua reação às questões de responsabilidade social corporativa e impactando positivamente esse tipo de tomada de decisão estratégica (Boyd, 1990; Wang & Dewhirst, 1992; Ramón-Llorens et al., 2019).

Já a Teoria do Alto Escalão (Hambrick e Mason; 1984), diz que as características pessoais dos gestores de alto escalão influenciam nos resultados organizações e que quando esses grupos são heterogêneos possuem melhor desempenho para situações que envolvam problemas complexos e inovadores, como os relacionados ao desenvolvimento sustentável.

De acordo com essa teoria, a influência do CEO na gestão das equipes de alto escalão é significativa nas atividades e desempenhos de RSC (Velte, 2019).

Caso sua atuação esteja alinhada com as exigências das partes interessadas (por meio de um sistema de remuneração sustentável, por exemplo), o CEO potencialmente teria mais interesse em estabelecer atividades de desenvolvimento sustentável mais bem-sucedidas e um maior poder poderia contribuir com uma gestão das partes interessadas que leve a uma melhor reputação da empresa e aumento nos desempenhos de RSE e financeiro (Hambrick e Mason, 1984; Hambrick, 2007, Velte, 2019).

Entretanto, os resultados encontrados nesta pesquisa demonstram que as empresas que apresentavam maior diversidade na composição do conselho de administração associado a um CEO mais poderoso não apresentaram melhores scores de ESG. O resultado encontrado foi o oposto, quanto maior a diversidade na composição do CA e maior o poder do CEO, menores foram os desempenhos de ESG das organizações amostradas.

A explicação para esse resultado, que contraria o suporte teórico em questão, está na análise das demais hipóteses de pesquisa.

A primeira hipótese de pesquisa (H1), que era a de que as **empresas que possuem maior diversidade na composição do conselho de administração apresentam melhores scores de ESG**, não foi corroborada, uma vez que o índice geral de diversidade na composição do conselho de administração demonstrou relação explicativa significativa negativa com o desempenho geral de ESG das empresas amostradas.

Isso ocorreu, porque dentre as variáveis (independentes e de controle) consideradas, algumas apresentaram influência positiva nesse desempenho (BETA, tamanho do CA e quantidade de mulheres no CA) e outras uma influência negativa no score geral de ESG (diversidade de formações acadêmicas e quantidade de conselheiros com experiência em outros CAs) e foi o efeito negativo que se sobrepôs sobre esse desempenho.

Considerando que a representatividade de mulheres nos conselhos de administração tende a crescer no Brasil, em decorrência da normatização que entrará em vigência a partir de 2026, que estabelece a inclusão de pelo menos uma pessoa que se identifique com o gênero feminino no conselho de administração ou diretoria estatutária das empresas brasileiras de capital aberto (B3, 2023), pode vir a ocorrer uma alteração no efeito final da diversidade do CA sobre o desempenho ESG.

As demais variáveis consideradas (ROA, quantidade de conselheiros independentes e diversidades de idade) não apresentaram relação explicativa.

A partir desses resultados, pode-se entender que a diversidade por si só não influencia um melhor desenvolvimento sustentável às organizações. Para que isso ocorra, a composição do conselho precisa ser estruturada a partir de uma quantidade adequada de conselheiros (tamanho), com a presença de mulheres e uma composição de conhecimentos e experiências que efetivamente agreguem valor nesse tipo de decisões.

Por outro lado, a análise da segunda hipótese de pesquisa (H2), que estabelecia que **quanto maior o poder dos CEOs, melhores seriam os scores de ESG das organizações em que ocupam esse cargo**, também foi rejeitada, uma vez que se constatou que quanto maior o poder do CEO das empresas amostradas, menores foram os scores de ESG apresentados.

Na análise individualizada das proxies de poder de CEO consideradas para este estudo, apenas uma das fontes de poder consideradas apresentou relação explicativa significativa.

A fonte de poder em questão diz respeito ao poder de propriedade, considerada como àquela derivada do CEO ser o fundador ou parente do fundador da organização e seu impacto sobre o desempenho em ESG é negativo.

Pode-se inferir então, que os CEOs com maior poder de propriedade acabam priorizando as decisões de investimentos em projetos com retornos de curto prazo e relacionados a processos críticos das organizações (Lev et al., 2010; Eccles et al., 2014), frente as pressões internas sofridas (Aguinis e Glavas 2012), deixando de priorizar os projetos de DSC, que exigem uma visão de médio e longo prazos para obtenção de vantagens e resultados (Porter & Kramer, 2011; Eccles et al., 2014; Dorfleitner et al., 2018; Whelan et al., 2021).

Segundo Hambrick e Mason (1984), Hambrick (2007) e Velte (2019) um melhor alinhamento dos interesses do CEO, por meio de uma remuneração sustentável, por exemplo, com as exigências das partes interessadas, potencialmente poderia levar a decisões mais bem-sucedidas que levem a um melhor desempenho de ESG.

No contexto brasileiro, mais uma vez, há uma expectativa de que esse cenário melhore frente a regulamentação aprovada pela CVM, válida a partir de 2026, que prevê a inclusão de indicadores de desempenho ligados a ESG na política de remuneração dos gestores de alto escalão das empresas de capital aberto que possuem esse tipo de remuneração (B3, 2023).

A idade do CEO também demonstrou influenciar positivamente o desempenho de ESG, mostrando que, de fato, os que apresentam mais idade demonstram uma postura mais prudente e conservadora em relação às decisões voltadas ao desenvolvimento sustentável, confirmando a conclusão apresentada por Pour (2015).

Em relação as demais variáveis de controle e independentes consideradas para medir o poder do CEO (sexo do CEO, CEO como acionista, CEO como único *insider* no CA, CEO ocupando também o cargo de presidente do CA), nenhuma apresentou relação explicativa significativa com o desempenho de ESG.

A conclusão final deste estudo está em consonância com Haleblan e Finkelstein (1993) que dizem que os CEOs mais poderosos podem “anular os efeitos dos demais

membros” em caso de necessidade de consenso no processo de tomada de decisões e com Gallego-Álvarez e Pucheta-Martínez (2022) que constataram que CEOs com maior poder moderam negativamente o efeito positivo das competências do conselho de administração sobre a comunicação de questões de RSE.

#### 4. CONCLUSÃO

Esse estudo teve como objetivo geral a análise da relação da diversidade na composição do conselho de administração e do poder do CEO no desenvolvimento sustentável das organizações, defendendo a tese de que **quanto maior a diversidade na composição do conselho de administração e maior o poder do CEO melhores seriam os scores de ESG das organizações.**

Os resultados identificados na pesquisa confirmaram que a associação da diversidade do CA com o poder do CEO afetam o desenvolvimento sustentável das organizações, porém, esse impacto é negativo, ou seja, quanto maior a diversidade na composição do CA e maior o poder do CEO, menores são os desempenhos de ESG das organizações.

Analisando apenas a diversidade do CA com o desempenho de ESG das empresas amostradas, considerando a diversidade sob aspecto amplo (percentual de conselheiros independentes em relação a composição total do conselho de administração, gênero, idade, formação acadêmica e experiência em conselhos de administração de outras organizações) a influência se mostrou negativa.

Isso, porque, ao analisar individualmente tipos de diversidade constatou-se que algumas apresentavam impacto positivo (BETA, tamanho do CA e presença de mulheres) enquanto outras impactam negativamente (diversidade de formações acadêmicas e quantidade de conselheiros com experiência em outros CAs) o desempenho ESG.

Esse resultado corrobora a importância da presença de pessoas do gênero feminino nesse nível de gestão organizacional e demonstra como acertada a decisão da CVM em aprovar a nova regra de estímulo do aumento de diversidade em diretoria e conselhos de administração para empresas listadas na B3 (B3, 2023).

Essa medida propõe, dentre outros aspectos, a inclusão de pelo menos uma pessoa que se identifique com o gênero feminino no conselho de administração ou diretoria estatutária das empresas brasileiras de capital aberto (B3, 2023).

Essa divulgação, que deverá ter os primeiros reportes realizados a partir de 2025, seguirá o parâmetro de “pratique ou explique”, onde as empresas deverão divulgar as ações adotadas para o atendimento às regras ou explicar os motivos da não adoção (B3, 2023).

Olhando, ainda, as características do conselho de administração, constatou-se neste estudo que o tamanho também influencia o desempenho de ESG. Verificou-se que quanto maior o conselho de administração (quantidade de conselheiros), maior é o desempenho de ESG das empresas amostradas.

No que diz respeito a influência de poder do CEO no desempenho em ESG das organizações, constatou-se que quanto maior for esse poder, menor o score geral de ESG das empresas amostradas.

A métrica de poder utilizada que mostrou uma relação explicativa é uma das proxies de poder de propriedade utilizadas neste estudo e que considera como poder o CEO ser fundador da empresa em que ocupa esse cargo ou ser parente do fundador.

Isso significa que de fato um CEO poderoso tem influência no desempenho não financeiro e na sua divulgação (Garas e ElMassah, 2018), entretanto, dependendo da origem do poder essa relação pode não ser positiva, ou seja, pode influenciar negativamente o desenvolvimento sustentável da organização.

Espera-se que ocorra um maior alinhamento dos interesses do CEO com o das demais partes interessadas no contexto brasileiro, a partir de uma remuneração variável sustentável dos decisores de alto escalão (Hambrick e Mason; 1984; Hambrick, 2007; Velte, 2019), a partir da regulamentação aprovada pela CVM, que prevê a inclusão de indicadores de desempenho ligados a ESG na política de remuneração desses gestores nas empresas de capital aberto (B3, 2023).

Como conclusão final, percebe-se que a diversidade no conselho de administração por si só não influencia um melhor desenvolvimento sustentável às organizações, porque, a influência dos diferentes tipos de diversidade impacta de forma diferente o desempenho ESG.

Além disso, CEOs poderosos podem moderar negativamente o efeito positivo de determinadas características ou competências do conselho de administração sobre as decisões voltadas para o desenvolvimento sustentável.

A partir dessa conclusão, este estudo contribui com o preenchimento da lacuna de pesquisa relacionada aos mecanismos de governança que influenciam positivamente os desempenhos de ESG em empresas brasileiras, não financeiras, cujas ações são negociadas na B3.

Este estudo apresenta determinadas limitações que serão detalhadas a seguir.

#### **4.1. Limitações da Pesquisa**

O objetivo desta seção é o de apresentar as limitações da pesquisa para que os resultados e conclusões apresentados sejam interpretados levando em consideração tais limitações.

A primeira diz respeito a amostra da pesquisa, que, por considerar um período relativamente curto (2016 a 2021), em decorrência do contexto brasileiro nos períodos anteriores, e por incluir apenas empresas brasileiras, não financeiras, de capital aberto que possuíssem todos os dados utilizados na pesquisa, a análise envolveu apenas 44 empresas.

Para a construção da base de dados utilizada, parte das informações foram coletadas manualmente, a partir dos formulários de referência das empresas incluídas na amostra.

O detalhamento dessas informações mostrou-se bastante variável, por isso, e das especificidades requisitadas para esta pesquisa, em alguns casos, foi necessária a identificação e interpretação dos dados reportados.

Embora tenham sido consultadas outras fontes de dados (como a página da própria empresa, por exemplo) com o objetivo de assegurar consistência e melhor acurácia possível nessa interpretação, esta é uma limitação da pesquisa.

Outro aspecto a ser destacado é o de que para esta análise, considerou-se o desempenho em ESG de forma geral, o que significa dizer que a influência da diversidade na composição do CA e do poder do CEO podem ter impactos distintos se consideradas as variáveis de forma individualizada.

Para a aplicação prática dos achados, as empresas devem analisar como está seu desempenho geral, porém, considerar também, o desempenho das variáveis de forma individualizada, para assim, definir as estratégias de composição de lideranças de alto escalão que efetivamente tragam um bom desempenho em todos os níveis de desenvolvimento sustentável.

As análises foram realizadas sem considerar os grupos ou setores econômicos e industriais que cada uma das empresas da amostra pertence. Os resultados podem variar de acordo com essa classificação, por isso, esta também é uma limitação desta pesquisa.

#### **4.2. Pesquisas futuras**

Por fim, com vistas à expansão e avaliação das pesquisas que consideram tanto a diversidade na composição do conselho de administração quanto o poder do CEO nos desempenhos organizacionais, esse tópico discute as oportunidades de pesquisas futuras.

Como a literatura brasileira ainda possui poucos estudos que analisam tais aspectos, esta pode ser considerada como a principal contribuição da pesquisa.

Considerando as limitações da pesquisa apresentados, futuros estudos podem ser realizados analisando cada uma das variáveis (diversidade, poder do CEO) consideradas entre si, com o objetivo de compreender de forma mais analítica a influência das mesmas em todas as dimensões de desenvolvimento sustentável.

A partir da disponibilização de um volume maior de informações e da sua padronização, outras características dos decisores de alto escalão podem ser analisadas em relação ao desenvolvimento sustentável.

Outra sugestão é a de realizar estudos que verifiquem essa relação com os diferentes setores ou grupos econômicos e industriais e até mesmo, se as relações identificadas no contexto brasileiro diferem das que ocorrem em contexto internacional, considerando os aspectos culturais e regulamentares de cada região.

Além disso, a partir das regulamentações e padronizações que entraram ou entrarão em vigência no Brasil, avaliar as contribuições reais serão obtidas para a sociedade como um todo.



## 5. REFERENCIAL TEÓRICO

- Adams, R. B., Almeida, H., & Ferreira, D. (2005). Powerful CEOs and their impact on corporate performance. *The Review of Financial Studies*, 18 (4), p. 1403-1432.
- Adams, R. B., Haan, J., Terjesen, S., & Ees, H. Van. (2015). Board diversity: Moving the field forward. *Corporate Governance: An International Review*, 23(2), 77-82.
- About, A., & Diab, A. (2018). The impact of social, environmental and corporate governance disclosures on firm value. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(4), 442-458. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2017-0079>.
- Aguilera, R. V., Williams, C. A., Conley, J. M., & Rupp, D. E. (2006). Corporate governance and social responsibility: A comparative analysis of the UK and the US. *Corporate Governance: an international review*, 14(3), 147-158.
- Aguinis, H., & Glavas, A. (2012). What we know and don't know about corporate social responsibility: A review and research agenda. *Journal of Management*, 38 (4): 932–968.
- Ali M, Ng YL, & Kulik CT. (2014). Board age and gender diversity: A test of competing linear and curvilinear predictions. *Journal of Business Ethics*, 125(3): 497–512.
- Amorelli, M. F., & García-Sánchez, I. M. (2021). Trends in the dynamic evolution of board gender diversity and corporate social responsibility. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2), 537–554.
- Anderson, R. C., Reeb, D. M., Upadhyay, A., & Zhao, W. (2011). The economics of director heterogeneity. *Financial Management*, 40(1), 5-38.

- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151, 1027-1047.
- Ararat, M., Aksu, M. H., & Tansel Cetin, A. (2010). The impact of board diversity on boards' monitoring intensity and firm performance: evidence from the Istanbul Stock Exchange. *Available at SSRN 1572283*.
- Ardito, L., Dangelico, R. M., & Messeni Petruzzelli, A. (2020). The link between female representation in the boards of directors and corporate social responsibility: Evidence from B corps. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2), 704–720.
- Arioglu, E. (2021). Board age and value diversity: Evidence from a collectivistic and paternalistic culture. *Borsa Istanbul Review*, 21(3), 209-226.
- Aslan, A.; Poppe, L. & Posche, P. (2021) Are Sustainable Companies More Likely to Default? Evidence from the Dynamics between Credit and ESG. *Sustainability*, 13 (15), 10.3390.
- Brasil, Bolsa e Balcão (B3). (2019). A experiência do ISE B3 na agenda 2030 e nos ODS. Disponível em: <[https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISEB3\\_e\\_Agenda2030-pdf.pdf](https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISEB3_e_Agenda2030-pdf.pdf)>. Acesso em: 25/06/2022.
- Brasil, Bolsa e Balcão (B3). (2023). CVM aprova medidas propostas pela B3 para aumentar diversidade em diretoria e conselhos de administração de empresas listadas. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/pt\\_br/noticias/cvm-aprova-medidas-propostas-pela-b3-para-aumentar-diversidade-em-diretoria-e-conselhos-de-administracao-de-empresas-listadas.htm](https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/cvm-aprova-medidas-propostas-pela-b3-para-aumentar-diversidade-em-diretoria-e-conselhos-de-administracao-de-empresas-listadas.htm)>. Acesso em: 12/12/2023.
- Brasil, Bolsa e Balcão (B3). (2023). Desempenho das empresas participantes. Disponível em: <<https://esgworkspace.b3.com.br/dashboard>>. Acesso em: 25/06/2022.
- Ballesteros, B. C., Rubio, R. G., & Ferrero, J. M. (2015). Efecto de la composición del consejo de administración en las prácticas de responsabilidad social corporativa Effect of the composition of the board of directors on corporate social responsibility. *Revista de Contabilidad*. Volume 18, Issue 1, January–June 2015, Pages 20-31

- Baer, M., Niessen-Ruenzi, A., Niessen-Ruenzi, A. & Ruenzi, S. (2007). The Impact of Work Group Diversity on Performance: Large Sample Evidence from the Mutual Fund Industry (September 2007). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1017803> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1017803>.
- Bansal, P. (2002). The corporate challenges of sustainable development. *Academy of Management Executive*, 16, 122-131.
- Bansal, P. & Clelland, I. (2004). Talking trash: legitimacy, impression management, and unsystematic risk in the context of the natural environment. *Academy of Management Journal*, 47, 93-103.
- Beji, R., Yousfi, O., Loukil, N., & Omri, A. (2021). Board diversity and corporate social responsibility: Empirical evidence from France. *Journal of Business Ethics*, 173, 133-155.
- Ben-Amar, W., Francoeur, C., Hafsi, T., & Labelle, R. (2013). What makes better boards? A closer look at diversity and ownership. *British Journal of Management*, 24(1), 85-101. doi:10.1111/j.1467- 8551.2011.00789.x
- Boerner, H. (2011). Sustainability and ESG Reporting Frameworks: issuers have GAAP and IFRS for reporting financials-what about reporting for intangibles and non-financials? *Corporate Finance Review*, 15(5), 34-37. Retrieved from <https://goldcoast.idm.oclc.org:9443/login>
- Boyd, B. (1990). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, vol. 11, pp. 419-430. <https://doi.org/10.1002/smj.4250110602>
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (2021). Corporate stakeholders, corporate valuation and ESG. *European Financial Management*, 27(2), 196-207.

- Brammer, S., Millington, A., & Pavelin, S. (2007). Gender and ethnic diversity among UK corporate boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 393–403.
- Brass, D. J. (1984). Being in the right place: A structural analysis of individual influence in an organization. *Administrative Science Quarterly*, 29, p. 518-539.
- Brown L.D., & Caylor, M.L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25(4): 409–434.
- Carroll, A. B. (1999). Corporate social responsibility: evolution of a definitional construct. *Business & Society*, 38(3), 268-295. Recuperado de <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>.
- Conselho Federal de Contabilidade (CFC). (2023). Internacional: O ISSB emite as primeiras normas de divulgação de sustentabilidade. Disponível em: <https://cfc.org.br/noticias/o-issb-emite-as-primeiras-normas-de-divulgacao-de-sustentabilidade/>. Acesso em: 05/10/2023.
- Cooper, D. R.; & Schindler, P. S. (2003). Métodos de Pesquisa em Administração. Tradução de Luciana de Oliveira Rocha. Porto Alegre: Bookman.
- Cuadrado-Ballesteros, B., Rodríguez-Ariza, L., & García-Sánchez, I. M. (2015). The role of independent directors at family firms in relation to corporate social responsibility disclosures. *International Business Review*, 24(5), 890-901.
- Cuadrado-Ballesteros, B., Martínez-Ferrero, J., & García-Sánchez, I. M. (2017). Board structure to enhance social responsibility development: A qualitative comparative analysis of US companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(6), 524-542.

- 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.
- Chen, L., Feldmann, A., & Tang, O. (2015). The relationship between disclosures of corporate social performance and financial performance: Evidences from GRI reports in manufacturing industry. *International Journal of Production Economics*, 170, 445-456.
- Cheng, B.; Ioannou, I. & Serafeim, G. (2014). Corporate social responsibility and access to finance. *Strategic Management Journal*, 35, pp. 1–23.
- Clune, W. H., & Zehnder, A. J. (2020). The evolution of sustainability models, from descriptive, to strategic, to the three pillars framework for applied solutions. *Sustainability Science*, 15, 1001-1006.
- Collins, R. (1979). Inequality and heterogeneity: A primitive theory of social structure. by peter m. blau. new york: Free press, 1977. *Social Forces*, 58(2):677–683
- Cucari, N., Esposito De Falco, S., & Orlando, B. (2018). Diversity of board of directors and environmental social governance: Evidence from Italian listed companies. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 25(3), 250-266.
- Dandaro, F. M., & Lima, F. G. (2022). ESG Performance and Credit Risk in Latin America. Sociedade, *Contabilidade e Gestão*, 17(3), 40-56.
- Daily, C. M.; & Johnson, J. L. (1997). Sources of CEO Power and Firm Financial Performance: A Longitudinal Assessment. *Journal of Management*, v.23, n. 2, p. 97-117, Abr.
- Daily, C. & Schwenk, C. (1996). Chief executive officers, top management teams, and boards of directors: Congruent or countervailing forces? *Journal of Management*, 22: 185–208

- de Souza Macedo, P., Rocha, P. S., Rocha, E. T., Tavares, G. F., & Jucá, M. N. (2022). O Impacto do ESG no Valor e Custo de Capital das Empresas. *Contabilidade Gestão e Governança*, 25(2), 159-175.
- Del Bosco, B. & Misani, N. (2016) The effects of cross-listing on the environmental, social and governance performance of firms. *Journal of World Business*, 51 (6), pp. 977–990.
- Desender, K., & Epure, M. (2014). Corporate governance and corporate social performance. In *Academy of Management Proceedings* (Vol. 2014, No. 1, p. 16483). Briarcliff Manor, NY 10510: Academy of Management.
- Diamantopoulos A, Schlegelmilch BB, Sinkovics RR, & Bohlen GM. (2003). Can socio-demographics still play a role in profiling green consumers? A review of the evidence and an empirical investigation. *Journal of Business Research*, 56(6): 465–480.
- Diesendorf, M. (2000). Sustainability and sustainable development. *Sustainability: The corporate challenge of the 21st century* (Vol. 2, pp. 19–37).
- Donaldson, G., & Lorsch, J. W. (1983). Decision making at the top: The shaping of strategic direction. (*No Title*).
- Dorfleitner, G., Utz, S., & Wimmer, M. (2018). Patience pays off – corporate social responsibility and long-term stock returns. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 8(2), 132–157. <https://doi.org/10/ggk2kd>.
- Dowling, J., & Pfeffer, J. (1975). Organizational legitimacy : Social values and organizational behavior. *The Pacific Sociological Review*, 18(1), 122–136.  
<http://www.jstor.org/stable/1388226>
- Duić, N., Urbaniec, K., & Huisingh, D. (2015). Components and structures of the pillars of sustainability. *Journal of Cleaner Production*, 88, 1-12.

- Eagly, A. H. (2013). *Sex differences in social behavior: A social-role interpretation*. Psychology Press.
- Eagly, A. H., Johannesen-Schmidt, M. C. & van Engen, M. L. (2003). Transformational, transactional, and laissez-faire leadership styles: A meta-analysis comparing women and men. *Psychological Bulletin*, 129, 569–591.
- Eccles, R. G., Ioannou, I., & Serafeim, G. (2014). The impact of corporate sustainability on organizational processes and performance. *Management Science*, 60(11), 2835–2857.
- Eccles, R. G., Serafeim, G., & Krzus, M. P. (2011). Market interest in nonfinancial information. *Journal of Applied Corporate Finance*, 23(4), 113–127.
- Ely, R. (1994). The effects of organizational demographics and social identity on relationships among professional women. *Administrative Science Quarterly*, 39: 203–238.
- Elkington, J. (1998). Accounting for the triple bottom line. *Measuring business excellence*, 2(3), 18-22.
- Elkington, J. (1998). Partnerships from cannibals with forks: The triple bottom line of 21st-century business. *Environmental quality management*, 8(1), 37-51.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The journal of law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Fávero, L.p., Belfiore, P., Takamatsu, R. T., & Suzart, J. (2014). *Métodos Quantitativos com Stata*. Editora Campus.
- Ferrero, I., Fernández, M.A., & Muñoz, M.J. (2012). Age diversity in the boardroom: Measures and implications. Modeling and simulation in engineering, economics and management. *Lecture Notes in Business Information Processing*, 115: 134–143.

- Ferrero-Ferrero, I., Fernández-Izquierdo, M.Á., & Muñoz-Torres, M.J. (2015). Integrating sustainability into corporate governance: an empirical study on board diversity. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(4): 193–207.
- Ferreira, M. A., & Laux, P. A. (2007). Corporate governance, idiosyncratic risk, and information flow. *The journal of finance*, 62(2), 951-989.
- Finkelstein, S. (1992). Power in Top Management Teams: Dimensions, Measurement, and Validation. *Academy of Management Journal*, 35 (3), p. 505–538.
- Finkelstein, S., & D’aveni, R. A. (1994). CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command. *Academy of Management Journal*, 37, 1079-1108. Recuperado de: <http://dx.doi.org/10.2307/256667>
- Fischer, T.M., & Sawczyn, A.A. (2013). The relationship between corporate social performance and corporate financial performance and the role of innovation: evidence from German listed firms. *Journal of Management Control*, Vol. 24 No. 1, pp. 27-52.
- Flammer, C. (2021). Corporate green bonds. *Journal of Financial Economics*, 142, pp. 499-516.
- Forbes, D.P., & Milliken, F.J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *Academy of Management Review*, 24(3): 489–505.
- Fraga, J. B., & Silva, V. A. B. (2012). Board diversity and firm performance: An empirical investigation in the Brazilian market. *Brazilian Business Review*, 9 (Special Ed), 55-77. doi:10.15728/bbrconf.2012.3
- Fraga, A. M., Colomby, R. K., Gemelli, C. E., & Prestes, V. A. (2022). As diversidades da diversidade: revisão sistemática da produção científica brasileira sobre diversidade na administração (2001-2019). *Cadernos EBAPE. BR*, 20(1), 1-19.



- Freeman, R. E. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. London: Pitman.
- Gadenne, D. L., Kennedy, J., & McKeiver, C. (2009). An empirical study of environmental awareness and practices in SMEs. *Journal of Business Ethics*, 84, 45–63.
- Freeman, R. E., Harrison, J. S., Wicks, A. C., Parmar, B. L., & De Colle, S. (2010). Stakeholder theory: The state of the art.
- Frederick, W. C. (1960). The growing concern over business responsibility. *California Management Review*, 2(4), 54-61. Recuperado de <https://doi.org/10.2307/41165405>.
- Gadenne, D. L., Kennedy, J., & McKeiver, C. (2009). An empirical study of environmental awareness and practices in SMEs. *Journal of Business Ethics*, 84(1), 45-63.
- Galbreath J. (2013). ESG in focus: the Australian evidence. *Journal of Business Ethics*, 118(3): 529–541.
- Galbreath, J. (2018). Is board gender diversity linked to financial performance? The mediating mechanism of CSR. *Business & Society*, 57(5), 863-889.
- Gallego-Álvarez, I., & Pucheta-Martínez, M. C. (2022). Board Competences and CSR Reporting: The Moderating Role of CEO Power: Las competencias del consejo de administración y los informes de RSC: el papel moderador del poder del CEO. *Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review*, 25(2), 282-301.
- Garas, S., & ElMassah, S. (2018). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: The case of GCC countries. *Critical Perspectives on International Business*, Vol. 14 No. 1, pp. 2-26. <https://doi.org/10.1108/cpoib-10-2016-0042>
- Garcia, I. A. S., De Medeiros, M. N., & Leite Filho, P. A. M. (2019). O CEO Power Influencia na Probabilidade de Sobrevivência das Empresas Brasileiras Listadas na B3? *XIX USP*

*Internacional Conference in Accounting*. Disponível em:

<https://congressosp.fipecafi.org/anais/19UspInternational/ArtigosDownload/1473.pdf>.

Acesso em 08/06/2022

Garcia-Sanchez, I.M., Cuadrado-Ballesteros, B., & Sepulveda, C., (2014). Does media pressure moderate CSR disclosures by external directors? *Management Decision*, 52(6): 1014–1045.

García-Sánchez, I. M., Hussain, N., Khan, S. A., & Martínez-Ferrero, J. (2021). Assurance of corporate social responsibility reports: Examining the role of internal and external corporate governance mechanisms. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 29(1), 89–106.

Giannarakis G. (2014). The determinants influencing the extent of CSR disclosure.

*International Journal of Law and Management*, 56(5): 393–416.

Glass, C., Cook, A., & Ingersoll, A. R. (2016). Do women leaders promote sustainability?

Analyzing the effect of corporate governance composition on environmental

performance. *Business Strategy and the Environment*, 25(7), 495–511.

*Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*. Review 2021. Disponível em: <http://www.gsi-alliance.org/>. Acesso em: 20/05/2022.

*Global Sustainable Investment Alliance (GSIA)*. Review 2022. Disponível em:

<https://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2023/12/GSIA-Report-2022.pdf>.

Acesso em: 07/12/2023.

Goergen, M., Limbach, P., & Scholz, M. (2015). Mind the gap: The age dissimilarity between

the chair and the CEO. *Journal of Corporate Finance*, 35, 136–158.

Goodland, R. (2002). Sustainability: human, social, economic and environmental. Encyclopedia of Global Environmental Change. Washington, DC: World Bank.

- Gould, J. A., Kulik, C. T., & Sardeshmukh, S. R. (2018). Trickle-down effect: The impact of female board members on executive gender diversity. *Human Resource Management, 57*(4), 931-945.
- Gounopoulos, D., & Pham, H. (2018). Specialist CEOs and IPO survival. *Journal of Corporate Finance, 48*, 217-243.
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing & Accountability Journal, 8*(2), p. 47-77.
- Grant, L. K. (2010). Sustainability: From excess to aesthetics. *Behavior and Social Issues, 19* (1): 7-47.
- Gutner, T. (2000). Philanthropy with a woman's touch. *Business Week, 3705*, 200.
- Kagzi, M., & Guha, M. (2018). Does board demographic diversity influence firm performance? Evidence from Indian-knowledge intensive firms. *Benchmarking: An International Journal, 25*(3), 1028–1058.
- Katmon, N., Mohamad, Z. Z., & Norwani, N. M., et al. (2019). Comprehensive Board Diversity and Quality of Corporate Social Responsibility Disclosure: Evidence from an Emerging Market. *Journal of Business Ethics, 157*, 447–481. <https://doi.org/10.1007/s10551-017-3672-6>
- Khan A., Muttakin, M. B., & Siddiqui, J. (2013). Corporate governance and corporate social responsibility disclosures: Evidence from an emerging economy. *Journal of Business Ethics, 114*(2): 207–223.

- Khan, K., Nemati, A. R., & Iftikhar, M. (2011). Impact of corporate governance on firm performance: Evidence from the tobacco industry of Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 61(7), 14-31.
- Kang, H., Cheng, M., & Gray, S. J. (2007). Corporate governance and board composition: Diversity and independence of Australian boards. *Corporate Governance: An International Review*, 15(2), 194–207.
- Kiernan, M. J. (2007). Universal owners and ESG: Leaving money on the table? *Corporate Governance: An international Review*, 15, 478–485.
- Kim, B., Burns, M. L., & Prescott, J. E. (2009). The strategic role of the board: The impact of board structure on top management team strategic action capability. *Corporate Governance*, 17(6), 728–743.
- Klein, A., (1998). Firm performance and board committee structure. *Journal of Law and Economics*, 41, 275–303.
- Konrad, A. M., Kramer, V., & Erkut, S. (2008). The impact of three or more women on corporate boards. *Organizational Dynamics*, 37(2), 145–164.
- Kumar, A., & Anbanandam, R. (2019). Development of social sustainability index for freight transportation system. *Journal of cleaner production*, 210, 77-92.
- Haleblian, J., & Finkelstein, S. (1993). Top management team size, CEO dominance, and firm performance: The moderating roles of environmental turbulence and discretion. *Academy of management journal*, 36(4), 844-863.
- Hambrick, D. C. (1981). Environment, strategy, and power within top management teams. *Administrative Science Quarterly*, 26, 253–276.

- Hambrick, D. C. (2007). Upper echelons theory: An update. *The Academy of Management Review*, 32(2), 334–343.
- Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9 (2), 193–206.
- Handajani, L., Subroto, B., Sutrisno, T., & Saraswati, E. (2014). Does board diversity matter on corporate social disclosure? An Indonesian evidence. *Journal of Economics and Sustainable Development*, 5(12), 8-16.
- Harjoto, M., Laksmana, I., & Lee, R. (2015). Board diversity and corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 132, 641-660.
- Hartmann, J. & Uhlenbruck, K. (2015) National institutional antecedents to corporate environmental performance. *Journal of World Business*, 50, pp. 729–741.
- Hickson, D. J., Lee, C. A., Schneck, R. E., & Pennings, J. M. (1971). A strategic contingencies theory of intraorganizational power. *Administrative Science Quarterly*, 16, 216-229.
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic management journal*, 22(2), 125-139.
- Hillman, A. J., & Dalziel, T. (2003). Boards of directors and firm performance: Integrating agency and resource dependence perspectives. *Academy of Management Review*, 28(3), 383-396. Doi:10.2307/30040728
- Hillman, A. J., Nicholson, G., & Shropshire, C. (2008). Directors' multiple identities, identification, and board monitoring and resource provision. *Organization Science*, 19(3), 441-456.
- Hillman, A. J., Withers, M. C., & Collins, B. J. (2009). Resource dependence theory: A review. *Journal of management*, 35(6), 1404-1427.

- Hodge, T. (1997). Toward a conceptual framework for assessing progress toward sustainability. *Social indicators research*, 40 (1): 5-98.
- Hussain N., Rigoni, U., & Orij, R. P. (2016). Corporate governance and sustainability performance: Analysis of triple bottom line performance. *Journal of Business Ethics* 1–22. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3099-5>.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2015). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa - 5º edição. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). (2023). Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa - 6º edição. <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24640>
- Ibrahim, A. H., & Hanefah, M. M. (2016). Board diversity and corporate social responsibility in Jordan. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 14(2), 279–298. <https://doi.org/10.1108/JFRA-06-2015-0065>.
- Irigaray, H. A. R., & Stocker, F. (2022). ESG: novo conceito para velhos problemas. *Cad. EBAPE*. BR 20 (4) • Jul-Aug. <https://doi.org/10.1590/1679-39518609>.
- Ioannou, I.; & Serafeim, G. (2012). What Drives Corporate Social Performance? The Role of Nation-level Institutions. *Journal of International Business Studies*, v. 43, n. 9, p. 834-864.

- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. *Harvard business school research working paper*, no. 11-100. Harvard Business School.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2019). Corporate Sustainability: A Strategy? In SSRN Electronic Journal. *Harvard Business School Accounting & Management Unit*.  
<https://doi.org/10.2139/ssrn.3312191>
- Islam, R., French, E., & Ali, M. (2022). Evaluating board diversity and its importance in the environmental and social performance of organizations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*. <https://doi.org/10.1002/csr.2259>
- Jabareen, Y. (2008). O new conceptual framework for sustainable development. *Environment, development and Sustainability*, 10 (2): 179-192.
- Jangu, T., Darus, F., Zain, M. M., & Sawani, Y. (2014). Does good corporate governance lead to better sustainability reporting? Na analysis using structural equation modeling. *Procedia: Social and Behavioral Sciences*, 145, 138–145. doi:10.1016/j.sbspro.2014.06.020.
- Javeed, S.A., & Lefen, L. (2019), An analysis of corporate social responsibility and firm performance with moderating effects of CEO power and ownership structure. *Sustainability*, Vol. 11 No. 1, pp. 1-25.
- Jensen, M. C. (2002). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business Ethics Quarterly*, 12 (2): 235–256.
- Jensen, M., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jiraporn, P., & Chintrakarn, P. (2013). How do powerful CEOs view corporate social responsibility (CSR)? an empirical note. *Economics Letters*, Vol. 119 No. 3, pp. 344-347.

- Jizi, M., Salama, A., Dixon, R., & Stratling, R. (2014). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from the US Banking Sector. *Journal of Business Ethics*, 125(4), 601–615. doi:10.1007/s10551-013-1929-2.
- 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.
- Jouber, H. (2019), “How does CEO pay slice influence corporate social responsibility?”, *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, Vol. 26 No. 2, pp. 502-517.
- Lagasio, V.; & Cucari, N. (2019). Corporate governance and environmental social governance disclosure: A meta-analytical review. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, doi:10.1002/csr.1716
- Lev, B., Petrovits, C., & Radhakrishnan, S. (2010). Is doing good good for you? How corporate charitable contributions enhance revenue growth. *Strategic management journal*, 31(2), 182-200.
- Li, F., Li, T., & Minor, D. (2016). CEO power, corporate social responsibility, and firm value. *International Journal of Managerial Finance*, Vol. 12 No. 5, pp. 611-628.
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X., & Koh, L. (2017). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power, *The British Accounting Review* (2017), doi: 10.1016/j.bar.2017.09.007.
- Luo, X., & Bhattacharya, C. B. (2009). The Debate over Doing Good: Corporate Social Performance, Strategic Marketing Levers, and Firm-idiosyncratic Risk. *Journal of Marketing*, 73(6):198-213.



- MacMillan, I. C. (1978). *Strategy formulation: Political concepts*. St. Paul, MN: West Publishing Company.
- Mahadeo, J. D., Soobaroyen, T. & Hanuman, V.O. (2012). Board Composition and Financial Performance: Uncovering the Effects of Diversity in an Emerging Economy. *Journal of Business Ethics*, 105, 375–388. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-0973-z>.
- Maitlis, Sally. (2004). Taking it from the Top: How CEOs Influence (and Fail to Influence) their Boards. *Organization Studies*, 25(8): 1275–1311.
- Manita, R., Bruna, M. G., Dang, R., & Houanti, L. H. (2018). Board gender diversity and ESG disclosure: evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 206-224.
- Marcovitch, J. (2000). Universidade e prioridades sociais. *Estudos Avançados*, São Paulo, v. 14, n. 38.
- Marsat S, & Williams, B. (2014). Does the market value social pillar? *SSRN Electronic Journal*.
- Marx, J. D. (2000). Women and human services giving. *Social Work*, 45, 27–38.
- Matsunaga, S. R., & Yeung, P. E. (2008). Evidence on the Impact of a CEO's Financial Experience on the Quality of the Firm's Financial Reports and Disclosures (October 30, 2008). AAA 2008. Financial Accounting and Reporting Section (FARS) Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1014097> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1014097>.
- McGuire, J. W. (1963). Business and society. *Technology and Culture*, 5(3), 478-480. Recuperado de <https://doi.org/10.2307/3101288>.

- McWilliams, A., Siegel, D., & Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43(1): 1–18.
- Mendes-da-Silva, W., Famá, R., & Martelanc, R. (2007). Governança corporativa e decisões de estrutura de capital em empresas brasileiras listadas. *XXXI Encontro da ANPAD*, Rio de Janeiro, RJ.
- Menla Ali, F., Wu, Y., & Zhang, X. (2023). ESG disclosure, CEO power and incentives and corporate risk-taking. *European Financial Management*.
- Mervelskemper, L., & Streit, D. (2017). Enhancing Market Valuation of ESG Performance: Is Integrated Reporting Keeping its Promise? *Business Strategy and the Environment*, 26, 536–549.
- Michelon, G., & Parbonetti, A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of Management & Governance*, 16(3): 477–509.
- Milliken, F. J., & Martins, L. L. (1996). Searching for common threads: Understanding the multiple effects of diversity in organizational groups. *Academy of management review*, 21(2), 402-433.
- Mio, C., Venturelli, A., & Leopizzi, R. (2015). Management by objectives and corporate social responsibility disclosure: First results from Italy. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 28(3): 325–364.
- Mohammad, W. M. W., & Wasiuzzaman, S. (2021). Environmental, social and governance (ESG) disclosure, competitive advantage and performance of firms in Malaysia. *Cleaner Environmental Systems*, 2, 1-11. <https://doi.org/10.1016/j.cesys.2021.100015>
- Mukhtar, S. M. (2002). Differences in male and female management characteristics: A study of owner-manager businesses. *Small Business Economics*, 18(4), 289–310.

- Muller, V.-O. (2014). The impact of board composition on the financial performance of FTSE100 constituents. *Procedia-Social and Behavioral Sciences*, 109, 969-975.
- Muttakin, M.B., Khan, A., & Mihret, D. G. (2018). The effect of board capital and CEO power on corporate social responsibility disclosures. *Journal of Business Ethics*, Vol. 150 No. 1, pp. 41-56.
- Nascimento, E. (2012). Trajetória da sustentabilidade: do ambiental ao social, do social ao econômico. *Estudos Avançados*, v. 26, n. 1987, p. 51-64.
- Nisiyama, E. K., & Nakamura, W. T. (2018). Diversidade do Conselho de Administração e a Estrutura de Capital. *ERA*. São Paulo, v. 58, n. 6, nov-dez 2018, p. 551-563  
<https://doi.org/10.1590/S0034-759020180604>
- O'Donovan, G. (2002). Environmental *disclosures* in the annual report: Extending the applicability and predictive power of legitimacy theory. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15(3), p. 344-371.
- Ocasio, W. (1994). Institutionalized Action and Corporate Governance: The Reliance on Rules of CEO Succession. *Administrative Science Quarterly*, 44 (1999): 384-416.
- Oliveira, S. V. W. B. D., Leoneti, A., & Cezarino, L. O. (2019). Sustentabilidade: princípios e estratégias. Editora Manole. Disponível em:  
<<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/books/9788520462447>>.
- Organização das Nações Unidas (ONU). (2018). Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS). Disponível em: <https://odsbrasil.gov.br/>. Acesso em: 25/06/2022.

- Orlitzky, M. (2001). Does firm size confound the relationship between corporate social performance and firm financial performance? *Journal of Business Ethics*, Vol. 33 No. 2, pp. 167-180.
- Orlitzky, M. & Benjamin, J.D. (2001), Corporate social performance and firm risk – a meta-analytic review”, *Business and Society*, Vol. 40 No. 4, pp. 369-396.
- Orlitzky, M., Siegel, D., & Waldman, D. A. (2011), Strategic corporate social responsibility and environmental sustainability. *Business and Society*, Vol. 50, pp. 6-27.
- Ozili, Peterson K. (2022). Sustainability and sustainable development research around the world. *Managing Global Transitions*, 2022, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4024990>
- Panapanaan, V. M., Linnanen, L., Karvonen, M., & Phan, V. T. (2003). Roadmapping corporate social responsibility in finnish companies. *Journal of Business Ethics*, 44(2–3), 133–148.
- Patten, D. M. (1992). Intra-industry environmental disclosures in response to the Alaskan oil spill: a note on legitimacy theory. *Accounting Organizations and Society*, 17(5), p. 471-475.
- Partridge, E. (2005). Social Sustainability: challenges for the development industry. *Institute for Sustainable Futures*, University of Technology Sydney, [https://www.academia.edu/6486266/Social\\_sustainability](https://www.academia.edu/6486266/Social_sustainability), (acesso em 15 de dezembro de 2023).
- Perrow, C. (1970). Departmental power in industry. In M. Zald (Ed.), *Power in organizations*. Nashville: *Vanderbilt University Press*, 59-89.
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: a resource dependance perspective*. New York (Vol. 263).

- Pfeffer, J. (1981). *Power in organizations*. Marshfield, MA: Pitman.
- Pfeffer, J., & Salancik, G.R. (2003). *External control of organizations: A resource dependence perspective*. Stanford, CA: *Stanford University Press*.
- Post C, Rahman N, & McQuillen C. (2015). From board composition to corporate environmental performance through sustainability-themed alliances. *Journal of Business Ethics*, 130(2): 423–435.
- Porter, M.E., & Kramer, M.R. (2006). Strategy and society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. *Harvard Business*.
- Porter, M. E., & Kramer, M. R. (2011). The Big Idea: Creating Shared Value. *Harvard Business Review*, 89, 2-17.
- Porter, M. E., & Van der Linde, C. (1995). Toward a new conception of the environment–competitiveness relationship. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4): 97–118.
- Provan, K. G. (1980). Recognizing, Measuring, and Interpreting The Potential/Enacted Power Distinction In Organizational Research. *Academy of Management Review*, Vol. 5, No. 4.
- Post, C., Rahman, N., & Rubow, E. (2011). Green governance: Boards of directors' composition and environmental corporate social responsibility. *Business & Society*, 50(1): 189–223.
- Pucheta-Martínez, M. C., Olcina-Sempere, G., & Lopez-Zamora, B. (2020). Female directorship on boards and corporate sustainability policies: Their effect on sustainable development. *Sustainable Development*, 28(1), 56–72.

- Prudêncio, P., Forte, H., Crisóstomo, V., & Vasconcelos, A. (2021). Efeito da diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva na responsabilidade social corporativa. *BBR. Brazilian Business Review*, 18, 118-139.
- Qiu, Y., Shaukat, A., & Tharyan, R. (2016). Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. *The British Accounting Review*, 48, p. 102-116
- Ramón-Llorens, M. C., García-Meca, E., & Pucheta-Martínez, M.C. (2019). The role of human and social board capital in driving CSR reporting. *Long Range Planning*, 52 (6), 1-17. <https://doi.org/10.1016/j.lrp.2018.08.001>
- Ranjbari, M., Esfandabadi, Z. S., Zanetti, M. C., Scagnelli, S. D., Siebers, P. O., Aghbashlo, M., ... & Tabatabaei, M. (2021). Three pillars of sustainability in the wake of COVID-19: A systematic review and future research agenda for sustainable development. *Journal of Cleaner Production*, 297, 126660.
- Rao, K., & Tilt, C. (2016). Board composition and corporate social responsibility: The role of diversity, gender, strategy and decision-making. *Journal of Business Ethics*, 138(2), 327-347. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2613-5>
- Refinitiv (2022). Environmental, social and governance scores from LSEG. <https://www.refinitiv.com/pt/sustainable-finance/esg-scores>
- Rose, C. (2005). The composition of semi-two-tier corporate boards and firm performance. *Corporate Governance: An International Review*, 13(5), 691-701.
- Rossetto, C. R., & Rossetto, A. M. (2005). Teoria institucional e dependência de recursos na adaptação organizacional: uma visão complementar. *RAE-eletrônica*, v. 4, n. 1, Art. 7, jan./jul.
- Rupley, K. H., Brown, D., & Marshall, R. S. (2012). Governance, media and the quality of environmental disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(6), 610–640.

- Sachs, I. (1993). Estratégias de transição para o século XXI - desenvolvimento e meio ambiente. São Paulo: Studio Nobel/Fundap.
- Set\_o-Pamies, D. (2015). The relationship between women directors and corporate social responsibility. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(6), 334–345.
- Shah, S. Z. A., & Hussain, Z. (2012). Impact of ownership structure on firm performance evidence from non-financial listed companies at Karachi Stock Exchange. *International Research Journal of Finance and Economics*, 84(3), 6-13.
- Shaukat, A., Qiu, Y., & Trojanowski, G. (2016). Board attributes, corporate social responsibility strategy, and corporate environmental and social performance. *Journal of Business Ethics*, 135(3), 569–585.
- Sheikh, S. (2019), An examination of the dimensions of CEO power and corporate social responsibility. *Review of Accounting and Finance*, Vol. 18 No. 2, pp. 221-244.
- Shen, C. H., Wu, M. W., Chen, T. H., & Fang, H. (2016). To engage or not to engage in corporate social responsibility: Empirical evidence from global banking sector. *Economic Modelling*, 55, 207-225.
- Singh, D. A., & Gaur, A. S. (2009). Business group affiliation, firm governance, and firm performance: Evidence from China and India. *Corporate Governance: An International Review*, 17(4), 411-425.
- Sirén, C., Patel, P. C., Örtqvist, D., & Wincent, J. (2018). CEO burnout, managerial discretion, and firm performance: The role of CEO locus of control, structural power, and organizational factors. *Long Range Planning*, 51(6), 953-971.

- Sleeper, B. J., Schneider, K. C., Weber, P. S., & Weber, J. E. (2006). Scale and study of student attitudes toward business education's role in addressing social issues. *Journal of Business Ethics*, 68(4), 381–391.
- Stojanović, I., Ateljević, J., & Stević, R. S. (2016). Good governance as a tool of sustainable development. *European Journal of Sustainable Development*, 5(4), 558-558.
- Terjesen, S., Sealy, R., & Singh, V. (2009). Women directors on corporate boards: A review and research agenda. *Corporate Governance: An International Review*, 17(3), 320–337.
- Thompson, J. (1967) Organizations in action. New York: John Wiley.
- Ting, H. I., Chueh, H., & Chang, P. R. (2017). CEO power and its effect on performance and governance: Evidence from Chinese banks. *Emerging Markets Review*, 33, 42-61.
- Tushman, M. L., & Romanelli, E. (1983). Uncertainty, social location and difference in decision making. *Management Science*, 28, p. 12-23.
- United Nations Global Compact. (2005). Who cares wins 2005 conference report: investing for long-term value. Recuperado de [https://pt.scribd.com/fullscreen/16876744?access\\_key=key-mfg3d0usaiuaob4taki](https://pt.scribd.com/fullscreen/16876744?access_key=key-mfg3d0usaiuaob4taki)
- United Nations. (1987). Report of the world commission on environment and development: our common future. Recuperado de <https://www.are.admin.ch/are/en/home/media/publications/sustainabledevelopment/brundtland-report.html>
- Van der Walt, N., & Ingley, C. (2003). Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance: An International Review*, 11(3), 218–234.



- Van Zeijl-Rozema, A., Cörvers, R., Kemp, R., & Martens, P. (2008). Governance for sustainable development: a framework. *Sustainable Development*, 16(6), 410-421.
- Velte, P. (2020). Does CEO power moderate the link between ESG performance and financial performance? A focus on the German two-tier system. *Management Research Review*, Vol. 43 No. 5, pp. 497-520. <https://doi.org/10.1108/MRR-04-2019-0182>
- Villiers, C. de, & Staden, C. J. van. (2006). Can less environmental *disclosure* have a legitimising effect? Evidence from Africa. *Accounting, Organizations and Society*, 31, p. 763–781.
- Vives, A. (2006). Social and environmental responsibility in small and medium enterprises in Latin America. *Journal of Corporate Citizenship* 21, 39–50.
- Zhao, Y., Elahi, E., Khalid, Z., Sun, X., & Sun, F. (2023). Environmental, social and governance performance: analysis of CEO power and corporate risk. *Sustainability*, 15(2), 1471.
- Zhou, X., & Cui, Y. (2019). Green Bonds, Corporate Performance, and Corporate Social Responsibility. *Sustainability*, 11, 6881.
- Waddock, S. A., Bodwell, C., & Graves, S. B. (2002). Responsibility: The new business imperative. *Academy of management perspectives*, 16(2), 132-148.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic management journal*, 18(4), 303-319.
- 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. doi:10.1002/smj.1952.

- Walt, N., Van Der, & Ingley, C. (2003). Board dynamics and the influence of professional background, gender and ethnic diversity of directors. *Corporate Governance*, 11(3), 218–234.
- Wang, J., & Dewhirst, D. H. (1992). Board of directors and stakeholder orientation. *Journal of Business Ethics*, 11 (2), 115-123. <https://doi.org/10.1007/BF00872318>
- WCED. 1987. Our common future. Oxford: Oxford University Press, 43.
- Whelan, T., Atz, U., Van Holt, T., & Clark, C. (2021). ESG and financial performance: Uncovering the relationship by aggregating evidence from 1,000 plus studies published between 2015–2020. *New York: NYU STERN Center for sustainable business*.
- Westphal, J. D., & Fredrickson, J. W. (2001). Who directs strategic change? Director experience, the selection of new CEOs, and change in corporate strategy. *Strategic Management Journal*, 22, 1113-1137.
- Wong, W. C., Batten, J. A., Ahmad, A. H., Mohamed-Arshad, S.B., Nordin, S., & Adzis, A. A. (2021). Does ESG certification add firm value? *Finance Research Letters*, 39, 1-7. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101593>.
- Wood, D. J. (1991). Corporate social performance revisited. *Academy of Management Review*, 16 (4): 691–718.
- Yasser, Q. R., Al Mamun, A., & Ahmed, I. (2017). Corporate social responsibility and gender diversity: Insights from Asia Pacific. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(3), 210–221.
- Yegnasubramanian, A. (2008). Environmental, social and governance: Moving to mainstream investing? San Francisco: *Business for Social Responsibility*.

Yu, E. P., Luu, B. V., Chen, C. H. (2020). Greenwashing in environmental, social and governance disclosures. *Research in International Business and Finance*, 52, 101192.

## ANEXO A

### *Detalhamento dos testes realizados*

#### 1. Detalhamento dos testes do índice geral de diversidade no conselho de administração com o índice geral de ESG

##### **Tabela A1**

*Teste de heterocedasticidade – Breusch-Pagan*

**Chi2 = 1,93**

**Prob > chi2 = 0,1650**

##### **Tabela A2**

*Teste de normalidade – Shapiro-Wilk*

Variáveis	Obs	W	V	z	Prob>z
resíduos	264	0,99341	1,254	0,528	0,29888

##### **Tabela A3**

*Teste de multicolinearidade – Variance Inflation Factor*

Variáveis	VIF	1/VIF
BETA	1,22	0,820894
ROA	1,17	0,856099
Tamanho do CA	1,09	0,913705
Diversidade do CA	1,04	0,957458
Média VIF	1,13	

##### **Tabela A4**

*Teste de correlação – Spearman*

	<i>ESG score</i>	<i>ROA</i>	<i>BETA</i>	<i>Tamanho do CA</i>	<i>Diversidade do CA</i>
<i>ESG score</i>	1,0000				
<i>ROA</i>	0,0347	1,0000			
<i>BETA</i>	0,1026	-0,3338	1,0000		
<i>Tamanho do CA</i>	0,3651	0,1848	-0,2698	1,0000	
<i>Diversidade do CA</i>	-0,2638	-0,0654	-0,0320	-0,1713	1,0000

**Tabela A5**

*Testes de escolha entre modelos*

<i>Testes</i>	<b>POLS</b>	<b>Efeitos Fixos</b>	<b>Efeitos Aleatórios</b>
Teste de Chow		Prob > F = 0,0071	
Teste Breusch-Pagan	Prob > chibar2 = 1,0000		
Teste de Hausman		Prob > chi2 = 0,0036	

**2. Detalhamento dos testes das variáveis individualizadas de diversidade no conselho de administração com o índice geral de ESG**

**Tabela A6**

*Teste de heterocedasticidade – Breusch-Pagan*

**Chi2 = 12,85**

**Prob > chi2 = 0,0003**

**Tabela A7**

*Teste de normalidade – Shapiro-Wilk*

<b>Variáveis</b>	<b>Obs</b>	<b>W</b>	<b>V</b>	<b>z</b>	<b>Prob&gt;z</b>
resíduos	264	0,99362	1,215	0,454	0,32496

**Tabela A8**

*Teste de multicolinearidade – Variance Inflation Factor*

<b>Variáveis</b>	<b>VIF</b>	<b>1/VIF</b>
Tamanho do CA	3,34	0,299746
Quantidade de mulheres	1,86	0,538526
Diversidade de idade	1,80	0,554871
Diversidade de formações acadêmicas	1,53	0,654042
Quantidade de conselheiros independentes	1,36	0,734805
BETA	1,25	0,798773
Quantidade de conselheiros com experiência em outros CAs	1,24	0,808290
ROA	1,20	0,834220
Média VIF	1,70	

**Tabela A9**

*Teste de correlação – Spearman*

	<b>ESG score</b>	<b>ROA</b>	<b>BETA</b>	<b>Tamanho do CA</b>	<b>Div. de idade</b>	<b>Qtde de mulheres</b>	<b>Div. de formações acadêmicas</b>	<b>Qtde conselheiros com experiência em outros CAs</b>	<b>Qtde conselheiros independentes</b>
ESG score	1,0000								
ROA	0,0347	1,0000							
BETA	0,1026	-0,3338	1,0000						
Tamanho do CA	0,3651	0,1848	-0,2698	1,0000					
Diversidade de idade	-0,1732	-0,1280	0,1417	-0,7107	1,0000				
Quantidade de mulheres	0,4204	0,0598	-0,0741	0,5416	-0,3537	1,0000			
Diversidade formações acadêmicas	-0,2021	-0,0972	0,2335	-0,5914	0,4551	-0,3069	1,0000		

Quantidade conselheiros com experiência em outros CAs	-0,2220	-0,0160	-0,0864	0,1193	-0,0775	0,1690	0,0489	1,0000	
Quantidade conselheiros independentes	-0,1009	0,0867	-0,1515	0,3219	-0,2679	0,0729	-0,1431	0,3602	1,0000

**Tabela A10***Testes de escolha entre modelos*

<b>Testes</b>	<b>POLS</b>	<b>Efeitos Fixos</b>	<b>Efeitos Aleatórios</b>
Teste de Chow	Prob > F = 0,1601		
Teste Breusch-Pagan	Prob > chibar2 = 1,0000		
Teste de Hausman			Prob > chi2 = 0,1844

**3. Detalhamento dos testes do índice geral de poder do CEO com o índice geral de ESG****Tabela A11***Teste de heterocedasticidade – Breusch-Pagan***Chi2 = 13,98****Prob > chi2 = 0,0002****Tabela A12***Teste de normalidade – Shapiro-Wilk*

<b>Variáveis</b>	<b>Obs</b>	<b>W</b>	<b>V</b>	<b>z</b>	<b>Prob&gt;z</b>
resíduos	264	0,98845	2,199	1,838	0,03304

**Tabela A13***Teste de multicolinearidade – Variance Inflation Factor*

Variáveis	VIF	1/VIF
BETA	1,32	0,754735
Poder do CEO	1,20	0,835271
ROA	1,16	0,859908
Idade do CEO	1,03	0,969777
Sexo do CEO	1,01	0,992893
Média VIF	1,14	

**Tabela A14**

*Teste de correlação – Spearman*

	ESG score	ROA	BETA	Idade do CEO	Sexo do CEO	Poder do CEO
ESG score	1,0000					
ROA	0,0347	1,0000				
BETA	0,1026	-0,3338	1,0000			
Idade do CEO	0,2294	0,0751	0,0818	1,0000		
Sexo do CEO	-0,0045	0,0263	-0,0101	0,0846	1,0000	
Poder do CEO	-0,0200	-0,1712	0,3245	0,0356	0,0504	1,0000

**Tabela A15**

*Testes de escolha entre modelos*

Testes	POLS	Efeitos Fixos	Efeitos Aleatórios
Teste de Chow		Prob > F = 0,0000	
Teste Breusch-Pagan			Prob > chibar2 = 0,0000
Teste de Hausman			Prob > chi2 = 0,0555

#### 4. Detalhamento dos testes das variáveis de poder do CEO com o índice geral de ESG

**Tabela A16**

Teste de heterocedasticidade – Breusch-Pagan

**Chi2 = 5,42**

**Prob > chi2 = 0,0199**

**Tabela A17**

Teste de normalidade – Shapiro-Wilk

Variáveis	Obs	W	V	z	Prob>z
resíduos	264	0,98845	2,166	1,803	0,03572

**Tabela A18**

Teste de multicolinearidade – Variance Inflation Factor

Variáveis	VIF	1/VIF
BETA	1,42	0,704865
CEO como único <i>insider</i>	1,24	0,806927
ROA	1,21	0,827178
CEO acionista	1,08	0,927421
Dualidade de cargos	1,07	0,930362
CEO fundador	1,06	0,943199
Idade do CEO	1,04	0,964779
Sexo do CEO	1,02	0,979030
Média VIF	1,14	

**Tabela A19**

Teste de correlação – Spearman

	ESG score	ROA	BETA	Idade do CEO	Sexo do CEO	CEO fundador	CEO único <i>insider</i>	Dualidade e de cargos	CEO acionista
ESG score	1,0000								
ROA	0,0347	1,0000							
BETA	0,1026	-0,3338	1,0000						
Idade do CEO	0,2294	0,0751	0,0818	1,0000					
Sexo do CEO	-0,0045	0,0263	-0,0101	-0,0846	1,0000				



CEO fundador	-0,2397	-0,1424	0,0693	-0,0322	-0,0309	1,0000			
CEO único insider	0,1228	-0,0924	0,3417	0,0078	0,1007	0,0753	1,0000		
Dualidade de cargos	0,0529	-0,1117	0,1830	0,0726	-0,0212	0,0116	0,1758	1,0000	
CEO acionista	-0,1391	-0,1349	0,0547	-0,0443	-0,0076	0,2475	0,1327	-0,0427	1,0000

**Tabela A20***Testes de escolha entre modelos*

<i>Testes</i>	<b>POLS</b>	<b>Efeitos Fixos</b>	<b>Efeitos Aleatórios</b>
Teste de Chow		Prob > F = 0,0012	
Teste Breusch-Pagan			Prob > chibar2 = 0,0000
Teste de Hausman			Prob > chi2 = 0,1017

## 5. Detalhamento dos testes do índice de diversidade do conselho de administração e do índice do poder do CEO com o índice geral de ESG

**Tabela A21***Teste de heterocedasticidade – Breusch-Pagan***Chi2 = 9,80****Prob > chi2 = 0,0017****Tabela A22***Teste de normalidade – Shapiro-Wilk*

<b>Variáveis</b>	<b>Obs</b>	<b>W</b>	<b>V</b>	<b>z</b>	<b>Prob&gt;z</b>
resíduos	264	0,99210	1,504	0,952	0,17053

**Tabela A23***Teste de multicolinearidade – Variance Inflation Factor*

<b>Variáveis</b>	<b>VIF</b>	<b>1/VIF</b>
BETA	1,30	0,769126
Diversidade do CA + Poder do CEO	1,24	0,808472
ROA	1,18	0,844988
Tamanho do CA	1,18	0,849549
Idade do CEO	1,04	0,957603
Média VIF	1,19	

**Tabela A24***Teste de correlação – Spearman*

	<b>ESG score</b>	<b>ROA</b>	<b>BETA</b>	<b>Tamanho do CA</b>	<b>Idade do CEO</b>	<b>Diversidade do CA + Poder do CEO</b>
ESG score	1,0000					
ROA	0,0347	1,0000				
BETA	0,1026	-0,3338	1,0000			
Tamanho do CA	0,3651	0,1848	-0,2698	1,0000		
Idade do CEO	0,2294	0,0751	0,0818	0,1453	1,0000	
Diversidade do CA + Poder do CEO	-0,1395	-0,1566	0,2481	-0,3381	0,0292	1,0000

**Tabela A25***Testes de escolha entre modelos*

<b>Testes</b>	<b>POLS</b>	<b>Efeitos Fixos</b>	<b>Efeitos Aleatórios</b>
Teste de Chow		Prob > F = 0,0205	
Teste Breusch-Pagan	Prob > chibar2 = 1,0000		
Teste de Hausman		Prob > chi2 = 0,0219	