



## ARTIGO

## Concentração de propriedade em ações com e sem direito a voto: Há influência na divulgação voluntária de RSC?

Dermeval Martins Borges Junior<sup>1</sup>

dermevaljr14@hotmail.com |  0000-0003-2279-449X

Denise Mendes da Silva<sup>2</sup>

denysmendes03@gmail.com |  0000-0002-1490-5148

### RESUMO

O objetivo deste estudo é examinar a relação entre a concentração de propriedade e controle e a divulgação voluntária de relatórios de responsabilidade social corporativa (RSC). A amostra foi composta por 207 empresas listadas em bolsa com dados no período de 2012 a 2019. Foram coletados dados financeiros das empresas e seus relatórios de RSC, os quais foram analisados por meio de modelos de regressão logística. Os principais resultados sugerem que quanto maior a concentração de ações com direito a voto nas mãos do maior acionista, ou mesmo as ações agregadas dos três maiores acionistas, menos provável é que a empresa divulgue voluntariamente relatórios de RSC. Esta pesquisa demonstra a relevância da teoria da legitimidade para explicar aspectos relativos ao mercado de capitais e à divulgação de relatórios corporativos. Também indica um possível conflito do tipo principal-principal, no qual os maiores acionistas não estão dispostos a divulgar relatórios de RSC que possam trazer benefícios informacionais aos acionistas minoritários. Por fim, este estudo destaca a necessidade de proteger os acionistas minoritários com relação às suas demandas por informações voluntárias de RSC.

### PALAVRAS-CHAVE

Concentração de propriedade, Direito a voto, Divulgação de RSC.

<sup>1</sup>Universidade Federal de Goiás, Goiânia, GO, Brazil

<sup>2</sup>Universidade Federal de Uberlândia (UFU), Uberlândia, MG, Brazil

Recebido: 04/10/2022.

Revisado: 07/11/2022.

Aceito: 18/11/2022.

Publicado: 27/10/2023.

DOI: <https://doi.org/10.15728/bbr.2022.1404.pt>



This Article is Distributed Under the Terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International License

## OWNERSHIP CONCENTRATION OF EQUITY SHARES WITH AND WITHOUT VOTING RIGHTS: DOES IT INFLUENCE CSR VOLUNTARY DISCLOSURE?

### ABSTRACT

The aim of this study is to examine the relationship between ownership and control concentration and voluntary disclosure of corporate social responsibility (CSR) reports. Our sample was comprised of 207 listed firms with data among the period between 2012 and 2019. We collected firm's financial data and CSR reports, which were analyzed through logistic regression models. The main results suggest that the higher the concentration of equity shares with voting rights in the hands of the largest shareholder, or even the aggregate shares of the three largest ones, the less likely the firm is to voluntarily disclose CSR reports. This research demonstrates the relevance of legitimacy theory to explain aspects concerning capital markets and corporate reports disclosure. It also indicates a possible principal-principal conflict, in which the largest shareholders are not inclined to disclose CSR reports that could bring informational benefits to minority shareholders. Finally, this study highlights the need to protect minority shareholders in respect to their demands for voluntary CSR information.

### KEYWORDS

Ownership Concentration, Voting Rights, CSR Disclosure.

## 1. INTRODUÇÃO

O objetivo deste estudo é examinar a relação entre a concentração de propriedade e controle e a divulgação voluntária de relatórios de responsabilidade social corporativa (RSC). Ao abordar a divulgação de RSC, a maioria dos estudos anteriores se preocupou com seus efeitos no desempenho das empresas, como custo de capital próprio (Dhaliwal et al., 2014), valor de mercado (Nekhili et al., 2017), lucratividade (Chen et al., 2018) e custo da dívida (Houque et al., 2020). Posteriormente, as pesquisas passaram a incorporar discussões baseadas nos direcionadores das práticas de RSC, incluindo elementos da estrutura das empresas. Por exemplo, Lopatta et al. (2020) observaram que a presença de representantes dos trabalhadores e a diversidade de gênero na direção e em conselhos fiscais está significativamente associada ao desempenho da RSC; Chan et al. (2020) encontraram melhores mecanismos de auditoria e governança corporativa em empresas engajadas na divulgação de RSC; e Al Fadli et al. (2020) documentaram altos níveis de reportes de RSC para empresas com conselho de administração independente. Neste estudo, tenta-se contribuir de forma incremental para este segundo fluxo de literatura de RSC, fornecendo evidências relacionadas à concentração de propriedade das empresas com foco nos direitos de propriedade e controle dos maiores acionistas.

A suposição para uma relação entre concentração de propriedade e controle e divulgação de relatórios de RSC é baseada na teoria da legitimidade, consoante a qual o sistema de normas, valores e crenças, socialmente construído, define se as atividades da organização são consideradas apropriadas ou desejáveis pela sociedade (Suchman, 1995). Nesse sentido, a divulgação de RSC funciona como um instrumento que permite às empresas mostrar seu compromisso com as expectativas e demandas sociais (Burlea & Popa, 2013). Argumentamos que empresas com

alta concentração de propriedade e controle são menos propensas a divulgar voluntariamente informações de RSC, porque, como os acionistas minoritários têm baixa influência e poder de decisão, não haveria incentivos suficientes para que a empresa legitime suas atividades socialmente responsáveis em relação a eles. Esse argumento está de acordo com achados empíricos anteriores, que indicaram baixo desempenho social em empresas com alta concentração de propriedade (Ducassy & Montandrou, 2015).

Para alcançar o objetivo, foram analisados dados em painel, provenientes de uma amostra composta por 207 empresas de capital aberto durante o período de 2012 a 2019, totalizando 1.155 observações empresa-ano. Os dados foram analisados por meio de estatísticas descritivas e modelos de regressão logística. Os principais resultados encontrados sugerem que quanto maior a concentração de ações com direito a voto nas mãos do maior acionista, ou mesmo a soma do percentual acumulado dos três maiores acionistas, menos provável é que a empresa divulgue, voluntariamente, relatórios de RSC. Em outras palavras, evidenciou-se uma relação linear negativa entre a concentração de controle e a divulgação de RSC, apoiando, assim, a abordagem da teoria da legitimidade para a divulgação discricionária. Os resultados não foram robustos para a concentração de ações sem direito a voto.

Este estudo contribui de forma incremental para a literatura em duas frentes principais. Em primeiro lugar, ao evidenciar uma relação negativa entre a concentração da estrutura de controle e a divulgação de RSC, indicamos um possível determinante da divulgação voluntária de RSC que não foi contemplado em pesquisas anteriores sobre o assunto. Por exemplo, Farook et al. (2011) indicaram o nível de liberdade social e política, bem como a proporção de depósitos na conta de investimento sobre o total de ativos, como determinantes da divulgação de RSC; Dyduch e Krasodomska (2017) encontraram aspectos como rotatividade da firma, tempo de listagem em bolsa e participação de capital estrangeiro associados à divulgação de RSC; e Giannarakis (2014) documentou efeitos significativos do tamanho do conselho e da dualidade do CEO na divulgação de RSC. Especificamente em relação à estrutura de propriedade, a literatura explorou alguns determinantes relacionados, como propriedade do conselho (Qa'dan & Suwaidan, 2019), taxa *free float* (Kiliç, 2016) e propriedade estatal (Li et al., 2013). Apesar disso, os efeitos da concentração de propriedade e controle na divulgação voluntária de RSC, com foco nos direitos dos maiores acionistas, não foram relatados até o momento no mercado brasileiro.

Crisóstomo e Freire (2015) argumentam que a concentração de propriedade, característica peculiar do mercado de capitais brasileiro, tem impacto relevante nas práticas de RSC. A explicação para isso é que os poucos acionistas que concentram a propriedade da empresa costumam ter seus nomes fortemente ligados a ela, de modo que as políticas de RSC funcionam como um instrumento o qual melhora sua imagem e reputação. Embora Crisóstomo e Freire (2015) tenham evidenciado empiricamente uma relação significativa entre concentração de propriedade e práticas de RSC, eles apontaram algumas possíveis sugestões para estudos futuros, como forma de avançar no conhecimento sobre o assunto. Por exemplo, uma de suas recomendações refere-se à inclusão de algumas características associadas aos grandes acionistas, ao abordar a relação entre concentração de propriedade e RSC, tais como propriedade familiar ou governamental. Nesse sentido, esta pesquisa avança ao incorporar os direitos a voto dos maiores acionistas na análise dos efeitos da concentração de propriedade e controle na divulgação voluntária de RSC.

Este estudo também contribui ao contemplar um arranjo institucional tradicionalmente pouco explorado no âmbito da divulgação de informações, que é o conflito entre acionistas controladores e minoritários. Para Martínez-Ferrero et al. (2015), a divulgação voluntária surge de problemas de agência e assimetria de informação. Embora os problemas principal-agente (Jensen & Meckling,

1976) constituam a abordagem *mainstream* acerca dos conflitos de interesses corporativos e, por isso, sejam amplamente considerados pelas pesquisas sobre divulgação, outras perspectivas são igualmente relevantes, como os problemas principal-principal. Estes referem-se aos conflitos entre acionistas controladores e minoritários e decorrem, entre outros aspectos, da propriedade concentrada, caracterizando, assim, uma preocupação relevante nas economias emergentes (Young et al., 2008). Nesta pesquisa, trazemos à tona os conflitos principal-principal e seus efeitos sobre a divulgação voluntária, ao abordarmos os direitos de propriedade e controle dos maiores acionistas e sua relação com as práticas de divulgação de RSC.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

Na literatura há uma discussão sobre se, de fato, a decisão de divulgar informações de práticas socialmente responsáveis constitui um compromisso genuíno da empresa com essas atividades ou se se trata apenas de um mecanismo que visa melhorar sua imagem perante os *stakeholders*, especialmente os acionistas. Michelon et al. (2015) argumentam que a divulgação de RSC é muito mais um ato simbólico, que visa influenciar as percepções dos *stakeholders* sobre a empresa, do que algo substantivo, focado no alinhamento entre os interesses corporativos e da sociedade. Isso porque Michelon et al. (2015) observaram que a divulgação de RSC não está associada a melhorias na qualidade da informação, ou seja, não implica a comunicação efetiva da empresa sobre seu comprometimento com problemas socioambientais. Assim, entende-se que a divulgação de RSC ocorre como forma de legitimar as atividades empresariais perante os seus públicos de interesse.

A teoria da legitimidade pressupõe que as atividades da empresa ocorrem em obediência a um contrato social, por meio do qual padrões socialmente desejados são implicitamente estabelecidos e devem ser cumpridos para que os objetivos corporativos sejam aceitos (Guthrie & Parker, 1989). Guthrie e Parker (1989) também afirmam que a empresa é compelida a divulgar informações sociais relevantes para que a sociedade possa avaliar sua adequação aos interesses da comunidade. Segundo Bebbington et al. (2008), a firma sofrerá sanções, que podem até resultar em sua extinção, caso o contrato social firmado com a sociedade seja rompido, devido à incompatibilidade entre as expectativas sociais e as atividades organizacionais. Entende-se, portanto, que a teoria da legitimidade explica a divulgação voluntária de relatórios de RSC no sentido de que tal conduta aliviaria algumas preocupações e demandas da comunidade na qual a empresa está inserida, no que tange a possíveis divergências existentes entre as atividades corporativas e as expectativas sociais (Lanis & Richardson, 2013).

Patten (2020) discute a aplicação da teoria da legitimidade para explicar a divulgação de RSC, assim como outros estudos apresentam evidências empíricas a esse respeito. Por exemplo, Islam et al. (2020), sob a perspectiva da teoria da legitimidade, realizaram entrevistas com gestores e coletaram dados financeiros e índices de divulgação de RSC para verificar se os gestores de instituições financeiras utilizam relatórios de RSC como estratégia para legitimar as atividades da empresa. Seus resultados apoiaram a teoria da legitimidade de três maneiras principais. Primeiro, as empresas estudadas com menor proximidade com seu público foram as que divulgaram mais informações de RSC. Em segundo lugar, as empresas mais jovens, por conseguinte não muito próximas do público, também publicaram mais relatórios de RSC, como forma de legitimar suas operações. E, finalmente, as empresas divulgaram mais informações de RSC em resposta às demandas informacionais de seus *stakeholders*, especialmente os reguladores.

A partir dessa perspectiva da teoria da legitimidade, argumentamos que a concentração de propriedade e controle de uma empresa influencia sua decisão de divulgar informações de RSC. A razão é que quando a estrutura de propriedade e controle está concentrada em poucos

grandes acionistas, os gestores devem se reportar a um número reduzido de proprietários e, como consequência, a pressão social para legitimar suas atividades operacionais seria menor do que se a propriedade fosse dispersa entre um grande número de acionistas. Na situação, não haveria incentivos suficientes para a divulgação voluntária de informações de RSC, haja vista ser considerada um mecanismo simbólico, cujo foco é melhorar a imagem institucional da empresa, e não substantivo, que visa melhorar seu ambiente de informações (Michelon et al., 2015).

Pesquisas anteriores suportam esses argumentos. Ducassy e Montandrau (2015) afirmam que quando há concentração de propriedade, o principal acionista não tem interesse em gastos com atividades sociais, pois a pressão para legitimar as operações da firma é baixa. Por outro lado, quando a propriedade é pulverizada entre vários acionistas, há maior comprometimento da alta administração na adoção de práticas socioambientais, principalmente como forma de minimizar conflitos entre acionistas minoritários e majoritários. Ducassy e Montandrau (2015) também argumentam que, em casos de propriedade concentrada, os acionistas não estão dispostos a aceitar investimentos em atividades não focadas diretamente no retorno sobre o capital investido, mesmo que tragam algum benefício social positivo para a empresa. Assim, como os grandes acionistas costumam ter o poder de influenciar a gestão, é plausível esperar uma relação negativa entre a concentração de propriedade e o desempenho social da firma.

Khediri (2021) apresenta argumentos no sentido de que os problemas com investimentos em atividades de RSC, debatidos por Ducassy e Montandrau (2015) ao tratar de empresas com concentração de propriedade, poderiam ser minimizados por mecanismos de proteção aos acionistas minoritários. Khediri (2021) cita que a proteção aos acionistas minoritários impede que os *insiders* gastem recursos para seus próprios benefícios privados. Nesse contexto, Khediri (2021) demonstrou que a proteção dos acionistas minoritários tem um efeito moderador positivo na relação entre a eficiência do investimento e o desempenho da RSC, reforçando, assim, as discussões de Ducassy e Montandrau (2015).

Smith et al. (2021) afirmam que a literatura reconhece que os direitos dos acionistas minoritários ficam comprometidos em empresas nas quais há um forte acionista controlador. Desse modo, Smith et al. (2021) argumentam que os acionistas minoritários de empresas com alta concentração de propriedade exercem menos poder nas práticas de divulgação de RSC. Além disso, Smith et al. (2021) demonstraram que as empresas de propriedade concentrada são percebidas como menos motivadas a atender demandas dos acionistas, o que pode ter alguma implicação nas práticas voluntárias de evidenciação. Como os acionistas majoritários têm maior influência sobre as decisões das empresas, suas necessidades costumam ser mais bem atendidas quando comparadas às dos acionistas minoritários, resultando em um conflito de acionistas denominado problema principal-principal (Young et al., 2008).

A partir desta revisão da literatura, entende-se que alguns mecanismos podem justificar um efeito negativo da concentração de propriedade na divulgação de RSC. O primeiro se baseia na menor pressão enfrentada por empresas com concentração de propriedade para realizar atividades voluntárias de RSC (Ducassy & Montandrau, 2015). O segundo mecanismo diz respeito à fraca proteção aos acionistas minoritários, e isso significa dizer que eles não têm poder suficiente para estimular práticas de RSC (Khediri, 2021). Por fim, a diferença significativa no acesso e processamento de informações entre acionistas majoritários e minoritários leva a conflitos do tipo principal-principal, com reflexo nas demandas de informações de RSC (Smith et al., 2021). Esses mecanismos nos levaram a propor a seguinte hipótese:

- **H<sub>1</sub>**: existe uma relação negativa entre a concentração da estrutura de controle e a divulgação dos relatórios de RSC.

Vale ressaltar que no Brasil existem dois tipos diferentes de ações de empresas negociadas no mercado, a saber: ordinárias e preferenciais. As ações ordinárias são aquelas partes do capital de uma empresa que, usualmente, dão direito a voto ao seu detentor. Por outro lado, as ações preferenciais, geralmente, não conferem direito a voto, mas asseguram aos acionistas a preferência sobre os ativos da empresa, em caso de liquidação, e sobre a distribuição dos fluxos de caixa. Logo, os acionistas preferenciais têm a propriedade porque detêm uma parte do capital da empresa, o que não implica controle, pois não podem deliberar nas assembleias, devido à falta do direito ao voto. Por conta disso, propomos também uma hipótese que inclui a concentração de propriedade referente a todas as ações emitidas por uma empresa, independentemente de seus direitos de voto, compreendendo a concentração de ações ordinárias e preferenciais:

- **H<sub>2</sub>**: existe uma relação negativa entre a concentração da estrutura de propriedade e a divulgação dos relatórios de RSC.

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1. SELEÇÃO DA AMOSTRA E DADOS

Em conformidade com Ducassy e Montandrou (2015), a influência da estrutura de propriedade e das práticas de governança corporativa sobre as políticas de RSC ainda não está clara, e os resultados das pesquisas são conflitantes, sendo a grande maioria dos estudos desenvolvida no mercado norte-americano. Diante disso, argumentamos que a dificuldade de identificar os efeitos da estrutura de propriedade sobre os aspectos relacionados à RSC pode estar justamente na escolha dos mercados desenvolvidos como objeto de estudo, uma vez que tais mercados são caracterizados pela dispersão da propriedade das empresas. Por exemplo, Barnea e Rubin (2010) observaram que os gastos com atividades de RSC criam conflitos entre diferentes tipos de acionistas. No entanto, seus resultados foram estatisticamente significativos apenas para a propriedade interna e, mesmo assim, foram fracos em relação à estrutura de controle. Barnea e Rubin (2010) explicam que isso ocorre devido à baixa concentração de controle por parte de acionistas internos no mercado norte-americano (média de 2,99% na amostra), e isso os impede de ter um impacto significativo nas decisões de RSC.

Assim, para examinar a relação entre concentração de propriedade e controle e a divulgação voluntária de relatórios de RSC, a amostra deste estudo é composta por empresas listadas na bolsa de valores do Brasil, país reconhecido como um mercado emergente, caracterizado por alta concentração da estrutura de propriedade e controle. Em consonância com Pellicani e Kalatzis (2019), a alta concentração de ações nas mãos de poucos acionistas é uma das principais características das companhias abertas brasileiras, visto que em 2008 um único acionista concentrava, em média, 77% dos direitos de controle da firma, enquanto a soma das três maiores participações correspondia a mais de 87%. Além disso, Crisóstomo e de Freitas Brandão (2019) afirmam que, apesar dos esforços nas últimas duas décadas para fortalecer o mercado de capitais brasileiro, o número de empresas sem um único acionista controlador aumentou pouco. Daí a escolha pelo mercado brasileiro para investigar a relação entre a concentração de propriedade e controle e a divulgação voluntária de relatórios de RSC.

Foram coletados dados financeiros e informações sobre divulgação de relatórios de RSC de todas as empresas listadas na Bolsa de Valores do Brasil, no período de 2012 a 2019. Os dados financeiros foram coletados da base Economatica. As informações sobre a publicação de relatórios de RSC foram obtidas da Bolsa de Valores do Brasil, por meio dos relatórios da iniciativa “Relate ou Explique”. O “Relate ou Explique” é uma iniciativa voluntária da Bolsa de Valores do Brasil, que consiste em perguntar às empresas listadas se as informações de RSC foram publicadas e, em caso afirmativo, em quais relatórios, bem como uma explicação para a não publicação, quando aplicável. O período de 2012 a 2019 foi escolhido devido à disponibilidade de dados do “Relate ou Explique”. A Tabela 1 apresenta a composição da amostra deste estudo.

**Tabela 1***Seleção da amostra e observações empresa-ano*

Painel A: Seleção da amostra									
Empresas brasileiras listadas com dados disponíveis (775 empresas x 8 anos)	6.200 observações								
<i>Menos</i>									
Observações com <i>missing value</i> para alguma variável	(5.045) observações								
Amostra final	1.155 observações								
Painel B: Observações da amostra por setor e ano									
Setor / Ano	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Construção	14	14	15	12	12	11	11	9	98
Química	1	1	1	2	2	2	3	3	15
Comércio	9	8	8	10	9	10	10	8	72
Energia elétrica	24	20	22	22	26	24	24	25	187
Eletrônicos	4	2	3	2	1	1	1	0	14
Agricultura e pesca	3	3	3	3	3	3	3	3	24
Finanças e seguros	2	2	2	3	4	4	4	4	25
Alimentos e bebidas	10	10	11	10	9	8	6	7	71
Máquinas	4	4	4	4	4	4	4	4	32
Mineração	1	0	0	0	0	0	0	0	1
Mineração de não metais	2	2	2	2	2	2	2	2	16
Óleo e gás	3	5	4	3	2	3	5	5	30
Outros	36	34	35	34	31	32	38	30	270
Papel e celulose	2	2	2	1	1	1	1	1	11
Software e dados	1	1	1	1	1	1	1	0	7
Siderurgia e metalúrgica	13	13	13	11	12	13	13	13	101
Telecomunicações	2	2	1	1	1	1	1	2	11
Têxtil	14	11	11	9	10	9	10	10	84
Transporte	6	5	7	8	8	8	8	8	58
Veículos e peças	6	4	4	3	2	3	3	3	28
Total	157	143	149	141	140	140	148	137	1.155

*Fonte:* elaboração própria.

Conforme mostrado na Tabela 1, a base de dados utilizada possui registros de 775 empresas, sendo que, multiplicados pelos oito anos do período estudado, resultariam em 6.200 observações empresa-ano. Todavia, muitas dessas empresas já haviam encerrado suas atividades antes de 2012 e, por isso, não dispunham de dados financeiros naquele ano. Além do mais, mesmo para algumas empresas ainda em operação, a base de dados indicou valores ausentes para algumas variáveis e anos. Como resultado, depois de excluir as observações com valores ausentes, a amostra final compreendeu 207 empresas diferentes e 1.155 observações empresa-ano. A Tabela 1 também mostra o número de observações separadas por setor e ano. As observações foram divididas em 20 diferentes categorias de setores, sendo uma delas referente à categoria “Outros”, na qual foram classificadas as empresas que não se enquadravam em nenhum dos 19 setores estabelecidos.

### 3.2. VARIÁVEL DEPENDENTE

A divulgação de relatórios de RSC (CSR) foi utilizada como variável dependente. A variável CSR foi mensurada por meio de uma *dummy* com valor 1 para as empresas que divulgaram relatório de RSC e valor 0, caso contrário. O uso de *dummies* para mensurar a divulgação de RSC é amplamente adotado e aceito na literatura. Ting (2021) utilizou uma variável *dummy* que recebeu valor 1 para empresas as quais divulgaram práticas de RSC, e 0 nos demais casos, a fim de avaliar a relação entre tamanho da empresa e divulgação de relatórios de RSC. Da mesma forma, Hu et al. (2018) empregaram uma variável dicotômica para analisar a relação entre o tipo de propriedade e a probabilidade de divulgação de RSC. Por fim, Zhong e Gao (2017) também usaram uma *dummy* para a divulgação de RSC ao investigar seu impacto na eficiência dos investimentos no nível da empresa.

### 3.3. VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE INTERESSE

Foram incluídas como variáveis independentes de interesse quatro medidas para estimar a concentração da estrutura de propriedade e controle, a saber: CONT1, percentual de ações com direito a voto em propriedade do maior acionista; CONT3, somatório do percentual de ações com direito a voto detidas pelos três maiores acionistas; PROP1, percentual de ações de todos os tipos (com ou sem direito a voto) detidas pelo maior acionista; e PROP3, somatório do percentual de ações de todas as espécies (com ou sem direito a voto) em propriedade dos três maiores acionistas. As variáveis CONT1 e CONT3 tratam da concentração da estrutura de controle, pois incluem apenas as participações societárias com direito a voto nas mãos dos maiores acionistas. Por sua vez, as variáveis PROP1 e PROP3 referem-se à concentração da estrutura de propriedade, uma vez que consideram todos os tipos de ações em posse dos maiores acionistas, independentemente dos direitos que lhes conferem. Os dados para a composição de todas essas variáveis foram coletados da base Economatica.

Estudos anteriores empregaram medidas baseadas no percentual de ações detidas pelos maiores acionistas para estimar a concentração de propriedade. Yasser e Al Mamun (2015) consideraram os percentuais de participação acionária do maior acionista, bem como dos dois, três, cinco e dez maiores, para analisar a associação entre concentração de propriedade e desempenho da firma. Da mesma forma, Nguyen et al. (2015) mediram a concentração de propriedade por meio do percentual médio de ações ordinárias detidas por acionistas que possuíam pelo menos 5% do total de ações ordinárias da empresa, a fim de analisar a relação entre concentração de propriedade e desempenho financeiro. Por fim, Akben-Selcuk (2019) utilizou o percentual de ações do maior acionista para verificar o efeito moderador da concentração de propriedade na relação entre responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro.



## 3.4. VARIÁVEIS DE CONTROLE

Foram incluídas como variáveis de controle os principais fatores que estudos anteriores apontaram como determinantes da divulgação da RSC. A primeira variável de controle foi a alavancagem (LEV), obtida a partir da relação entre o passivo exigível e o ativo total (Habbash, 2016). Em seguida, considerou-se o *market-to-book ratio* (MTB), obtido a partir da relação entre o valor de mercado e o valor contábil (Martínez-Ferrero et al., 2015). Também se inclui a perspectiva de crescimento (GROWTH), medida pela taxa de aumento de vendas de um ano para outro (Hu et al., 2020; Ting, 2021). Por fim, o retorno sobre o ativo (ROA), mensurado pelo lucro líquido dividido pelo ativo total (Gunardi et al., 2016). A Tabela 2 apresenta a descrição de todas as variáveis deste estudo.

Tabela 2

Descrição das variáveis

Painel A: Variável dependente		
Notação	Mensuração	Fonte
CSR	<i>Dummy</i> com valor 1 para empresas que divulgaram relatório de RSC, e valor 0 caso contrário.	Bolsa de Valores do Brasil
Painel B: Variáveis independentes de interesse		
Notação	Mensuração	Fonte
CONT1	Percentual de ações com direito a voto detidas pelo maior acionista.	Economática
CONT3	Percentual de ações com direito a voto detidas pelos três maiores acionistas.	Economática
PROP1	Percentual de ações de todos os tipos (com ou sem direito a voto) detidas pelo maior acionista.	Economática
PROP3	Percentual de ações de todos os tipos (com ou sem direito a voto) detidas pelos três maiores acionistas.	Economática
Painel C: Variáveis de controle		
Notação	Mensuração	Fonte
LEV	Alavancagem mensurada pela razão entre o passivo exigível e o ativo total.	Economática
MTB	<i>Market-to-book ratio</i> mensurado pela razão entre o valor de mercado e o valor contábil.	Economática
GROWTH	Perspectiva de crescimento mensurada pela taxa de aumento de vendas de um ano para outro.	Economática
ROA	Retorno sobre o ativo mensurado pelo lucro líquido dividido pelo ativo total.	Economática
INDUSTRY	Vetor de variáveis <i>dummies</i> para 20 categorias de setor.	Economática
YEAR	Vetor de variáveis <i>dummies</i> para os anos de 2012 a 2019	Economática

**Fonte:** elaboração própria.

## 3.5. PROCEDIMENTOS DE ANÁLISE

Para examinar a relação entre a concentração de propriedade e controle e a divulgação voluntária de relatórios de RSC, foram empregados modelos de regressão logística com dados em painel. Os modelos econométricos são dados pelas seguintes equações:

$$\ln(\text{CSR}_{i,t} = 1) = \beta_0 + \beta_1 \text{CONT1}_{i,t} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} + \beta_3 \text{MTB}_{i,t} + \beta_4 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j * \text{INDUSTRY}_j + \sum_{t=2012}^{2019} \theta_t * \text{YEAR}_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\ln(\text{CSR}_{i,t} = 1) = \beta_0 + \beta_1 \text{CONT3}_{i,t} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} + \beta_3 \text{MTB}_{i,t} + \beta_4 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j * \text{INDUSTRY}_j + \sum_{t=2012}^{2019} \theta_t * \text{YEAR}_t + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\ln(\text{CSR}_{i,t} = 1) = \beta_0 + \beta_1 \text{PROP1}_{i,t} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} + \beta_3 \text{MTB}_{i,t} + \beta_4 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j * \text{INDUSTRY}_j + \sum_{t=2012}^{2019} \theta_t * \text{YEAR}_t + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\ln(\text{CSR}_{i,t} = 1) = \beta_0 + \beta_1 \text{PROP3}_{i,t} + \beta_2 \text{LEV}_{i,t} + \beta_3 \text{MTB}_{i,t} + \beta_4 \text{GROWTH}_{i,t} + \beta_5 \text{ROA}_{i,t} + \sum_{j=1}^{20} \gamma_j * \text{INDUSTRY}_j + \sum_{t=2012}^{2019} \theta_t * \text{YEAR}_t + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

Os modelos foram estimados com erros-padrão robustos, a fim de assegurar o atendimento aos pressupostos do estimador, corrigindo problemas econométricos, como heterocedasticidade e autocorrelação. Para mitigar os efeitos de *outliers*, empregamos o procedimento *winsorize* no nível máximo de 0,025. Também empregamos o teste de fator de inflação de variância (VIF) para identificar possíveis problemas de multicolinearidade entre as variáveis.

## 4. RESULTADOS

A Tabela 3 apresenta as estatísticas descritivas para as seguintes variáveis: divulgação de relatórios de RSC (CRSD), concentração da estrutura de controle (CONT1 e CONT3), concentração da estrutura de propriedade (PROP1 e PROP3), alavancagem (LEV), *market-to-book ratio* (MTB), oportunidade de crescimento (GROWTH) e retorno sobre o ativo (ROA).

Tabela 3

Estatísticas descritivas

Variável	Obs.	Média	D.P.	Min.	P <sub>10</sub>	P <sub>25</sub>	P <sub>50</sub>	P <sub>75</sub>	P <sub>90</sub>	Máx.
CSRSD	1.155	0,390	0,488	0,000	0,000	0,000	0,000	1,000	1,000	1,000
CONT1	1.155	47,522	26,702	8,854	15,053	23,958	46,980	66,646	90,000	98,773
CONT3	1.155	66,070	23,489	19,874	32,526	48,723	67,907	89,006	97,843	99,922
PROP1	1.155	49,491	26,807	9,032	17,431	28,191	46,014	65,924	96,649	100,000
PROP3	1.155	67,827	22,481	20,737	36,573	52,961	68,078	86,812	99,678	100,000
LEV	1.155	0,703	0,474	0,110	0,298	0,471	0,617	0,778	1,005	2,639
MTB	1.155	2,025	2,481	-0,778	-0,003	0,541	1,250	2,529	5,020	11,325
GROWTH	1.155	0,004	0,260	-0,705	-0,295	-0,102	0,013	0,114	0,257	0,800
ROA	1.155	0,060	0,096	-0,199	-0,050	0,016	0,062	0,110	0,166	0,303

**Notas:** Obs.: observações; S.D.: desvio-padrão; Min.: valor mínimo; P<sub>k</sub>: k percentil; Máx.: valor máximo. Ver Tabela 2 para a descrição das variáveis.

**Fonte:** elaboração própria.

Os resultados da Tabela 3 mostram que, para a amostra de 1.155 observações empresa-ano, apenas 39% delas tiveram relatório de RSC divulgado. Portanto, apesar do crescimento das práticas de divulgação de RSC nas últimas décadas (Cho et al., 2015), os resultados sugerem que a publicação de relatórios de RSC ainda é modesta para empresas listadas na bolsa de valores brasileira. Evidentemente, por se tratar de um tipo de divulgação discricionária, é natural que a adoção de relatórios de RSC seja relativamente baixa, principalmente em mercados emergentes. Bhatia e Makkar (2020) examinaram a extensão das práticas de divulgação de RSC de empresas em mercados desenvolvidos e em desenvolvimento, e suas descobertas indicaram maior pontuação em termos de divulgação de RSC para as primeiras (53,5%) quando comparadas às últimas (49,4%). Os resultados aqui apresentados são, então, consistentes com Bhatia e Makkar (2020) a esse respeito.

No que diz respeito à concentração de propriedade das empresas da amostra, os resultados da Tabela 3 indicam que, em média, o maior acionista detém 47,52% das ações com direito a voto (CONT1). Considerando a soma do percentual de ações com direito a voto detidas pelos três maiores acionistas, a média sobe para 66,07% (CONT3). Os achados são semelhantes para as variáveis que estimam o percentual de propriedade de todos os tipos de ações, ou seja, com ou sem direito a voto. O maior acionista concentra, em média, 49,49% de participação acionária (PROP1), enquanto a soma dos percentuais dos três maiores acionistas foi em média de 67,83% (PROP3). Esses achados sugerem que o mercado de capitais brasileiro ainda é muito concentrado em termos de estrutura de propriedade e controle das empresas listadas, o que suporta as discussões de Pellicani e Kalatzis (2019) e Crisóstomo e de Freitas Brandão (2019) sobre concentração de propriedade acionária no Brasil.

Quanto às variáveis relacionadas às características das firmas, observa-se que as empresas da amostra possuem em média 70% de seus recursos obtidos de terceiros (LEV). Cabe mencionar que esse percentual é resultado da razão entre o passivo exigível e os ativos totais. Por sua vez, o valor de mercado das empresas da amostra, em média, supera em duas vezes seu valor contábil (MTB). Apesar disso, em geral, as empresas da amostra não apresentaram aumento significativo em suas receitas de um ano para o outro, pois a taxa média de crescimento da receita (GROWTH) foi de apenas 0,004. Por fim, o retorno médio dos ativos (ROA) se mostrou positivo, com valor médio de 6%.

Para examinar o efeito da concentração da estrutura de controle na divulgação voluntária de relatórios de RSC ( $H_1$ ), foram estimados dois modelos de regressão logística. A Tabela 4 relata os resultados do Modelo 1 e do Modelo 2.

Os resultados apresentados na Tabela 4 demonstram uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a concentração da estrutura de controle e a divulgação dos relatórios de RSC. Isso significa que quanto maior a porcentagem de ações com direito a voto detidas pelo maior acionista, ou mesmo pelos três maiores, menos provável é que a empresa divulgue voluntariamente relatórios de RSC. Essa evidência é consistente com os fundamentos da teoria da legitimidade e, por isso, suporta a primeira hipótese ( $H_1$ ). Também deve ser observado, na Tabela 4, que algumas variáveis para as características da empresa indicam uma relação significativa com a divulgação de relatórios de RSC. Em ambos os modelos, foi documentada uma associação negativa entre alavancagem e divulgação de RSC. Isso sugere que empresas altamente alavancadas tendem a não publicar relatórios de RSC. Por outro lado, as medidas de retorno sobre o ativo e *market-to-book ratio* estiveram positivamente relacionadas à variável dependente, ou seja, empresas com melhor rentabilidade e maior *market-to-book ratio* estão mais propensas a divulgar relatórios de RSC.

**Tabela 4***Efeito da concentração da estrutura de controle na divulgação de relatórios de RSC*

Variável	Modelo 1			Modelo 2		
	b	erro	sig.	b	erro	sig.
CSR						
CONT1	-0,009	0,003	0,003			
CONT3				-0,010	0,004	0,007
LEV	-0,846	0,152	0,000	-0,859	0,151	0,000
MTB	0,081	0,033	0,014	0,079	0,033	0,016
GROWTH	-0,093	0,291	0,750	-0,091	0,291	0,756
ROA	2,336	0,872	0,007	2,250	0,863	0,009
constante	0,403	0,533	0,449	0,610	0,562	0,278
INDUSTRY		SIM			SIM	
YEAR		SIM			SIM	
R-squared		0,238			0,237	
VIF Médio		2,560			2,570	
Obs.		1.136			1.136	

**Notas:** b: coeficientes; erro: erros-padrão robustos; sig.: significância estatística; VIF: fator de inflação da variância; Obs.: observações. Ver Tabela 2 para a descrição das variáveis.

**Fonte:** elaboração própria.

Para investigar o efeito da concentração da estrutura de propriedade na divulgação dos relatórios de RSC ( $H_2$ ), estimamos outros dois modelos (Modelo 3 e Modelo 4). A Tabela 5 apresenta os resultados para os Modelos 3 e 4.

**Tabela 5***Efeito da concentração da estrutura de propriedade na divulgação de relatórios de RSC*

Variável	Modelo 3			Modelo 4		
	b	erro	sig.	b	erro	sig.
CSR						
PROP1	7E-05	0,003	0,979			
PROP3				-0,004	0,003	0,285
LEV	-0,873	0,148	0,000	-0,902	0,151	0,000
MTB	0,086	0,032	0,008	0,085	0,032	0,009
GROWTH	-0,004	0,285	0,988	-0,022	0,285	0,938
ROA	2,218	0,856	0,010	2,278	0,860	0,008
constante	-0,051	0,501	0,919	0,146	0,521	0,779
INDUSTRY		SIM			SIM	
YEAR		SIM			SIM	
R-squared		0,232			0,233	
VIF Médio		2,590			2,370	
Obs.		1.136			1.136	

**Notas:** b: coeficientes; erro: erros-padrão robustos; sig.: significância estatística; VIF: fator de inflação da variância; Obs.: observações. Ver Tabela 2 para a descrição das variáveis.

**Fonte:** elaboração própria.

Diante da Tabela 5, os achados para a relação entre concentração da estrutura de propriedade e divulgação de relatórios de RSC não foram estatisticamente significativos, portanto, a segunda hipótese ( $H_2$ ) deste estudo não foi corroborada. Os resultados para as características da empresa foram semelhantes aos observados na Tabela 4, em que a alavancagem está inversamente relacionada à divulgação de RSC enquanto o *market-to-book ratio* e o retorno sobre o ativo mantêm uma relação positiva.

Os resultados deste estudo demonstram que os direitos conferidos aos acionistas pela propriedade de ações constituem elemento fundamental na avaliação da relação entre concentração de propriedade e divulgação de RSC, uma vez que os achados mostraram que apenas a concentração de ações com direito a voto parece influenciar a divulgação voluntária de relatórios de RSC. Uma possível explicação para isso é que os grandes acionistas, quando controlam a empresa por meio da concentração de ações com direito a voto, detêm preponderância nas deliberações, e.g., na seleção dos gestores, de modo a influenciar fortemente as políticas da empresa, como a decisão de divulgar ou não relatórios de RSC. Por outro lado, a concentração de ações sem direito a voto (como as ações preferenciais), hipoteticamente, restringiria tal influência nas decisões societárias, uma vez que não implica, necessariamente, preponderância nas decisões colegiadas.

Os achados também estão de acordo com a teoria da legitimidade. Segundo Burlea e Popa (2013), com base na abordagem da teoria da legitimidade, a divulgação da RSC pode ser caracterizada como um mecanismo empregado pela empresa para demonstrar seu comprometimento com os interesses da sociedade. Dessa forma, os resultados expostos sugerem um possível conflito entre acionistas controladores e minoritários (do tipo problema principal-principal), advindo da concentração da estrutura de controle, que culmina na não divulgação voluntária dos relatórios de RSC. Como os acionistas minoritários têm pouca influência e poder de decisão em uma situação de estrutura de controle concentrada, não há incentivos suficientes para que a empresa legitime as atividades de RSC em relação a eles. Isso corrobora os argumentos de Ducassy e Montandrou (2015) de que o principal acionista não está interessado em gastos com atividades sociais quando a pressão para legitimar as operações da empresa é baixa.

Em relação às características da empresa, consistente com a literatura anterior, os resultados mostraram que a alavancagem é um fator inibidor da probabilidade de divulgação de RSC. Para Habbash (2016), as empresas alavancadas enfrentam um *trade-off* entre desenvolver iniciativas sociais voluntárias, incorrendo, assim, em custos adicionais com a divulgação subsequente, e quitar suas dívidas existentes. Nesse sentido, Habbash (2016) argumenta que é mais provável a maioria das empresas escolher a segunda opção, ou seja, saldar suas dívidas, em vez de aumentar os gastos com atividades sociais, o que impacta negativamente a divulgação discricionária dos relatórios de RSC.

Ademais, em linha com estudos anteriores, evidenciou-se que o índice *market-to-book* e o retorno sobre o ativo estão positivamente associados à probabilidade de a empresa divulgar voluntariamente relatórios de RSC. Martínez-Ferrero et al. (2015) argumentam que a divulgação de RSC reduz a assimetria informacional, aumentando o valor de mercado da empresa e, conseqüentemente, seu índice *market-to-book*. Em relação ao retorno sobre o ativo, Gunardi et al. (2016) afirmam que quanto maior a lucratividade da firma, mais recursos terá para empregar em suas atividades sociais e caracteriza, pois, um impacto positivo na divulgação da RSC.

## 5. CONCLUSÃO

O objetivo deste estudo foi examinar a relação entre a concentração de propriedade e controle e a divulgação de relatórios de RSC. Diferentemente de estudos anteriores, investigou-se a

concentração de propriedade com foco nos direitos concedidos pelas ações das empresas aos seus titulares, especificamente os direitos de voto, a partir de uma abordagem baseada na teoria da legitimidade. Foram analisados dados de 207 empresas listadas no período de 2012 a 2019, os quais totalizaram 1.155 observações empresa-ano. Além disso, foram avaliadas variáveis para as características das empresas que a literatura anterior havia indicado estarem associadas à divulgação de RSC.

Os resultados demonstraram que a concentração da estrutura de controle está negativamente relacionada à probabilidade de a empresa divulgar relatórios de RSC. Isso significa que, quanto maior o percentual de ações com direito a voto nas mãos do maior acionista, ou mesmo a soma do percentual dos três maiores, menos provável é que a empresa divulgue relatórios de RSC, voluntariamente. Em relação à concentração da estrutura de propriedade, ou seja, considerando as ações com e sem direito a voto, os resultados não foram estatisticamente significativos. No concernente às características da empresa, a alavancagem, o índice *market-to-book* e o retorno sobre o ativo se mostraram significativamente associados à divulgação de relatórios de RSC.

Os resultados desta pesquisa são consistentes com a teoria da legitimidade, uma vez que demonstraram que a concentração de ações com direito a voto pelos maiores acionistas implica a não divulgação dos relatórios de RSC, sugerindo que os grandes acionistas controladores não possuem incentivos suficientes para legitimar a atuação da empresa junto aos acionistas minoritários e, então, optam por não divulgar relatórios de RSC. Nesse sentido, os achados apresentados neste estudo também indicam um possível conflito principal-principal, no qual os maiores acionistas não estão inclinados ou pressionados a divulgar relatórios de RSC que possam trazer benefícios informacionais aos acionistas minoritários.

Este estudo está sujeito a algumas limitações. Em primeiro lugar, a medida de divulgação de RSC considerada é baseada em uma variável *dummy*. Existem algumas preocupações sobre o uso de variáveis *dummies* para mensurar a divulgação de RSC. Isso ocorre porque esse tipo de medida não contempla o conteúdo textual publicado, nem permite avaliar os padrões adotados nos relatórios, bem como suas eventuais divergências. Portanto, nesta pesquisa não foi possível aprofundar a compreensão do conteúdo dos relatórios de RSC ou investigar diferentes temas que os permeiam, como proteção do meio ambiente, redução da poluição, práticas trabalhistas, questões de gênero, entre outros.

Para pesquisas futuras, recomenda-se aprofundar a compreensão do conteúdo dos relatórios de RSC, uma vez que este estudo está sujeito às limitações decorrentes da simples observação de sua publicação, ou seja, o conteúdo textual desses documentos não foi abordado. Além disso, outro eventual estudo poderia explorar melhor os padrões adotados nos relatórios de RSC, bem como suas diferenças, visto que não nos preocupamos com os padrões empregados nos reportes corporativos que compuseram a amostra.

## REFERÊNCIAS

- Akben-Selcuk, E. (2019). Corporate social responsibility and financial performance: The moderating role of ownership concentration in Turkey. *Sustainability*, 11(13), 3643. <https://doi.org/10.3390/su11133643>
- Al Fadli, A., Sands, J., Jones, G., Beattie, C., & Pensiero, D. (2020). Board independence and CSR reporting: Pre and post analysis of JCGC 2009. *International Journal of Law and Management*, 62(2), 117-138. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-11-2018-0259>

- Barnea, A., & Rubin, A. (2010). Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), 71-86. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>
- Bebbington, J., Larrinaga-González, C., & Moneva-Abadía, J. M. (2008). Legitimizing reputation/ the reputation of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 21(3), 371-374. <https://doi.org/10.1108/09513570810863969>
- Bhatia, A., & Makkar, B. (2020). CSR disclosure in developing and developed countries: A comparative study. *Journal of Global Responsibility*, 11(1), 1-26. <https://doi.org/10.1108/JGR-04-2019-0043>
- Burlea, A. S., & Popa, I. (2013). Legitimacy theory. In S.O. Idowu, N. Capaldi, L. Zu & A. D. Gupta (Eds.), *Encyclopedia of corporate social responsibility* (pp 1579-1584). Springer.
- Chan, S. H., Creel, T. S., Song, Q., & Yurova, Y. V. (2020). Does CSR reporting indicate strong corporate governance? *International Journal of Accounting & Information Management*, 29(1), 27-42. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-07-2020-0099>
- Chen, Y. C., Hung, M., & Wang, Y. (2018). The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. *Journal of Accounting and Economics*, 65(1), 169-190. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.11.009>
- Cho, C. H., Michelon, G., Patten, D. M., & Roberts, R. W. (2015). CSR disclosure: the more things change...? *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 28(1), 14-35. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-12-2013-1549>
- Crisóstomo, V. L., & Freire, F. D. S. (2015). The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 17(55), 987-1006. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v17i55.2026>
- Crisóstomo, V. L., & de Freitas Brandão, I. (2019). The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 19(1), 120-140. <https://doi.org/10.1108/CG-01-2018-0043>
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006>
- Ducassy, I., & Montandrou, S. (2015). Corporate social performance, ownership structure, and corporate governance in France. *Research in International Business and Finance*, 34(1), 383-396. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.02.002>
- Dyduch, J., & Krasodomska, J. (2017). Determinants of corporate social responsibility disclosure: An empirical study of Polish listed companies. *Sustainability*, 9(11), 1934. <https://doi.org/10.3390/su9111934>
- Farook, S., Hassan, M. K., & Lanis, R. (2011). Determinants of corporate social responsibility disclosure: The case of Islamic banks. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 2(2), 114-141. <https://doi.org/10.1108/17590811111170539>
- Giannarakis, G. (2014). The determinants influencing the extent of CSR disclosure. *International Journal of Law and Management*, 56(5), 393-416. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-05-2013-0021>
- Gunardi, A., Febrian, E., & Herwany, A. (2016). The implication of firm-specific characteristics on disclosure: The case of Indonesia. *International Journal of Monetary Economics and Finance*, 9(4), 379-387.

- Guthrie, J., & Parker, L. D. (1989). Corporate social reporting: A rebuttal of legitimacy theory. *Accounting and Business Research*, 19(76), 343-352. <https://doi.org/10.1080/00014788.1989.9728863>
- Habbash, M. (2016). Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from Saudi Arabia. *Social Responsibility Journal*, 12(4), 740-754. <https://doi.org/10.1108/SRJ-07-2015-0088>
- Houqe, M. N., Ahmed, K., & Richardson, G. (2020). The Effect of Environmental, Social, and Governance Performance Factors on Firms' Cost of Debt: International Evidence. *The International Journal of Accounting*, 55(3), 2050014. <https://doi.org/10.1142/S1094406020500146>
- Hu, W., Du, J., & Zhang, W. (2020). Corporate social responsibility information disclosure and innovation sustainability: Evidence from China. *Sustainability*, 12(1), 409. <https://doi.org/10.3390/su12010409>
- Hu, Y. Y., Zhu, Y., Tucker, J., & Hu, Y. (2018). Ownership influence and CSR disclosure in China. *Accounting Research Journal*, 31(1), 8-21. <https://doi.org/10.1108/ARJ-01-2017-0011>
- Islam, M. T., Kokubu, K., & Nishitani, K. (2020). Corporate social reporting in the banking industry of Bangladesh: A test of legitimacy theory. *Social Responsibility Journal*, 17(2), 198-225. <https://doi.org/10.1108/SRJ-05-2019-0185>
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Khediri, K. B. (2021). CSR and investment efficiency in Western European countries. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(6), 1769-1784. <https://doi.org/10.1002/csr.2151>
- Kiliç, M. (2016). Online corporate social responsibility (CSR) disclosure in the banking industry: Evidence from Turkey. *International Journal of Bank Marketing*, 34(4), 550-569. <https://doi.org/10.1108/IJBM-04-2015-0060>
- Lanis, R., & Richardson, G. (2013). Corporate social responsibility and tax aggressiveness: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26(1), 75-100. <https://doi.org/10.1108/09513571311285621>
- Li, Q., Luo, W., Wang, Y., & Wu, L. (2013). Firm performance, corporate ownership, and corporate social responsibility disclosure in China. *Business Ethics: A European Review*, 22(2), 159-173. <https://doi.org/10.1111/beer.12013>
- Lopatta, K., Böttcher, K., Lodhia, S. K., & Tideman, S. A. (2020). The Relationship Between Gender Diversity and Employee Representation at the Board Level and Non-Financial Performance: A Cross-Country Study. *The International Journal of Accounting*, 55(1), 2050001.
- Martínez-Ferrero, J., Garcia-Sanchez, I. M., & Cuadrado-Ballesteros, B. (2015). Effect of financial reporting quality on sustainability information disclosure. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 22(1), 45-64. <https://doi.org/10.1002/csr.1330>
- Michelon, G., Pilonato, S., & Ricceri, F. (2015). CSR reporting practices and the quality of disclosure: An empirical analysis. *Critical perspectives on accounting*, 33(1), 59-78. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2014.10.003>
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77(1), 41-52. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>



- Nguyen, T., Locke, S., & Reddy, K. (2015). Ownership concentration and corporate performance from a dynamic perspective: Does national governance quality matter? *International Review of Financial Analysis*, 41, 148-161. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2015.06.005>
- Patten, D. M. (2020). Seeking legitimacy. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 11(6), 1009-1021. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-12-2018-0332>
- Pellicani, A. D., & Kalatzis, A. E. G. (2019). Ownership structure, overinvestment and underinvestment: Evidence from Brazil. *Research in International Business and Finance*, 48, 475-482. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2018.10.007>
- Qa'dan, M. B. A., & Suwaidan, M. S. (2019). Board composition, ownership structure and corporate social responsibility disclosure: The case of Jordan. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 28-46. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0225>
- Smith, V., Lau, J., & Dumay, J. (2021). Shareholder use of CSR reports: An accountability perspective. *Meditari Accountancy Research*, 30(6), 1658-1679.
- Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-610. <https://doi.org/10.2307/258788>
- Ting, P. H. (2021). Do large firms just talk corporate social responsibility?-the evidence from CSR report disclosure. *Finance Research Letters*, 38, 101476. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101476>
- Yasser, Q. R., & Al Mamun, A. (2015). Effects of ownership concentration on firm performance: Pakistani evidence. *Journal of Asia Business Studies*, 9(2), 162-176. <https://doi.org/10.1108/JABS-07-2014-0047>
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate governance in emerging economies: A review of the principal-principal perspective. *Journal of Management Studies*, 45(1), 196-220. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00752.x>
- Zhong, M., & Gao, L. (2017). Does corporate social responsibility disclosure improve firm investment efficiency? *Review of Accounting and Finance*, 16(3), 348-365. <https://doi.org/10.1108/RAF-06-2016-0095>


#### CONTRIBUIÇÕES DE AUTORIA

**DJ**: Conceituação (Liderança); Curadoria de dados (Liderança); Análise formal (Liderança); Investigação (Liderança); Metodologia (Liderança); Administração do projeto (Liderança); Software (Liderança); Supervisão (Igual); Validação (Liderança); Visualização (Liderança); Escrita do rascunho original (Liderança); Escrita, revisão e edição (Liderança). **DS**: Conceituação (Suporte); Curadoria de dados (Suporte); Análise formal (Suporte); Investigação (Suporte); Metodologia (Suporte); Administração do projeto (Suporte); Software (Suporte); Supervisão (Suporte); Validação (Suporte); Visualização (Suporte); Escrita do rascunho original (Suporte); Escrita, revisão e edição (Suporte).

#### CONFLITO DE INTERESSE

Não temos conflitos de interesse a relatar nesta pesquisa.

#### EDITOR-CHEFE

Talles Vianna Brugni 

#### EDITOR ASSOCIADO

Lucas Godeiro 