

**FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO**

**DIEGO RICARDO MARQUES**

**ESTRUTURA DE CAPITAL FAMILIAR, RESPONSABILIDADE  
SOCIAL CORPORATIVA E O VALOR DA FIRMA**

**VITÓRIA  
2019**

**DIEGO RICARDO MARQUES**

**ESTRUTURA DE CAPITAL FAMILIAR, RESPONSABILIDADE  
SOCIAL CORPORATIVA E O VALOR DA FIRMA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Valcemiro Nossa

**VITÓRIA  
2019**

**DIEGO RICARDO MARQUES**

**ESTRUTURA DE CAPITAL FAMILIAR, RESPONSABILIDADE  
SOCIAL CORPORATIVA E O VALOR DA FIRMA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 09 de dezembro de 2019.

**COMISSÃO EXAMINADORA**

---

**Prof. Dr. VALCEMIRO NOSSA**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

---

**Prof. Dr. POLIANO BASTOS DA CRUZ**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

---

**Prof. Dr. TALLEs VIANNA BRUGNI**  
**Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino**

## **AGRADECIMENTOS**

À minha amada esposa, Raiane, pela paciência, companheirismo, compreensão e amor incondicional. Ao meu pai, Sinval, grande exemplo de pai e de homem. Ao meu irmão e sua esposa, André e Cristina, pelo tempo despendido em discussões e constantes incentivos. Aos meus sobrinhos, Isabela e Gabriel, pelos momentos de alegria e descontração que me proporcionam e energias que transmitem. À minha amiga Angela Vidal pelas valiosas palavras de incentivo ditas no dia a dia. À minha irmã de coração, Raquel Marques, por confiar e apoiar, bem como sua constante torcida. Aos meus tios, Sonni e Neusa, pelo infindável acolhimento. Aos meus sogros, Costa e Monica, pelas orações e estímulos.

À minha mãe, Zélia Maria, que não se encontra entre nós pela vontade de Deus; no entanto, pela certeza de que ela permanecerá eternamente em nossos corações, guiando-nos pela vida, com seu sorriso, alegria e determinação em viver. A ela só me resta dizer, obrigado por ser minha mãe.

Aos colegas do curso de Mestrado da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, pelo convívio e crescimento em algumas calorosas discussões. Aos meus colegas Guto, Alysson, Rafael, Cátia e Cesar pelas horas de estudo e tempo investidos em nossos encontros.

Aos Professores da FUCAPE, em especial aos professores Diego Boente, Edvan, Poliano. À Professora Silvania pela constante paciência, incentivo e preciosos ensinamentos e conhecimentos compartilhados.

Ao Professor e Orientador, Dr. Valcemiro Nossa, pela calma, dedicação, apoio e ensinamentos durante todo o processo de orientação.

Se você pode sonhar, você pode fazer.  
(Walt Disney)

## RESUMO

Evidências apontam que a adoção de práticas de responsabilidade social corporativa (RSC) tem relação com o valor da empresa pelo fortalecimento da relação entre *stakeholders*, a construção de uma boa imagem perante a sociedade e a redução de certos tipos de riscos, entre outras formas. Estudos também afirmam que existe uma relação negativa entre as empresas familiares e o valor da empresa. A hipótese gerada é se há efeito moderador da RSC em relação às empresas familiares e não familiares. Assim, o objetivo deste estudo é investigar se a adoção de políticas de responsabilidade social tem diferente influência no valor de mercado das empresas familiares e não familiares listadas na B3. Trata-se de uma pesquisa empírica, baseada em dados secundários da Economática, Bloomberg e B3, com a realização de testes de média e análise de regressão, com corte longitudinal no período de 2005 a 2017. A análise demonstra que, em todos os cenários, os resultados se mantiveram consistentes, no sentido de que as empresas familiares integrantes do ISE apresentaram um valor de mercado superior ao das empresas não integrantes da carteira do ISE. Com esses resultados, a presente pesquisa procura contribuir para os investidores, gestores, acionistas e pesquisadores, num universo de empresas com estruturas de capital familiar e utilizadoras do ISE, com uma nova visão do cenário brasileiro na tomada de decisões sobre investimentos.

**Palavras-chave:** Responsabilidade Social Corporativa; Índice de Sustentabilidade Empresarial; Valor de Mercado; Q de Tobin; Estrutura de Capital Familiar; B3.

## ABSTRACT

In the Brazilian market, companies with family capital structure have as their positive characteristic personal sacrifice, greater employee loyalty, sensitivity and continuity. On the other hand, they have as their negative characteristic more conflicts of interest, lack of formal controls, and promotion of relatives. Nevertheless, literature presents corporate social responsibility as a tool capable of enhancing company value, by strengthening the relationship between stakeholders, building a good image before society, and reducing certain types of risks, among others ways. Given this premise, the objective of the present study is to investigate whether in the Brazilian market, the market value of companies listed in B3 is influenced by the adoption or not of a social responsibility policy, and also if this interference is also evident in family businesses. This research, therefore, is an empirical one, based on secondary data from Economática, Bloomberg and B3, with the performance of mean tests and regression analysis, with longitudinal section from 2005 to 2017, in which the regression model was worked with three different non-excluding estimators. The analyses demonstrates that in all scenarios, the results remained consistent, meaning that family members of ISE have a higher market value than companies with different characteristics. Having these results, this research contributes to the investors, managers, shareholders, and researches, within of an universe of companies with family capital structure and users of ISE, with a new vision of Brazilian scenario in investing making decision process.

**Keywords:** Corporate social responsibility; Business Sustainability Index; Market value; Q of Tobin; Family Capital Structure; B3

## SUMÁRIO

<b>Capítulo 1.....</b>	<b>8</b>
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>Capítulo 2.....</b>	<b>14</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>14</b>
2.1 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA (RSC) .....	14
2.2 ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE) .....	18
<b>2.2.1 Índice de sustentabilidade empresarial no mundo .....</b>	<b>18</b>
<b>2.2.2 Índice de sustentabilidade empresarial no brasil.....</b>	<b>20</b>
2.3 ESTRUTURA DE CAPITAL FAMILIAR .....	23
<b>Capítulo 3.....</b>	<b>28</b>
<b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA.....</b>	<b>28</b>
3.1 POPULAÇÃO, AMOSTRA E TRATAMENTO DOS DADOS .....	28
3.2. MODELO EMPÍRICO E ESTIMAÇÕES .....	30
<b>3.2.1 Modelo Empírico .....</b>	<b>30</b>
<b>Capítulo 4.....</b>	<b>37</b>
<b>4 ANÁLISE DOS DADOS .....</b>	<b>37</b>
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	37
4.2 TESTE DE MÉDIA E CORRELAÇÃO PEARSON.....	38
<b>4.2.1 Teste de Diferencia Média .....</b>	<b>38</b>
<b>4.2.1 Correlação de Person .....</b>	<b>40</b>
4.3 ANÁLISE DE REGRESSÃO.....	43
<b>Capítulo 5.....</b>	<b>48</b>
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>48</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>51</b>
<b>APÊNDICE 1: Empresas integrantes da carteira do ise.....</b>	<b>59</b>
<b>APÊNDICE 2: Estimadores utilizados.....</b>	<b>61</b>

## Capítulo 1

### 1 INTRODUÇÃO

Um dos pioneiros a estudar abertamente a responsabilidade social corporativa (RSC) foi Bowman (1963), ao afirmar que as empresas deveriam considerar os objetivos e os valores da sociedade em suas decisões e ações negociais. Pouco antes, entretanto, contrariamente, Friedman (1962) havia sustentado que a obtenção de lucros para os acionistas era a única responsabilidade social que as empresas deveriam adotar. Então, com o intuito de minimizar a divergência dos resultados obtidos por Friedman (1962) e Bowman (1963), várias outras pesquisas passaram a estudar as relações entre o valor das empresas, por meio da relação existente entre o desempenho financeiro e a sua responsabilidade social ou a adoção de um comportamento ambientalmente consciente (Carroll & Shabana, 2010).

Nesse sentido, diversos estudos têm evidenciado que as empresas que adotam uma política de responsabilidade social corporativa apresentam resultados mais eficientes e marcantes, como o aumento do valor da empresa, o fortalecimento da relação entre *stakeholders*, a construção de uma boa imagem perante a sociedade e a redução de certos tipos de riscos, entre outros resultados (Buchanan, Cao, & Chen, 2018; Du, Bhattacharya & Sen, 2010; Freguete et al., 2015; Servaes & Tamayo, 2013; Tang, Hull & Rothenberg, 2012). Freguete et al. (2015) complementam, dizendo que os efeitos positivos decorrentes da RSC são, em geral, efeitos de longo prazo, como evidenciado em pesquisas recentes (Du, Bhattacharya, & Sen, 2010; Servaes & Tamayo, 2013; Tang, Hull, & Rothenberg, 2012, Orlitzky, Schmidt, & Rynes, 2003).

Dada a importância dos conceitos de RSC e SE, a fim de possibilitar a classificação das empresas a partir desses conceitos, foram criados diversos índices de sustentabilidade, como o *Dow Jones Sustainability Indexes*, o *Domini 400 Índice Social Calvert* e o Índice social (Bouslah *et al.*, 2018). No Brasil, em 2005, também foi desenvolvido o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) pela então Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), atualmente denominada de Bolsa Balcão Brasil (B3). Esse índice é um importante instrumento de análise comparativa da performance das empresas listadas na B3, sob a ótica da responsabilidade social corporativa, baseada, em especial, no equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa. Com isso, o referido índice evidencia as empresas que visualizam e adotam as boas práticas de sustentabilidade, bem como as que estão comprometidas com a responsabilidade social corporativa (BM&FB3, 2019)

A literatura apresenta evidências da relação entre RSC e valor da empresa. Contudo, torna-se relevante saber se isso ocorre em todos os tipos de empresas. No Brasil, maior parte das empresas são classificadas como familiares, conforme demonstra os dados apresentados pela revista inglês *The Economist* na edição especial sobre a relevância das empresas familiares, sinaliza que no mercado brasileiro aproximadamente 45% das empresas com receitas superiores a 500 milhões de dólares são empresas com essa estrutura de capital (Bressan, Procianoy & Castro, 2019). Assim, as empresas com estrutura de capital familiar correspondem a mais de quatro quintos da quantidade das empresas privadas brasileiras e representam mais de três quintos da receita e dois terços das oportunidades empregos (Oro, Beuren, & Hein, 2009).

Para Dyer e Whetten (2006), as empresas com estrutura de capital familiar e com estrutura de capital não familiar apresentam aspectos positivos muito parecidos

sobre as iniciativas sociais, embora as empresas familiares sejam mais hábeis em evitar preocupações de responsabilidade social.

Contudo, segundo Donnelley (1967), apesar de as empresas familiares apresentarem como características vantajosas o sacrifício pessoal, a maior lealdade dos funcionários, a sensibilidade e a continuidade, também apresentam muitos fatores negativos, tais como o maior número de conflitos de interesses, a ausência de controles formais e a promoção de parentes. Barry (1989), por exemplo, pontua que, quando o crescimento das empresas familiares está atrelado à necessidade de uma estrutura de gestão mais profissional, elas perdem o desempenho econômico e, conseqüentemente, o valor de mercado. Aliás, nas empresas com estrutura de capital familiar, a concentração de poderes está restrita a um grupo de acionistas controladores, o que viabiliza que esse grupo influencie com mais facilidade as decisões dos gerentes, que por sua vez, possuem, geralmente, fortes vínculos com a família controladora (LaPorta, Lopez-de-Silannes, Shleifer, & Vishny, 2000). Acerca disso, na literatura encontram-se afirmações de que existe uma relação negativa entre as empresas familiares e o valor da empresa, em especial quando há membros da família no quadro da alta gestão (Costa, Galdi & Motoki, 2014).

Assim, considerando o contexto descrito, o objetivo do presente estudo é investigar o efeito moderador da adoção de políticas de responsabilidade social sobre o valor de mercado das empresas familiares e não familiares listadas na B3.

No contexto deste estudo, o ISE, como o primeiro índice de sustentabilidade da América Latina, foi criado com a finalidade de ser um referencial (*benchmark*) para os investimentos sustentáveis e responsáveis no Brasil. Por adotar um padrão internacional semelhante ao dos principais índices de sustentabilidade do mundo (Teixeira, Nossa, & Funchal, 2011), será utilizado no estudo como *proxy* de

evidenciação e admissibilidade para o mercado financeiro, ou seja, de que as empresas são comprometidas com a Responsabilidade Social Corporativa. Esse comprometimento, a seu turno, comprova que as empresas que ingressam no ISE têm boas práticas de RSC e, por isso, transmite uma mensagem positiva ao mercado (Freguete et al., 2015). Sobre essa transmissão de sinais, a teoria da sinalização de Spence (1973) explica que as entidades procuram transmiti-los com a finalidade de diminuir a assimetria de informação, de forma a facilitar para o usuário a escolha entre as diversas ofertas.

Para Buchanan, Cao e Chen (2018), há evidências de que a estrutura de capital das empresas apresenta uma relação positiva no valor de mercado das empresas que adotam uma política clara de responsabilidade social corporativa. Isso acontece em razão de os elevados custos de implementação de políticas de RSC poderem ser suprimidos ou até mesmo revogados, quando há uma evidente e significativa influência dentro do controle acionário das empresas. Já segundo Damodaran (2002), a estrutura de capital pode ser definida como uma mistura de capital escolhido pela empresa para realizar seus investimentos, podendo estes serem de origem dos proprietários das empresas ou de terceiros. Sendo que, independentemente da origem dos recursos, os seus financiadores esperam uma justa remuneração.

De outra forma, a adoção de medidas de RSC pode ser mitigada pelos elevados custos de implementação, em especial quando a estrutura de capital das empresas evidencia uma estrutura com influência significativa (Buchanan et al., 2018; Faller & zu Knyphausen-Aufseß, 2018). Portanto, em razão dos conflitos existentes entre os elevados custos e os benefícios geradores pela implementação de boas práticas de RSC, tem havido um elevado interesse de estudos

internacionais em analisar os seus efeitos sobre as empresas, em particular pelas empresas que apresentam uma estrutura de capital familiar (Lamb, & Butler, 2018).

Destarte, a fim de diferenciar este estudo de outros estudos com esta mesma temática, como Bouslah et al. (2018), Bowen (1953), Buchanan et al. (2018), Carroll (1979) Cornell & Shapiro (1987), Du et al. (2010), Erragragui (2018), Faller et al. (2018), Fauzi, Mahoney e Abdul Rahman (2007) Freguete et al. (2015), Harjoto e Laksmana (2018), McGuire, Sundgren e Schneeweis (1988), Orlitzky, Schmidt e Rynes (2003), Servaes e Tamayo (2013), Teixeira et al. (2011) e Wang e Bansal (2012) e suprir a lacuna de pesquisa, foi analisado se as empresas familiares que apresentam um valor de mercado inferior ao das empresas não familiares (Costa et al., 2014; LaPorta et al., 2000) conseguem melhorar o seu valor, mediante a adoção de boas práticas de RSC.

Para isso, realiza-se uma pesquisa empírica, baseada em dados secundários da Economatica, Bloomberg e B3, com a realização de testes de média e a análise de regressão, com corte longitudinal no período de 2005 a 2017. A finalidade é fazer do estudo um instrumento capaz de propiciar para os investidores, gestores, acionistas e pesquisadores uma nova visão do cenário brasileiro, no sentido de possibilitar a eles a descoberta dos dispêndios decorrentes da adoção de práticas de desenvolvimento sustentável, em especial aquelas baseadas no equilíbrio ambiental, na justiça social e na governança corporativa.

Dessa forma, não se trata apenas da noção de os custos diminuir a capacidade de geração de capital para os seus acionistas, mas o fato de a adoção de tais práticas, sobretudo, potencializar o valor de mercado da empresa, decorrente da boa reputação socioambiental. Dessa forma, o presente estudo também contribui para a literatura de empresas familiares, estendendo e enriquecendo o

conhecimento atual sobre a responsabilidade social corporativa e os reflexos de sua implementação sobre o valor de mercado em empresas familiares

Nos resultados, há evidências estatísticas significantes de que as empresas com estrutura de capital familiar apresentam um valor de mercado inferior ao valor das demais empresas. Todavia, quando as empresas familiares passam a compor a carteira do ISE, há evidências estatísticas significantes de reflexos positivos sobre o valor de mercado dessas empresas. Essa mudança sinaliza aos investidores e ao mercado, em geral, que as empresas familiares que apresentam uma boa política de responsabilidade social corporativa, capazes de integrar o ISE, possuem um valor de mercado superior ao daquelas que não apresentam a mesma estrutura de capital, e que poderiam compor o ISE.

Posto isso, o estudo se divide em seis seções, sendo esta, introdução, a primeira. A segunda seção apresenta o referencial teórico, em que se discute os conceitos de sustentabilidade social corporativa (RSC), índice de sustentabilidade empresarial (ISE), estrutura de capital familiar, valor de mercado das empresas, relação da estrutura de capital familiar com responsabilidade social corporativa e os seus efeitos sobre o valor de mercado. A seção seguinte demonstra os métodos de pesquisa adotados, e a quarta seção é exclusiva para mostrar os resultados obtidos. Por fim, na seção cinco faz-se conclusões e direcionamentos para pesquisas futuras, seguida das referências utilizadas.

## Capítulo 2

### 2 REFERENCIAL TEÓRICO

#### 2.1 RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA (RSC)

As primeiras referências acadêmicas sobre o tema de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) remontam à década de 1950 (Faller *et al.*, 2018). Para McWilliams e Siegel (2001), a RSC pode ser entendida como as ações que nascem para promover determinado bem social, além dos interesses empresariais evidenciados pela atividade-fim das empresas e os previstos por lei. Isso quer dizer que, as atividades de responsabilidade social não impactam apenas as partes interessadas pelo investimento, tais como acionistas e credores, mas também as partes interessadas não investidoras, tais como clientes, comunidade, organizações sociais, entre outras (Buchanan *et al.*, 2018).

Assim, a responsabilidade social corporativa, por interferir no desempenho financeiro das empresas, deve ser entendida não apenas como um conjunto de ações sustentáveis, mas como uma forma especial de investimento estratégico, visto que sua adoção poderá gerar um capital moral capaz de auxiliar na manutenção de recursos corporativos seguros (Jia & Zhang, 2013). Empresas, por exemplo, que adotam uma boa política social podem ter maior facilidade em resolver e gerenciar determinadas crises, pois a adoção de medidas sociais interfere positivamente na percepção pública da boa vontade, compensando qualquer publicidade negativa (Barnett, & Salomon, 2006).

Jia e Zhang (2013) acrescentam que a Responsabilidade Social Corporativa aumenta a confiança e os comportamentos recíprocos. Com isso, as partes interessadas, provavelmente, se sentirão mais seguras por estarem associadas a

empresas com um forte histórico de RSC e, conseqüentemente, estarão mais dispostas a investir. No mesmo sentido, Carroll (1979) afirma que o termo Responsabilidade Social Corporativa não deve estar limitado a uma única vertente, independentemente de qual seja, pois deve, obrigatoriamente, abranger os seguintes aspectos de responsabilidade: *i*) econômico: deve ser entendido como alicerce das responsabilidades, já que nenhuma empresa é capaz de sobreviver sem a produção de lucro; *ii*) legal: espera-se que as empresas sejam capazes de conciliar os objetivos econômicos com a obediência a todo o arcabouço jurídico vigente no país onde desempenha suas atividades; e *iii*) discricionariedade e social: relacionadas à prática não obrigatória de contribuir com a melhoria e o desenvolvimento social, conciliando a não obrigatoriedade legal e os seus objetivos econômicos.

Diante dessas perspectivas, conclui-se que o conceito de RSC está diretamente ligado à função objetivo da empresa (Buchanan et al., 2018), que, a seu turno, pode ser entendida a partir de duas abordagens teóricas diferentes, segundo Jensen (2010). A visão de que a Responsabilidade Social Corporativa não pode ser definida apenas sob o olhar dos interesses econômicos de uma companhia (Bouslah et al., 2018; Faller et al., 2018; McGuire et al., 1988; McWilliams & Siegel, 2001; Montiel, 2008; Orlitzky et al., 2003; Tang, Hull & Rothenberg, 2012; Wang & Bansal, 2012) se aproxima da teoria dos *stakeholders* (Teixeira et al., 2011). Em sentido contrário, Faller et al. (2018) afirmam que para Friedmann (1970), a única responsabilidade social das empresas é a produção de lucro para os acionistas, visão que se aproxima mais da perspectiva dos *shareholders*.

Explicando melhor, a teoria dos *shareholders* ou teoria da firma está associada com o objetivo primordial de uma companhia elevar ao máximo a sua

riqueza (Jensen, 2010). Os argumentos mais relevantes e favoráveis são de Jensen (2010), que pondera que, quando o valor da empresa é elevado, todos os envolvidos na relação empresarial gozarão de benefícios, não só os acionistas. Outro aspecto é que a função primordial da empresa é elevar ao máximo possível a sua riqueza, tornando necessário minimizar os conflitos que possam nascer entre os envolvidos com a empresa. Enquanto que para a teoria dos *stakeholders*, o objetivo primordial das empresas não é apenas a produção de riqueza para os acionistas, mas coordenar os interesses de todos aqueles relacionados com a empresa (acionistas e sociedade em geral). Com isso, espera-se que todas as decisões empresariais possam compreender diversos objetivos e não apenas a produção de lucros (Jensen, 2010).

Ademais, para a moderna teoria dos *stakeholders* corporativos, o valor de uma empresa não depende só do custo de reivindicações explícitas, mas também das implícitas (Jensen, 2010). Sob essa perspectiva, não são apenas os acionistas e os detentores de bônus que se interessam pelos recursos da empresa, como também as partes que fazem reivindicações explícitas sobre a empresa, como é o caso dos contratos salariais ou outros implícitos, envolvendo, por exemplo, a qualidade de serviço e de responsabilidade social (McGuire *et al.*, 1988). Se uma empresa não agir de forma socialmente responsável, por exemplo, as partes nos contratos implícitos sobre a responsabilidade social da empresa podem tentar transformar esses acordos implícitos em explícitos, o que elevará os custos sobre eles (Ibid.). Argumento esse, que reafirma a necessidade de a empresa não focar seus esforços apenas na produção de lucros para os acionistas (Ibid.).

Tomando essa divergência de perspectivas acerca da função-objetivo da empresa, surgiram vários estudos que procuraram relacionar a adoção de práticas

de RSC com o desempenho financeiro e os seus reflexos sobre o valor das empresas, como Faller *et al.* (2018); Bouslah *et al.* (2018); Wang e Bansal, 2012; Tang *et al.* (2012); Montiel, 2008; Barnett e Salomon, 2005; Orlitzky *et al.*, 2003; McWilliams e Siegel, 2001; Mcguire *et al.*, 1988.

No estudo de Buchanan *et al.* (2018), por exemplo, o efeito da RSC no valor da empresa varia com o nível de propriedade institucional influente, assim como depende da condição econômica. A partir disso, os autores concluíram que essa condição econômica interfere positivamente no valor das empresas de baixa propriedade institucional. Por outro lado, também concluíram que, durante o mesmo período de pré-crise, o efeito da RSC é significativamente menor para aquelas empresas com elevado grau de propriedade institucional, do que para as com baixo grau (Buchanan *et al.*, 2018). Esses resultados confirmam a ideia de que a adoção de uma política de sustentabilidade empresarial, por intermédio da prática de RSC, deixou de ter um viés filantrópico, passando a ter um viés mais estratégico para viabilizar que a empresa consiga uma maior vantagem competitiva (Freguete *et al.*, 2015).

Na Tabela 1 são apresentados os principais estudos sobre o tema e os resultados obtidos.

**TABELA 1: CONCLUSÃO DAS PRINCIPAIS PESQUISAS SOBRE RSC**

<b>Autor</b>	<b>Ano</b>	<b>Definição</b>
Alexander and Buchholz	1978	A RSC é um investimento contrário aos interesses dos investidores, pois é elevado. Assim sendo, as firmas que investem em RSC suportam custos adicionais, como as condições de trabalho, a adoção de práticas ambientais corretas, as doações espontâneas, a promoção do desenvolvimento da comunidade, o desenvolvimento de áreas economicamente menos favorecidas, bem como a renúncia à execução de projetos de investimentos que não possam ser enquadrados como socialmente responsáveis, suportando tais custo de oportunidade.
Aupperle, Carroll and Hatfield	1985	
Berchicci, Dowell and King	2012	
Mcguire <i>et al.</i>	1988	A RSC é um investimento favorável aos interesses dos

Barnett and Salomon	2005	investidores, pois as vantagens de se investir em boas práticas e políticas de responsabilidade social são maiores que os seus custos. Isso porque, as são indicativos de empregados mais empenhados e dedicados, maior boa vontade, relacionamento mais vantajoso com instituições financeiras, com o governo e com investidores, o que enseja uma facilidade maior no acesso de mais capitais.
McWilliams and Siegel	2001	
Orlitzky <i>et al.</i>	2003	
Montiel	2008	
Tang <i>et al.</i>	2012	
Wang & Bansal	2012	
Bouslah <i>et al.</i>	2018	
Faller <i>et al.</i>	2018	

Nota: Elaborada pelo autor.

Com base nessas pesquisas, pode-se concluir que as interpretações dos efeitos da adoção da prática de RSC ainda não são consensuais, pois para parte dos pesquisadores, a Responsabilidade Social Corporativa ainda pode ser entendida como um investimento favorável aos interesses dos investidores.

## 2.2 ÍNDICE DE SUSTENTABILIDADE EMPRESARIAL (ISE)

### 2.2.1 Índice de sustentabilidade empresarial no mundo

Criados mundialmente, os índices de Sustentabilidade Empresarial (ISE) funcionam como importantes ferramentas que viabilizam a classificação das empresas tanto em relação à responsabilidade social corporativa, quanto à sustentabilidade empresarial. Podem ser apontados como principais, o *Global Reporting Initiative* (GRI), Índice *Dow Jones* de Sustentabilidade (DJSI) e os Indicadores Ethos de Responsabilidade Social Empresarial (Teixeira *et al.*, 2011).

O *Global Reporting Initiative* (GRI), criado em 1997, pela Organização Não-Governamental Americana *Coalition for Environmentally Responsible Economics* (CERES) e pela *United Nations Environment Programme*, tem o intuito de guiar a construção de relatórios de sustentabilidade (B3, 2018). Com isso, busca também auxiliar as empresas e suas partes que estejam interessadas no entendimento e na comunicação das contribuições da organização para o alcance do desenvolvimento sustentável, de forma a aperfeiçoar os relatórios de sustentabilidade (GRI, 2013).

O índice *Dow Jones* de Sustentabilidade (DJSI), criado em 1999, tem por escopo avaliar o desempenho das empresas líderes mundiais em sustentabilidade que operam no mercado de ações (*Dow Jones Sustainability Index* [DJSI], 2018). Para isso, a carteira do DJSI é construída por meio de uma parceria realizada entre a bolsa de valores norte-americana *Dow Jones* e a empresa americana de consultoria *Robeco SAM* (*Dow Jones Sustainability Index* [DJSI], 2018). Dessa maneira, o DJSI monitora o desempenho das ações das empresas com base em critérios econômicos, ambientais e sociais. Além disso, o DJSI também é composto por vários outros índices de diferentes carteiras, segregadas por critérios geográficos e segmentos negociais (*Dow Jones Sustainability Index* [DJSI], 2018). Em suma, todos os índices utilizados pelo DJSI são importantes ferramentas de referência para os investidores que consideram a sustentabilidade como fator de decisão em seus investimentos, ao mesmo tempo que ajudam no engajamento das empresas que querem adotar as melhores práticas RSE (*Dow Jones Sustainability Index* [DJSI], 2018).

Constituídos como relevantes ferramentas de autoavaliação do desempenho organizacional em relação às boas práticas de SER, os indicadores Ethos, elaborados em 2002, são ferramentas gratuitas e de grande importância para auxiliar as empresas na incorporação da sustentabilidade e da responsabilidade social empresarial (RSE) em suas estratégias negociais. Contudo, apesar de medirem o desempenho das empresas, não servem como ferramenta de reconhecimento das ações e práticas sustentáveis ou responsáveis (Ethos, 2014).

## 2.2.2 Índice de sustentabilidade empresarial no Brasil

O índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), pioneiro na América Latina, teve início no Brasil, em 2005. Ele foi instituído com o objetivo de criar uma carteira de ações que destacasse e avaliasse o desempenho ético, econômico, social e ambiental das empresas que o integram (B3, 2019). De acordo com Teixeira *et al.* (2011), o ISE busca oferecer aos investidores um rol de empresas que se destacam das demais por suas práticas sustentáveis, que evidenciam ações baseadas na responsabilidade ética, social e ambiental sustentável, traduzindo-se na Responsabilidade Social Corporativa (RSC).

No mesmo sentido, para Andrade, Bressan, Iquiapaza, e de Melo Moreira (2013), o ISE busca incentivar investimentos que ponderam aspectos de governança corporativa e sustentabilidade empresarial, eficiência econômica, equilíbrio ambiental e justiça social. Esses mesmos autores afirmam ainda que a intenção primordial é avaliar políticas, práticas de gestão e desempenho nas dimensões econômico-financeira, social e ambiental (Pletsch, Brighenti, da Silva, & da Rosa, 2015).

De forma complementar, Freguete *et al.* (2015) pontuam que o Índice de Sustentabilidade Empresarial pondera e utiliza em sua elaboração apenas as empresas que apresentam uma melhor classificação no tocante a responsabilidade social e sustentabilidade. Conforme exposto por Teixeira *et al.* (2011), tem-se como critério de regra para ingresso na carteira do ISE, as ações que, além de serem uma das 150 (cento e cinquenta) com maior negociação nos últimos 12 (doze) meses, obedecem simultaneamente aos seguintes critérios: (a) ter participado das negociações em, pelo menos, 50% dos pregões realizados nos 12 meses anteriores

ao início da reavaliação da carteira; b) obedecer aos critérios de sustentabilidade impostos pelo Conselho Deliberativo, divididos nas seguintes dimensões: (a) relacionamento com empregados e fornecedores; (b) relacionamento com a comunidade; (c) governança corporativa; e (d) impacto ambiental de suas atividades.

Contudo, como bem apresentado por Teixeira *et al.* (2011), as ações de uma empresa, uma vez incorporadas ao ISE, não garantem definitivamente sua permanência, pelo fato de que, deixarão de fazer parte da referida carteira aquelas companhias que: (a) descumprirem qualquer um dos critérios de inclusão acima apresentados; (b) entrarem em processo de recuperação judicial ou falência durante o período vigente da carteira; (c) no caso de oferta pública, tiverem a retirada de circulação de parcela significativa de ações do mercado; d) descumprirem algum critério que altera de forma impactante seus níveis de sustentabilidade e responsabilidade social, durante o período de vigência da carteira; e) sofrerem suspensão de negociação da respectiva ação por um período superior ao de 50 dias. Esses critérios fizeram que, somente participassem das carteiras dos anos 2006 a 2017, um total de 447 empresas, totalizando 556 ações.

Na Tabela 2, constata-se ainda a constante oscilação temporal do número de empresas listadas na carteira do ISE. A título de exemplo, no ano de 2011/2012, apenas 38 empresas listadas faziam parte, e somente no ano de 2013/2014, o limite máximo de 40 empresas listadas foi alcançado. Já no ano de 2018/2019, o número de empresas foi reduzido para 30. Essas oscilações indicam que a explicação para a constante alteração do número de empresas integrantes e o não alcance máximo de empresas são os rigorosos critérios estabelecidos pela B3 para que as empresas possam ingressar na carteira do ISE (B3, 2018).

Considerando esses dados, a presente pesquisa procura averiguar se as

empresas que ingressam na carteira do ISE aumentam o seu valor de mercado. Além disso, também busca, como mencionado anteriormente, verificar se o valor de mercado das empresas tende a não sofrer alterações negativas nos anos seguintes ao seu ingresso, considerando que mesmo uma vez ingressa no ISE, sua manutenção não é certa (Nekhili, Nagati, Chtioui, & Rebolledo, 2017 e Buchanan *et al.*, 2018). De outra forma, a exclusão da empresa da carteira do ISE poderá transmitir ao mercado notícias negativas, o que indica que essa exclusão tende a diminuir o valor de mercado (Guimarães, Rover, & Ferreira 2018).

Dentro dessa tema, houve importantes estudos nacionais recentes, como os de Cavalcanti e Boente (2012); Nossa, Figueira Cezar, Silva, Baptista e Nossa (2009); Nunes, Teixeira, Nossa e Galdi (2010); Andrade *et al.* (2013); Freguete *et al.* (2015), que enfatizaram a dificuldade de se encontrar evidências sobre os elementos decisivos para a adesão de boas práticas de sustentabilidade empresarial, bem como sua relação com o valor de mercado das empresas. Essas conclusões levaram à formulação da primeira hipótese de pesquisa:

H1a: Empresas que integram o ISE apresentam um valor de mercado superior ao das empresas que não integram.

A fim de aprofundá-la mais, é preciso considerar o que diz Teixeira *et al.* (2011). de que as ações de uma empresa, uma vez incorporadas ao ISE, não garantem a sua permanência definitiva, pois o descumprimento de qualquer um dos critérios necessários de admissão leva à sua exclusão. Isso indica, portanto, a necessidade de se estudar os reflexos causados no valor de mercado das empresas quando estas ingressam pela primeira vez no ISE, assim como, quais os efeitos sobre o valor de mercado quando as ações da empresa deixam de integrar o referido índice.

A partir disso, é possível construir as seguintes hipóteses de pesquisa:

H1b: Há impacto positivo no valor de mercado das empresas no ano em que ingressam na carteira do ISE

H1c: A permanência da empresa no ISE, nos anos seguintes ao seu ingresso, não interfere no seu valor de mercado.

H1d: Há impactos negativos no valor de mercado das empresas no ano de saída da carteira do ISE.

## 2.3 ESTRUTURA DE CAPITAL FAMILIAR

A responsabilidade social corporativa não pode ser estudada de forma isolada, pela razão de que a adesão às boas práticas sociais pode influenciar o desempenho das empresas, ao mesmo tempo que estas podem ser influenciadas pela sua própria estrutura de capital. Assim, as companhias que apresentam grande participação da propriedade dos gestores podem indicar fortes sinais aos acionistas externos, de que a RSC gerará benefícios a longo prazo (Jia *et al.*, 2013).

A estrutura de capital, nesse sentido, pode ser definida como a composição de dívida de longo prazo e capital próprio mantido pela empresa (Nekhili *et al.*, 2017; Lamb & Butler, 2018), ou seja, a estrutura de capital abrange a composição das diversas fontes de financiamento da empresa (Gitman & Madura, 2003). Acrescentando mais um aspecto, Caprio, Croci, e Del Giudice (2011) afirmam que as empresas com estrutura de capital familiar são aquelas que apresentam sua origem e história ligadas a uma família, ou ainda, aquelas que mantêm na gestão membros da família. Atualmente, por exemplo, apesar de existirem vários estudos sobre a estrutura de capital familiar, não há uma definição específica e consensual sobre o

tema. Do contrário, entende-se que a definição será evidenciada sempre que um grupo familiar apresentar um elevado grau de representatividade na estrutura de propriedade das empresas e um alto poder no controle e na gestão organizacional (Berrone, Cruz, & Gomez-Mejia, 2012).

Acerca disso, pesquisas acadêmicas afirmam que empresas com estrutura de capital familiar possuem um grau mais elevado de alinhamento entre o principal e o agente. Consequentemente, os conflitos de interesse são menos evidentes (Bouzgarrou & Navatte, 2013; Chen, Chen, Cheng, & Shevlin, 2010). Acerca desses conflitos, Chen *et al.* (2010) destacam, basicamente, três razões para justificar o menor grau de conflito de interesses nas empresas de estrutura de capital familiar. O primeiro motivo é que os acionistas, normalmente, monitoram de forma mais próxima os gestores, por terem mais capital empregado nas companhias. O segundo é que, em empresas de capital familiar, os acionistas conhecem de forma mais aprofundada os objetivos, políticas e atividades da empresa, posto que são os criadores ou os seus sucessores. O terceiro e último motivo é que os acionistas familiares costumam planejar o investimento a longo prazo, enquanto que os acionistas de empresas não familiares almejam um retorno a curto prazo. Então, companhias com estrutura de capital familiar procuram mitigar as decisões dos gestores, em especial aquelas que focam um resultado a curto prazo em detrimento daquelas de longo prazo (Ibid.)

Adicionalmente, Dyer e Whetten (2006) concluíram que as empresas com estrutura de capital familiar e não familiar apresentam aspectos positivos muito parecidos com iniciativas sociais, sendo que as empresas familiares são mais hábeis em evitar preocupações de responsabilidade social do que as empresas não familiares. O que confirma o argumento de Block e Wagner (2014), de que as

empresas de estrutura de capital familiar possuem relação positiva com as dimensões da RSC, no tocante a diversidade, emprego, meio ambiente e produtos; tendo, todavia, uma relação negativa quando relacionada com a comunidade.

Na pesquisa de Lamb e Butler (2018), por exemplo, os resultados indicam que empresas de estrutura de capital familiar e firmas administradas por um CEO de família proporcionam um maior nível de práticas de RSC. Isso porque, além de os membros familiares se comportarem como administradores da empresa, também estão mais interessados na riqueza socioeconômica que pode ser obtida das atividades de sustentabilidade empresarial. Ademais, segundo os resultados apresentados por Barry (1989), as empresas de estrutura de capital familiar estão mais suscetíveis ao sucesso quando permanecem sob a liderança do empresário fundador. Por outro lado, quando o controle empresarial é transferido para os herdeiros, isto é, para as gerações futuras, é notória a perda de desempenho e de valor. Isso porque, os inúmeros prejuízos que as empresas passam a sofrer inviabilizam o seu crescimento quando dependentes da estrutura de uma gestão mais sofisticada (Ibid.).

Diante dessas diferenças, Donnelley (1967) destaca algumas desvantagens e vantagens das empresas que têm o seu controle acionário concentrado na mão de uma família. Como desvantagem, os conflitos de interesse, a falta de disciplina, as promoções especiais de parentes e, principalmente, a falta de controles formais; já como vantagens, o sacrifício pessoal, a reputação, a lealdade dos funcionários, a união entre dirigentes e acionistas, a sensibilidade e, sobretudo, a continuidade.

Nota-se, portanto, que pesquisas no cenário internacional procuram investigar se a estrutura de capital concentrada na mão de um pequeno grupo, que seja capaz de evidenciar uma influência significativa sobre a empresa, reflete no valor de

mercado das companhias, quando estas adotam políticas de sustentabilidade empresarial (Buchanan *et al.*, 2018; Fauzi *et al.*, 2007). Entretanto, em que pese as pesquisas (Lamb & Butler, 2018; Nekhili *et al.*, 2017; Miller, Le Breton-Miller & Scholnick, 2008; Miller, Breton-Miller, Lester, & Cannella Jr, 2007) que se dedicaram a investigar a relação entre RSC, estrutura de capital e valor de mercado, nenhuma estuda especificamente o mercado brasileiro.

Então, com este estudo procurou-se testar, dentro do mercado brasileiro, se os reflexos sobre o valor de mercado das empresas integrantes do ISE são potencializados ou não, conforme a estrutura de capital da empresa, e partindo das seguintes hipóteses de pesquisa formuladas:

H2a: A estrutura de capital familiar influencia negativamente o valor de mercado das empresas.

H2b: Empresas com estrutura de capital familiar e integrantes do ISE apresentam um maior valor de mercado em relação as empresas não familiares integrantes do ISE.

H2c: Empresas com estrutura de capital familiar, ao permanecerem na carteira do ISE nos anos seguintes ao seu ingresso, apresentam reflexos positivos no seu valor de mercado.

H3d: Empresas com estrutura de capital familiar, ao deixarem de integrar o ISE, apresentam reflexos negativos no seu valor de mercado.

Portanto, com base nas hipóteses de pesquisa anteriormente apresentadas, elaborou-se a ilustração 1 para demonstrar o modelo teórico desenvolvido:

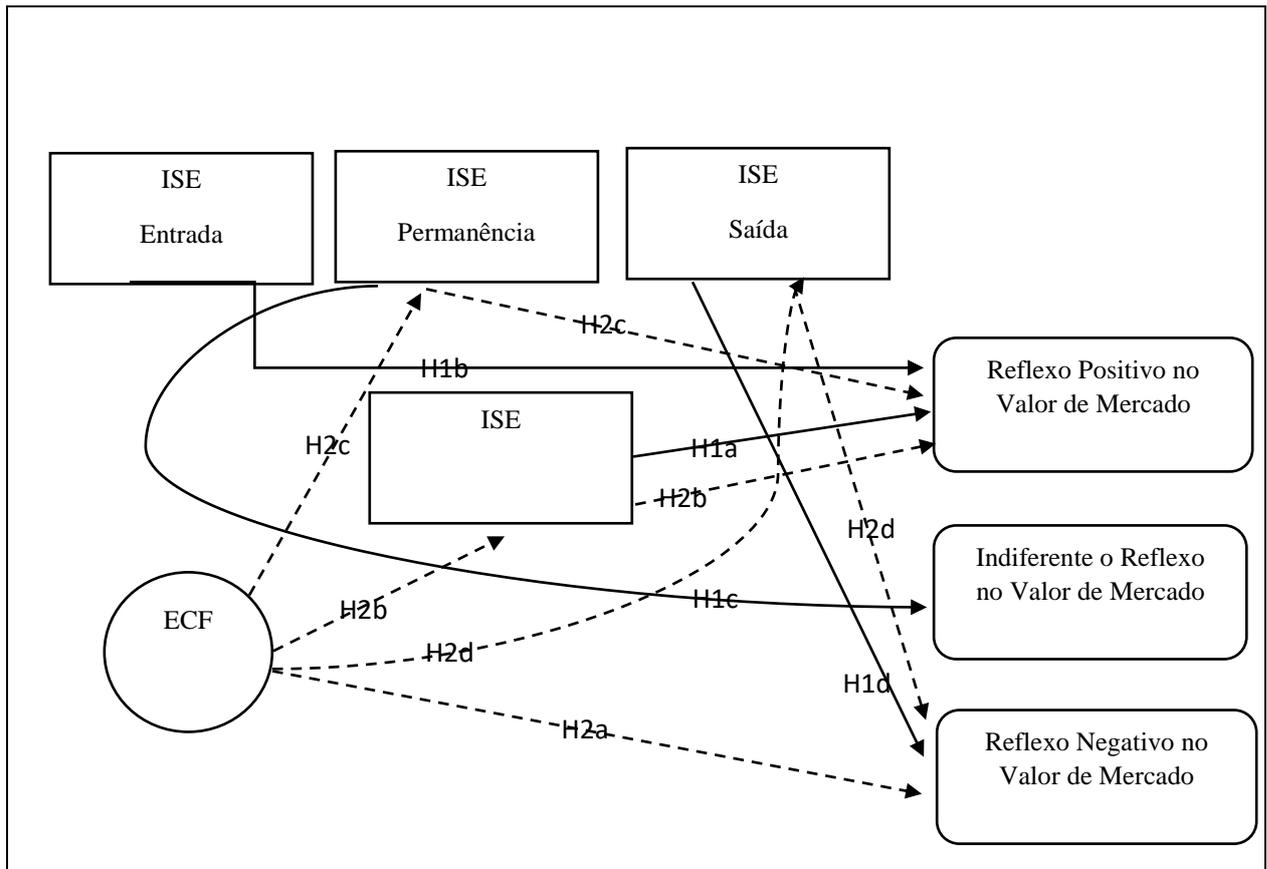


Figura 1: Modelo Teórico

Nota: Elaborado pelo autor.

## Capítulo 3

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

#### 3.1 POPULAÇÃO, AMOSTRA E TRATAMENTO DOS DADOS

Este estudo é uma pesquisa empírica, do tipo descritiva e quantitativa. A amostra utilizada é composta por todas as empresas brasileiras ativas de capital aberto listadas na bolsa de valores B3, consoante Tabela 2, e cujos dados financeiros e contábeis foram obtidos por meio de acesso à base de dados do *software* Economática. Mais especificamente, este estudo tem como objeto central de análise as empresas que compõem a carteira do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), no período de 2004 a 2017, e também as empresas que possuem uma estrutura de capital familiar. Escolheu-se esse corte longitudinal de 14 anos, um ano antes do seu início, isto é, 2005, para possibilitar uma análise de longo prazo entre os diversos grupos de tratamento e de controle. Portanto, utiliza-se o ano de 2004 como parâmetro para a obtenção de dados financeiros anteriores ao início da carteira do ISE. A ilustração 2 demonstra o número de empresas que compõem as carteiras do ISE de 2005 a 2017.

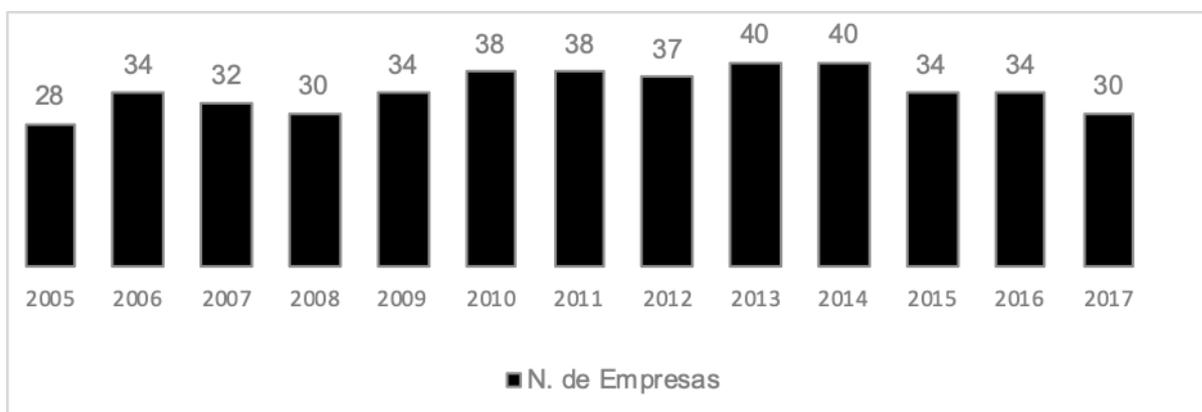


Figura 2: Resumo das empresas no ISE 2006 a 2017

Fonte: dados da B3.

Nota: Elaborado pelo Autor com dados da B3.

Outro aspecto relevante na construção da amostra de pesquisa, foi a análise e a identificação das empresas listadas na bolsa de valores que apresentam uma estrutura de capital familiar. A ilustração 3 demonstra o número dessas empresas de 2004 a 2017.

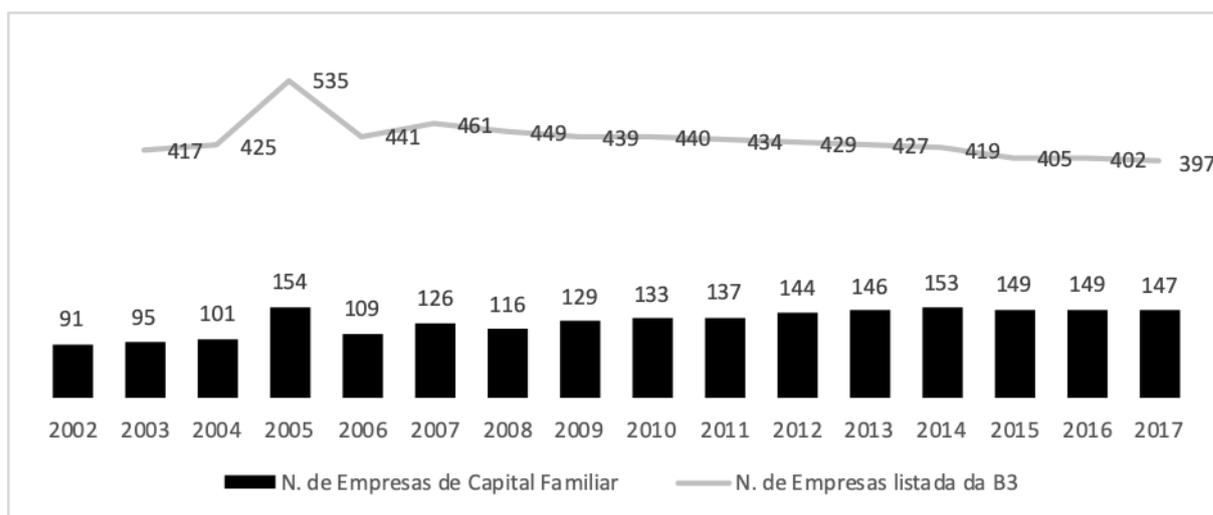


Figura 3: número de empresas com estrutura de capital familiar de 2004 a 2017

Fonte: dados da B3.

Nota: Elaborada pelo autor.

Para efeitos conceituais, considera-se uma empresa de estrutura de capital familiar, a que possui ao menos 5% do capital concentrado em uma família (Lamb & Butler, 2018). Considerando isso, dos 21 setores analisados, a amostra é composta por 353 empresas brasileiras, sendo as empresas listadas no grupo de tratamento, aquelas integrantes da carteira do ISE e que apresentam uma estrutura de capital familiar; já no grupo de controle, aquelas não listadas na carteira do ISE e que não apresentam uma estrutura de capital familiar. A Tabela 2 expõe os dados da amostra desta pesquisa coletados no *software* Economática.

**TABELA 2: SELEÇÃO DA AMOSTRA**

DEFINIÇÃO	QUANTIDADE
Números brutos de Observações dessa pesquisa nos anos de 2004 a 2017, obtidos do banco de dados do <i>software</i> Economática.	9.185
(-) Perdas de empresas sem informações de alguns dados financeiros do período de 2004 a 2017.	(6.541)
(=) Total final de Observações após filtragem	2.644

Nota: Elaborada pelo autor.

A amostra inicial, conforme a Tabela 2, possuía um total de 9.185 observações. Após o tratamento dos dados, houve uma perda de 6.541, decorrente da não divulgação de alguns dados financeiros e contábeis das empresas estudadas. Logo, no período analisado, entre 2004 e 2017, o total de observações finais da amostra é de 2.644, referente ao valor de mercado de 353 empresas.

**TABELA 3: COMPARATIVO DE EMPRESAS COM ESTRUTURA DE CAPITAL FAMILIAR INTEGRANTES DA CARTEIRA DO ISE E EMPRESAS NÃO FAMILIARES INTEGRANTES DO ISE**

	<b>Estrutura de Capital Familiar</b>	<b>Sem Estrutura de Capital Familiar</b>
<b>Com ISE</b>	100	223
<b>Sem ISE</b>	1.068	1.253

Fonte: dados da B3 e Bloomberg

Nota: Elaborada pelo autor.

Dentro do universo final de observações, 1.168 correspondem a empresas que apresentam uma estrutura de capital familiar, das quais 100 já integraram a carteira do ISE, conforme demonstrado na Tabela 3.

Posto esses dados, é preciso lembrar que, antes de estimar os modelos de regressão, foi empregada a técnica de *Winsorização*, com percentual de 1% (um por cento), cuja finalidade é minimizar os efeitos de *outliers* na possível relação existente entre variável dependente e independentes.

## 3.2. MODELO EMPÍRICO E ESTIMAÇÕES

### 3.2.1 Modelo Empírico

Neste estudo, foi avaliado se o impacto da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) no valor da firma, em especial para aquelas que apresentam estrutura de capital familiar, potencializa ou não o valor de mercado das empresas, considerando que, empresas com boa política de responsabilidade social são aquelas pertencentes e listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE).

Primeiro, estudos anteriores apontam a possibilidade de as medidas de responsabilidade social interferirem positivamente nas empresas, em especial na valorização das ações, foi o desenvolvido por Hong, Kubik e Scheinkman (2012). Os autores sugerem que uma estratégia de identificação clara é crucial para entender outras questões fundamentais sobre o nexo de responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro das empresas.

Em segundo, os efeitos da Responsabilidade Social Corporativa (RSC) sobre o valor de mercado das empresas podem nascer por meio de dois mecanismos, com efeitos completamente opostos. Por um lado, a RSC pode agregar valor à empresa por meio da solução de conflito entre gerentes e acionistas; por outro lado, pode reduzir o valor da empresa por causa da necessidade dos altos investimentos (Buchanan *et al.*, 2018). Logo, o impacto geral da RSC no valor de mercado da empresa depende de qual dessas duas vertentes é dominante, as quais podem ser influenciadas de acordo com a estrutura de capital da empresa.

Dessa forma, para testar as hipóteses de pesquisa, foi desenvolvido o seguinte modelo de regressão:

$$\begin{aligned}
 Q \text{ de Tobin}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 ISE_{it} + \beta_2 ISEe_{it} + \beta_3 ISEp_{it} + \beta_4 ISEs_{it} + \beta_5 ECF_{it} \\
 & + \beta_6 ECF_{it} \times ISE_{it} \\
 & + \beta_7 ECF_{it} \times ISEe_{it} + \beta_8 ECF_{it} \times ISEp_{it} + \beta_9 ECF_{it} \times ISEs_{it} + \beta_{10} \text{Controles}_{it} \\
 & + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

Em que:

TABELA 4: VARIÁVEIS DE PESQUISA

Variável	Sigla	Tipo	Definição	Referência	Fonte
Valor de Mercado	$Q$ de Tobin <sub>it</sub>	Explicada	valor de mercado das ações / valor total dos ativos	Buchanan <i>et al.</i> (2018); Dowell <i>et al.</i> (2000); Maury <i>et al.</i> (2005); Villalonga and Amit (2006)	Economática
Índice de Sustentabilidade Empresarial	$ISE_{it}$	Explicativa	variável <i>dummy</i> ISE, atribuído o valor 1, para empresas que integram a carteira do ISE, e valor 0, caso contrário da empresa no período.	Guimarães (2018); Buchanan <i>et al.</i> (2018); Harjoto and Laksmana, 2018; Freguete <i>et al.</i> (2015); Andrade <i>et al.</i> (2013); Jia and Zhang (2013); Lima Crisóstomo <i>et al.</i> (2011); Teixeira <i>et al.</i> (2011); Fauzi <i>et al.</i> (2007); Barnett and Salomon (2006).	B3
Ano de entrada no Índice de Sustentabilidade Empresarial	$ISEe_{it}$		variável <i>dummy</i> , atribuído o valor 1 apenas para o ano de ingresso da carteira do ISE, e o valor 0 para os demais anos da empresa no período.	Da Silva Guimarães and Nossa (2018)	B3
Permanência nos anos seguintes ao seu ingresso ISE	$ISEp_{it}$		variável <i>dummy</i> , atribuído o valor 1 para as empresas que continuaram na carteira do ISE no ano seguinte ao seu ingresso, e o valor 0 para os casos contrários.	Da Silva Guimarães and Nossa (2018)	B3
Saída do Índice de Sustentabilidade Empresarial	$ISEs_{it}$		variável <i>dummy</i> , atribuído o valor 1 para o ano de saída da carteira do ISE, e o valor 0 para os demais casos;	Da Silva Guimarães and Nossa (2018)	B3
Empresas com Estrutura de Capital Familiar	$ECF_{it}$		variável <i>dummy</i> , atribuído o valor 1 para empresas com estrutura de capital familiar, e o valor 0 para empresas com estrutura de capital não familiar;	Lamb & Butler (2018); Miller <i>et al.</i> (2008); Miller <i>et al.</i> (2007)	Economática
Relação da Estrutura de Capital Familiar com o Índice de Sustentabilidade Empresarial	$ECF_{it} \times ISE_{it}$		variável destinada a estudar a interação dos efeitos da estrutura de capital familiar com as empresas integrantes no ISE;	Berrone <i>et al.</i> (2010); Gomez-Mejia <i>et al.</i> (2007); Miller <i>et al.</i> (2014)	B3 Economática
Relação da Estrutura de Capital Familiar com a	$ECF_{it} \times ISEe_{it}$		variável destinada a estudar a interação dos efeitos da estrutura de	Berrone <i>et al.</i> (2010); Gomez-Mejia <i>et al.</i> (2007);	B3 Economática

entrada no Índice de Sustentabilidade Empresarial			capital familiar com a entrada das empresas na carteira do ISE;	Miller et al. (2014)	
Relação da Estrutura de Capital Familiar com a saída do Índice de Sustentabilidade Empresarial	$ECF_{it} \times ISE_{p_{it}}$		variável destinada a estudar a interação dos efeitos da estrutura de capital familiar com a saída das empresas na carteira do ISE;	Berrone <i>et al.</i> (2010); Gomez-Mejia <i>et al.</i> (2007); Miller et al. (2014)	B3 Económica
Relação da Estrutura de Capital Familiar com a permanência nos anos seguintes ao seu ingresso no Índice de Sustentabilidade Empresarial	$ECF_{it} \times ISE_{s_{it}}$		variável destinada a estudar a interação dos efeitos da estrutura de capital familiar com a permanência das empresas na carteira do ISE;	Berrone <i>et al.</i> (2010); Gomez-Mejia <i>et al.</i> (2007); Miller et al. (2014)	B3 Económica
Reserva de ativos	RA	Controle	razão entre o valor contábil dos bens do ativo imobilizado com os ativos totais fixo	Buchanan <i>et al.</i> (2018); Laeven and Levine (2008); Kalcheva and Lins (2007); Servaes and Tamayo (2013)	Económica
Rentabilidade	ROA		ROA	Buchanan <i>et al.</i> (2018); Laeven and Levine (2008); Kalcheva and Lins (2007); Servaes and Tamayo (2013)	Económica
Tamanho da empresa	Size		log de total de ativos	Waddock and Graves (1997) ; Nekhili <i>et al.</i> (2017) ; Buchanan et al. (2018)	Económica
Alavancagem	LEV		razão do passivo total sobre o total ativos	Waddock and Graves (1997); Nekhili <i>et al.</i> (2017); Buchanan et al. (2018)	Económica

Nota: Elaborada pelo autor.

O Q de Tobin pode ser utilizado como *proxy* do valor de mercado das empresas por três razões (Nekhili *et al.*, 2017). Primeiro, é uma forma de aferição aceita, porque se baseia nos preços do mercado de ações (Ibid.). Segundo que, as medidas baseadas no mercado refletem a noção de partes externas interessadas, podendo capturar melhor o valor a longo prazo das atividades de RSC (Orlitzky *et al.*, 2003; Nekhili *et al.*, 2017). Dentro disso, o Q de Tobin é frequentemente visto como uma avaliação dos efeitos de reputação decorrentes das diversas sinalizações ao mercado feitas pela empresa (Surroca, Tribó, & Waddock, 2010). Terceiro, o Q de Tobin pode ser usado para comparar empresas em todos os setores, já que não é afetado por convenções contábeis (Nekhili *et al.*, 2017). Colocadas essas três razões, o Q de Tobin foi calculado como nas pesquisas de Nekhili *et al.* (2017) e Buchanan *et al.* (2018), isto é, a razão do valor de mercado das ações de uma empresa (VMA) com o valor contábil do total de ativos (VTA), que pode ser evidenciado na seguinte expressão:

$$Q \text{ de Tobin} = \frac{\text{VMA}}{\text{VTA}} \quad (3)$$

Para esse cálculo, classificou-se uma empresa como familiar, quando a família é proprietária de mais de 5% do patrimônio da empresa e tem mais de um membro da família atuando como executivo ou diretor (Miller *et al.*, 2008).

As variáveis de controle foram adicionadas ao modelo com a finalidade de permitir que os resultados obtidos possam ser moderados para um maior número de fatores, como o faz as pesquisas acadêmicas que, usualmente, consideram o tamanho da empresa, o risco e o setor da empresa (Waddock, & Graves, 1997; Nekhili *et al.*, 2017; Buchanan *et al.*, 2018). Acerca do tamanho da empresa, essa é uma variável de controle importante, já que pode influenciar a sua capacidade de

realizar ações de RSC. Empresas menores, por exemplo, podem enfrentar menor capacidade de sustentar um comportamento mais ativo em relação à ação social; ao contrário das maiores que, geralmente, têm mais infraestrutura, bem como maiores níveis de fluxo de caixa. Leva-se em conta ainda o fato de que, conforme uma determinada empresa cresce, ela se torna mais visível e responsável com as demandas de diferentes partes interessadas (Lima Crisóstomo et al., 2011).

Tendo essas delimitações, a pesquisa, assim como a de Lima Crisóstomo et al. (2011), utilizou o log do total de ativos como uma aproximação do tamanho da empresa e a alavancagem da empresa pela aferição da razão do passivo total sobre o total de ativos (Edmans & Holderness, 2017).

A partir desse objetivo, o modelo empírico foi construído mediante algumas adaptações das pesquisas de Guimarães (2018), Buchanan *et al.* (2018), Harjoto and Laksmana (2018), Freguete *et al.* (2015), Andrade *et al.* (2013), Jia and Zhang (2013), Lima Crisóstomo *et al.* (2011), Teixeira *et al.* (2011), Fauzi *et al.* (2007), Barnett and Salomon (2006), Nekhili *et al.* (2017). Com base nos dados, foram adotadas as seguintes técnicas para a estimação do modelo construído.

Inicialmente, o modelo foi estimado com a aplicação da técnica de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), controlada pelo efeito fixo de setor e de ano. Nessa etapa, contudo, é preciso atentar que os resultados dessa estimativa podem ser inconsistentes, uma vez que há uma limitação na variável dependente em relação ao seu limite inferior. Isso acontece porque, quando se trata de valor de mercado, há uma trucagem no 0 (zero), tornando necessário utilizar um estimador que assegure que nenhum valor negativo seja estimado a essa variável, ou seja, ao estimador *Tobit*. Na próxima etapa, então, a base de dados será organizada em painel, e serão

adotados o estimador de efeito aleatório e efeito fixo, juntamente com os testes de *Hausman* para a definição do melhor estimador.

Por fim, é importante ressaltar que essas diferentes técnicas não são substitutas ou excludentes, já que podem ser complementares quando os resultados se mostram consistentes nas diferentes técnicas. Ao aplicá-las, portanto, é possível gerar robustez nos resultados obtidos.

## CAPÍTULO 4

### 4 ANÁLISE DOS DADOS

#### 4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 5 abaixo evidencia a estatística descritiva das variáveis dependente, independente e controles. A amostra total foi composta por 2.644 observações, o que corresponde 353 empresas, na qual a variável *dummy* ISE assume o valor 1 se a empresa integra o Índice de Sustentabilidade Empresarial da B3 e o valor 0 caso contrário; a *dummy* ISEe, 1 para o ano de entrada da empresa ao ISE, 0 caso contrário; a *dummy* ISEp, 1 para a empresa que permaneceu na carteira do ISE no ano seguinte ao seu ingresso, 0 caso contrário; a ISEs, 1 para o ano de saída ao ISE, 0 caso contrário; e *dummy* ECF, 1 se a empresa apresenta estrutura de capital familiar, sendo esta a que apresenta o percentual mínimo de 5% do capital votante pertencente a membros de uma mesma família. A Tabela 5 ainda apresenta o número de observações empresa/ano, média, desvio padrão, mediana, mínimo e máximo para interação das variáveis que evidenciam a sustentabilidade empresarial com a estrutura de capital familiar. Ademais, RA é a reserva de ativos; LEV, a alavancagem; ROA, o retorno sobre o ativo; e SIZE, o tamanho das empresas, sendo que essas variáveis foram construídas conforme a Tabela 4.

**TABELA 5: ESTATÍSTICA DESCRITIVA**

Váriavel	N. Obs.	Média	Desv. Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
Q de Tobin	2644	0,878085	0,9584409	0,5655282	0,0294356	5,487327
ISE	2644	0,1194527	0,3243804	0	0	1
ISEe	2644	0,0203402	0,1411874	0	0	1
ISEp	2644	0,0991124	0,2988682	0	0	1
ISEs	2644	0,0114645	0,1064765	0	0	1
ECF	2644	0,4417549	0,4966899	0	0	1
ECF * ISE	2644	0,0378215	0,1908004	0	0	1
ECF * ISEe	2644	0,0295008	0,1692374	0	0	1
ECF*ISEp	2644	0,0083207	0,0908549	0	0	1

ECF*ISEs	2644	0,0034039	0,582549	0	0	1
RA	2644	255,9729	234,1148	214,1097	0	857,4153
Size	2644	14,62008	1,757077	14,6937	10,3242	19,04007
Lev	2644	0,5455907	0,2059612	0,5573904	0,0295796	0,9667957
ROA	2644	0,0460019	0,0946875	0,0430509	-0,2859481	0,3947396

Nota: Elaborada pelo autor.

Pelos dados, observa-se que as empresas listadas e negociadas na B3, que apresentam estrutura de capital familiar, apresentaram uma média de 44,17%. Já as empresas integrantes na carteira do ISE exibiram uma média de 11,94%, ao passo que a média de novas empresas integrantes no ISE correspondeu a 2,03%. Por último, a média de saída do ISE foi de 1,14%, o que evidencia a baixa modificação da carteira, posto que o percentual de permanência no referido índice foi de 9,91%.

A variável de controle denominada ROA, utilizada como forma de aferir a rentabilidade das empresas, apresentou uma média de 4,6%. Nessa variável, o nível médio de alavancagem das empresas ficou com uma média de 54,55%, o que evidencia uma alta participação de recursos de terceiros na estrutura de capital das empresas analisadas.

Quanto à variável de controle que evidencia o tamanho das empresas (SIZE), observou-se uma variabilidade bem elevada, o que indica que a amostra utilizada na presente pesquisa é composta por empresas de portes diferentes.

## 4.2 TESTE DE MÉDIA E CORRELAÇÃO PEARSON

### 4.2.1 Teste de Diferencia Média

Como demonstrado na Tabela 6, foram realizados os testes de diferença de médias das variáveis independentes em relação às variáveis dependentes. Com os resultados encontrados, foi possível fazer comparações dos t-testes de médias para justificar e embasar todos os modelos de regressão utilizados no presente estudo.

TABELA 6: TESTES DE DIFERENÇA DE MÉDIAS

ISE			ISEe		
Grupo	Observações	Média	Grupo	Observações	Média
0	1,476	0,8683135	0	1,476	0,8683135
1	1,168	0,8803759	1	1,168	0,8803759
<b>Diferença</b>		-0,0003998	<b>Diferença</b>		-0,1355772
<b>P-Valor</b>		0,9940	<b>P-Valor</b>		0,2992
variável <i>dummy</i> ISE (Grupo), atribuído o valor 1 para empresas que integram a carteira do ISE, e valor 0 para o caso contrário da empresa no período.			variável <i>dummy</i> (Grupo), atribuído o valor 1 apenas para o ano de ingresso da carteira do ISE, e o valor 0 para os demais anos da empresa no período.		

ISEp			ISEs		
Grupo	Observações	Média	Grupo	Observações	Média
0	1,476	0,8683135	0	1,476	0,8683135
1	1,168	0,8803759	1	1,168	0,8803759
<b>Diferença</b>		0,0548891	<b>Diferença</b>		0,2613544**
<b>P-Valor</b>		0,5877	<b>P-Valor</b>		0,0450
variável <i>dummy</i> (Grupo), atribuído o valor 1 para as empresas que continuaram na carteira do ISE no ano seguinte ao seu ingresso, e o valor 0 para os casos contrários.			variável <i>dummy</i> (Grupo), atribuído o valor 1 para o ano de saída da carteira do ISE, e o valor 0 para os demais casos;		

ECF			ISE* ECF		
Grupo	Observações	Média	Grupo	Observações	Média
0	1,476	0,8683135	0	1,476	0,8683135
1	1,168	0,8803759	1	1,168	0,8803759
<b>Diferença</b>		-0,0120624	<b>Diferença</b>		-0,2491728**
<b>P-Valor</b>		0,7458	<b>P-Valor</b>		0,0457
variável <i>dummy</i> (Grupo), atribuído o valor 1 para empresas com estrutura de capital familiar, e o valor 0 para empresas com estrutura de capital não familiar;			variável <i>dummy</i> (Grupo), atribuído o valor 1 para empresas com estrutura de capital familiar integrantes do ISE, e o valor 0 para caso contrário.		

ISEe* ECF			ISEp* ECF		
Grupo	Observações	Média	Grupo	Observações	Média
0	1,476	0,8683135	0	1,476	0,8683135
1	1,168	0,8803759	1	1,168	0,8803759
<b>Diferença</b>		-0,4707949	<b>Diferença</b>		-0,1810272**
<b>P-Valor</b>		0,1164	<b>P-Valor</b>		0,0184
variável <i>dummy</i> (Grupo), atribuído o valor 1 apenas para o ano de ingresso da carteira do ISE das empresas com estrutura de capital familiar, e o valor 0 para os demais casos.			variável <i>dummy</i> (Grupo), atribuído o valor 1 para as empresas familiares que continuaram na carteira do ISE no ano seguinte ao seu ingresso, e o valor 0 para os casos contrários.		

ISEs* ECF		
Grupo	Observações	Média

0	1,476	0,8683135
1	1,168	0,8803759
<b>Diferença</b>		0,1968284
<b>P-Valor</b>		0,5380

variável *dummy*, atribuído o valor 1 para o ano de saída da carteira do ISE das empresas de estrutura de capital familiar, e o valor 0 para os demais casos.

Nota: Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam que a correlação é significativa aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente

Nota: Elaborada pelo autor.

Observando um nível de confiança de 95%, pode-se assegurar que não existem diferenças estatisticamente significantes do valor de mercado (Q de Tobin) entre as empresas que compõem o índice do ISE e as que não compõem. Além disso, não foram descobertas diferenças entre o valor de mercado (Q de Tobin) das estruturas de capital familiar entre os dois grupos de empresas. Por outro lado, considerando uma empresa de estrutura de capital familiar como integrante da carteira do ISE, foram identificados elementos que se mostraram estatisticamente diferentes com 95% de confiança.

Assim, empresas que compõem o índice do ISE possuem Responsabilidade Social Corporativa. Isso quer dizer então que, as empresas familiares que adotam boas práticas de RSC têm, em média, um valor de mercado superior ao das empresas não familiares que compõem a carteira, bem como, quando a comparação ocorre com as empresas com estrutura de capital familiar que não participam do ISE.

#### 4.2.1 Correlação de Person

A Tabela 7 descreve as correlações paramétricas de *Pearson* entre as variáveis de estudo. Observando os dados, pode-se afirmar que não há evidência significativa que a estrutura de capital possa influenciar no valor de mercado das empresas. Todavia, o contrário pode acontecer quando determinada empresa de

capital familiar que compõem a carteira do ISE apresenta uma correlação de 0,04907, com o valor de mercado e o nível de significância de 5%. Tanto é que no ano em que uma empresa com estrutura de capital familiar ingressa na carteira do ISE, emite-se uma sinalização favorável ao mercado, estabelecendo uma correlação positiva com o valor de mercado de 0.0447, com o mesmo nível de significância.

A correlação da variável que define uma empresa como familiar e busca aferir a sua permanência na carteira do ISE nos anos subsequentes ao da entrada, apresentou uma correlação positiva de 0.0320 e um nível de significância de 10% referente à variável de Q de Tobin. Como esperado inicialmente, essa relação corrobora com o fato de que as empresas que apresentam uma boa política de responsabilidade social elevam o seu valor de mercado.

No tocante às variáveis de controle, o tamanho da empresa, a reserva de ativos e a alavancagem (-0.1173, -0.1067, -0.2556) apresentaram uma relação negativa com o Q de Tobin, com um nível de significância de 1%. Por outro lado, a variável de controle denominada rentabilidade, com nível de 99% de confiança, teve uma correlação positiva de 0.3554.

TABELA 7 - CORRELAÇÕES PARAMÉTRICAS DE PEARSON

	Q de Tobin	ISE	ISEe	ISEp	ISEs	ECF	ECF * ISE	ECF * ISEe	ECF*IS Ep	ECF*IS Es	RA	Size	Lev	RO A	
<b>Q de Tobin</b>	1,000														
<b>ISE</b>	0,0001	1,000													
<b>ISEe</b>	0,0200	0,3912*	1,000												
<b>ISEp</b>	-0,0093	0,9005*	-0,0478	1,000											
<b>ISEs</b>	-0,0290	-0,0182	0,0091	-0,0241	1,000										
<b>ECF</b>	0,0063	0,0993*	-0,0123	0,1019*	-0,0332	1,000									
<b>ECF * ISE</b>	0,0497**	0,5315*	0,2767*	0,4458*	-0,0216	0,2229*	1,000								
<b>ECF * ISEe</b>	0,0320**	0,4674*	-0,0254	0,5191*	-0,0190	0,1960*	0,8794*	1,000							
<b>ECF*ISE p</b>	0,0447*	0,2455*	0,6285*	-0,0308	-0,0100	0,1030*	0,4620*	-0,0160	1,000						
<b>ECF*ISE s</b>	-0,0120	-0,0218	-0,0085	-0,0196	0,5366*	0,0657*	-0,0116	-10,102	-0,0054	1,000					
<b>RA</b>	-1,1281***	0,0845*	0,0523*	0,0671	0,0193	0,0971*	0,0321	0,0250	0,0209	0,2510	1,000				
<b>Size</b>	-0,1346***	0,4175*	0,1252*	0,3940	0,1196*	0,2469*	0,2195*	0,2175**	0,0558*	0,0498	0,0716*	1,000			
<b>Lev</b>	-0,2656***	0,1103*	0,0428	0,0995	0,0335	0,0693*	0,1026*	0,0876**	0,0522*	0,0406	0,0735*	0,2312*	1,000		
<b>ROA</b>	0,4741***	0,0517*	0,0336	0,0402	-0,0074	0,0415*	0,0390	0,0282	0,0294	0,0097	-0,0814*	0,0664*	-0,2512*	1,000	

Nota: Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam que a correlação é significativa aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Nota: Elaborado pelo autor.

### 4.3 ANÁLISE DE REGRESSÃO

Com base nos dados coletados, o presente estudo foi desenvolvido a partir de um modelo de regressão, estimado de três formas distintas e não excludentes uma das outras. Inicialmente, o modelo foi estimado a partir da técnica de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), controlado por efeito fixo de setor da B3 e de ano. Entretanto, como os resultados dessa estimativa poderiam se mostrar inconsistentes, uma vez que há uma limitação na variável dependente em relação ao seu limite inferior, pois quando se trata de valor de mercado há uma truncagem no 0 (zero), fez-se necessário utilizar um estimador que assegurasse que nenhum valor negativo fosse estimado a essa variável, ou seja, o estimador *Tobit*. Para isso, organizou-se a base de dados em painel e adotaram-se os estimadores de efeito aleatório e efeito fixo, mais os testes de *Hausman* para a definição do melhor estimador.

Contudo, em que pese os três estimadores utilizados não serem excludentes entre si e os resultados se mostrarem consistentes em todos os cenários, o modelo de regressão truncada à esquerda se mostrou como o mais adequado ao presente estudo, já que impediu a atribuição de um valor negativo à variável explicada, isto é, *Q* de Tobin. Então, uma vez definida a regressão truncada à esquerda como o modelo mais adequado, foi necessário ainda estimar o efeito marginal médio, cujos resultados obtidos estão dispostos na Tabela 8.

**TABELA 8 – ANÁLISE DA REGRESSÃO**

$$Q \text{ de Tobin}_{it} = \beta_0 + \beta_1 ISE_{it} + \beta_2 ISEe_{it} + \beta_3 ISEp_{it} + \beta_4 ISEs_{it} + \beta_5 ECF_{it} + \beta_6 ECF_{it} \times ISE_{it} + \beta_7 ECF_{it} \times ISEe_{it} + \beta_8 ECF_{it} \times ISEp_{it} + \beta_9 ECF_{it} \times ISEs_{it} + \beta_{10} \text{Controles}_{it} + \varepsilon_{it}$$

Váriavel	Coefficiente	Efeito Marginal (dy/dx)
----------	--------------	-------------------------

<b>ISE</b>	0.1042609	0.0681426
<b>ISEe</b>	-0.0360610	-0.0235686
<b>ISEp</b>	(omitted)	0
<b>ISEs</b>	-0.0559821	-0.0365886
<b>ECF</b>	-0.13734633***	-0.0897664***
<b>ECF * ISE</b>	0.60912914***	0.3981113***
<b>ECF * ISEe</b>	(omitted)	0
<b>ECF*ISEp</b>	-0.20992232	-0.1372005
<b>ECF*ISEs</b>	0.27775991	0.1815376
<b>RA</b>	-0.00017768**	-0.0001161**
<b>Size</b>	-0.0883564***	-0.0577477***
<b>Lev</b>	-0.4950431***	-0.323549***
<b>ROA</b>	4.4469670***	2.906437***

Nota: Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam que a correlação é significativa aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

ISE = Índice de Sustentabilidade Empresarial; ISEe = Ano de entrada no Índice de Sustentabilidade Empresarial; ISEp = permanência no ano seguinte ao de entrada no Índice de Sustentabilidade Empresarial; ISEs = Ano de saída no Índice de Sustentabilidade Empresarial; ECF = Empresa de Capital Familiar; SIZE = tamanho da empresa; LEV = Alavancagem; RA = Reserva de Ativos; ROA = Rentabilidade. O setor de Finanças e Seguros não foi excluído, pois os resultados se mantiveram coerentes com a inclusão e exclusão do referido setor.

Nota: Elaborado pelo autor.

Consoante demonstra a Tabela 8, há evidências estatisticamente significantes capazes de confirmar duas hipóteses de pesquisas, H2a e H2b. Na primeira, as empresas familiares apresentam um valor de mercado inferior ao daquelas não familiares, o que confirma a H2a e, ao mesmo tempo, corrobora com os resultados obtidos por Costa et al. (2014), quando afirmam que empresas com fortes relações familiares no controle perdem valor.

Todavia, também há elementos estatísticos que indicam que as empresas familiares integrantes do ISE possuem um valor de mercado superior ao das demais. Entretanto, quando a empresa não integra a carteira do ISE e apresenta a estrutura de capital familiar a sua relação com o valor de mercado é negativa. Isso significa que as empresas com uma estrutura de capital familiar e integrantes da cartela do ISE, por sinalizarem ao mercado boas políticas de responsabilidade social corporativa, tendem a elevar o seu valor de mercado, o que confirma a H2b.

Neste caso, da H2b, o efeito positivo, estatisticamente significativo, pode ser justificado por meio dos argumentos de Donnelley (1967), de que as empresas familiares apresentam como características vantajosas o sacrifício pessoal, a maior lealdade dos funcionários, a sensibilidade, a continuidade e a boa relação entre acionistas e familiares, somado, ainda, às características inerentes de boas ações de política social, em especial aquelas apontados por Andrade *et al.* (2013), como a governança corporativa, a sustentabilidade empresarial, a eficiência econômica, o equilíbrio ambiental e a justiça social, como características essenciais para que uma empresa possa compor a carteira do ISE, .

Portanto, ao se agregar as vantagens de uma empresa integrar o ISE e as características inerentes da sua estrutura de capital familiar, relatadas e apresentadas por Donnelley (1967), tem-se elementos essenciais para justificar os resultados do estudo. Com isso, independentemente do estimador utilizado, comprovou-se estatisticamente que as empresas familiares que integram a carteira do ISE apresentam um valor de mercado superior ao daquelas que não possuem essas duas características.

Uma explicação para isso é a de Teixeira *et al.* (2011), segundo os quais, as empresas que integram a carteira do ISE, quando comparadas com as não integrantes, podem se sobressair pelo fato de terem que comprovar a adoção de boas práticas de sustentabilidade exigidas pela B3, como: (a) o relacionamento com empregados e fornecedores; (b) o relacionamento com a comunidade; (c) a governança corporativa; e (d) o impacto ambiental de suas atividades. Assim, a partir dessa explicação, esperava-se que as empresas integrantes da carteira do ISE apresentassem um valor de mercado superior ao das empresas não integrantes. Contudo, não houve evidências estatísticas significantes para confirmar a H1a.

Da mesma forma, as hipóteses H1b, H1c, H1d, H2c e H2d também não foram confirmadas, em razão da ausência de elementos estatísticos significantes. Mais especificamente, esperava-se que a H1b, H1c e H2c apresentassem um reflexo positivo no valor de mercado das empresas, enquanto que as demais, H1d e H2d, apresentassem reflexos negativos. A base para tal resultado seria a afirmação da teoria da sinalização de Spence (1973), de que as entidades procuram transmitir sinais com a finalidade de diminuir a assimetria de informação, a fim de facilitar para o usuário a escolha entre as diversas ofertas. Logo, esperava-se que as empresas, ao ingressarem na carteira do ISE, sinalizassem aos investidores as boas práticas de sustentabilidade, que por sua vez, agregariam valor à empresa. Em sentido oposto, as empresas que fossem retiradas da carteira do ISE estariam sinalizando ao mercado que a adoção de medidas sustentáveis não estaria mais entre suas prioridades, o que inevitavelmente reduziria o seu valor de mercado. Contudo, mais uma vez, não foram encontrados elementos estatísticos significantes para confirmar tais hipóteses de pesquisa.

A Tabela 9 apresenta a relação dos resultados obtidos do modelo de regressão truncada à esquerda e as hipóteses de pesquisa:

**TABELA 9 – RELAÇÃO DOS RESULTADOS DA REGRESSÃO E HIPÓTESES DE PESQUISA**

Descrição da Hipótese de Pesquisa	Sinal Esperado	Resultado Obtido (coeficiente)	Evidência Estatística Significante
<b>H1a:</b> Empresas que integram o ISE apresentam um valor de mercado superior ao das empresas que não integram.	Positivo	0.1042609	<b>Sem</b> evidências estatísticas significantes
<b>H1b:</b> Há impacto positivo no valor de mercado das empresas no ano em que ingressa na carteira do ISE	Positivo	-0.0360610	<b>Sem</b> evidências estatísticas significantes
<b>H1c:</b> A permanência da empresa no ISE nos anos seguintes ao seu ingresso não interfere no valor de mercado.	Indiferente	(omitted)	<b>Sem</b> evidências estatísticas significantes
<b>H1d:</b> Há impactos negativos no valor de mercado das empresas no ano de saída da carteira do ISE.	Negativo	-0.0559821	<b>Sem</b> evidências estatísticas significantes
<b>H2a:</b> A estrutura de capital familiar influencia negativamente o valor de mercado das empresas.	Negativo	-0.13734633	<b>Com</b> evidências estatísticas significantes
<b>H2b:</b> Empresas com estrutura de capital familiar e integrantes do ISE apresentam um valor de mercado maior.	Positivo	0.60912914	<b>Com</b> evidências estatísticas significantes
<b>H2c:</b> Empresas com estrutura de capital familiar, ao permanecerem na carteira do ISE nos anos seguintes ao seu ingresso, apresentam reflexos positivos no seu valor de mercado.	Positivo	-0.20992232	<b>Sem</b> evidências estatísticas significantes
<b>H2d:</b> Empresas com estrutura de capital familiar, ao deixarem de integrar o ISE, apresentam reflexos negativos no seu valor de mercado.	Negativo	0.27775991	<b>Sem</b> evidências estatísticas significantes

Nota: Elaborada pelo autor.

## Capítulo 5

### 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste trabalho foi investigar se a adoção de políticas de responsabilidade social tem diferente influência no valor de mercado das empresas familiares e não familiares. A amostra utilizada foi composta por todas as empresas brasileiras ativas de capital aberta e listada na bolsa de valores B3, o que representou um total de observações finais de 2.644 (dois mil seiscentos e quarenta e quatro), das quais 1.168 (um mil e cento e sessenta e oito) observações correspondem a empresas de capital familiar, sendo que 100 (cem) já integraram a carteira do ISE.

Os resultados apontam que há evidências estatisticamente significantes de que a implementação de práticas de responsabilidade social influencia positivamente o valor de mercado das empresas com estrutura de capital familiar.

Consoante demonstrado na Tabela 9 apenas as hipóteses H2a e H2b foram confirmadas. Conforme testado na hipótese H2a, quando a empresa apresenta a estrutura de capital familiar os reflexos sobre o valor de mercado são negativos. Ou seja, o simples fato de uma empresa apresentar uma estrutura de capital familiar o seu valor de mercado tende a ser inferior aos demais tipos de empresa.

Todavia, quando as empresas familiares sinalizam ao mercado serem aderentes a responsabilidade social e passam a integrar a carteira do ISE (hipótese H2b), os reflexos sobre o valor de mercado, anteriormente negativos, por conta da estrutura de capital, passa a ser positivo, superando inclusive os efeitos sobre as empresas não familiares.

Ao contrário do evidenciado nos estudos de Faller *et al.* (2018); Bouslah *et al.* (2018); Wang e Bansal (2012); Tang *et al.* (2012); Montiel (208); Barnett e Salomon (2005); Orlitzky *et al.* (2003); McWilliams e Siegel (2001) e McGuire *et al.* (1998), os resultados da presente pesquisa apontam que para o mercado brasileiro a adoção de boas práticas e políticas de responsabilidade social, por si só, não refletem no valor de mercado das empresas.

Porém, esse cenário é diferente quando uma empresa familiar sinaliza ao mercado que é aderente as práticas de sustentabilidade empresarial e que preenche todos os requisitos para integrar a carteira do ISE. Nessas situações foram apresentadas evidências estatísticas significantes de interferência positiva sobre o valor de mercado, o que corrobora com os achados em outras pesquisas, como Lamb e Butler (2018), Nekhili *et al.* (2017), Miler *et al.* (2007), Cannella (2007), mesmo que essas pesquisas tenham estudado mercados diferentes do brasileiro.

Tais resultados podem ser justificados pela união de aspectos positivos intrínsecos as empresas familiares, como os delineados nas pesquisas de Bouzgarrou e Navatte (2013); Chen, Chen, Cheng e Shevlin (2010), com aqueles próprios a RSC e evidenciados nas pesquisas de Faller *et al.* (2018); Bouslah *et al.* (2018); Wang e Bansal (2012); Tang *et al.* (2012); Montiel (208); Barnett e Salomon (2005).

Assim, o presente estudo contribui para o aprofundamento e enriquecimento da literatura acerca de empresas familiares, mais especificamente, sobre a relação desses tipos de empresas com a responsabilidade social corporativa e os reflexos sobre o valor de mercado das empresas. Além dos resultados contribuírem na prática para o mercado, investidores, gestores sinalizando que as empresas

familiares publicamente aderentes a boas práticas de sustentabilidade apresentam um valor de mercado superior aos demais tipos de empresas.

Os resultados expostos nesta pesquisa limitam-se à amostra estudada e ao período examinado, bem como ao modelo empírico apresentado, em razão da existência de outros métodos utilizados para mensuração do valor de mercado das empresas.

Para futuras pesquisas, sugere-se analisar se a adoção de políticas de responsabilidade social interfere na volatilidade do preço das ações de empresas familiares e não familiares, essa sugestão não foi alcançada nessa pesquisa, pelo fato de não constituir como objetivo de pesquisa. Outra sugestão, seria analisar se a composição do conselho de administração com integrantes de membros da família que detém uma influência significativa das empresas reflete no valor de mercado, quando essas sinalizam ao mercado serem adeptas as melhores práticas de governança e responsabilidade social.

## REFERÊNCIAS

- Alexander, G. J., & Buchholz, R. A. (1978). Corporate social responsibility and stock market performance. *Academy of Management Journal*, 21(3), 479-486. DOI 10.2307/255728.
- Alves, J. F. V., De Luca, M. M. M., Cardoso, V. I. D. C., Vasconcelos, A. C. D., & Cunha, J. V. A. D. (2013). Relação entre desempenho econômico e desempenho ambiental de empresas no Brasil e na Espanha. *Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal do Rio Grande do Norte*, 5(2), 151-172. DOI 10.21680/2176-9036.
- Andrade, L. P., Bressan, A. A., Iquiapaza, R. A., & de Melo Moreira, B. C. (2013). Determinantes de adesão ao Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA e sua relação com o valor da empresa. *Revista Brasileira de Finanças*, 11(2). DOI <http://dx.doi.org/10.5773/rgsa.v10i1.1101>.
- Aupperle, K. E., Carroll, A. B., & Hatfield, J. D. (1985). An empirical examination of the relationship between corporate social responsibility and profitability. *Academy of Management Journal*, 28(2), 446-463. DOI <https://doi.org/10.5465/256210>
- B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. ISE- *Índice de Sustentabilidade Empresarial*. Bolsa de Valores de São Paulo. Recuperado em 23 de dezembro de 2018 de:<[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-desustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-desustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm)>.
- B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. ISE- *Índice de Sustentabilidade Empresarial*. Bolsa de Valores de São Paulo. Recuperado em 05 de março de 2019 de:<<http://iseb3.com.br/carteiras-e-questionarios-1>>. <http://iseb3.com.br/carteiras-e-questionarios-1>.
- Barnett, M. L., & Salomon, R. M. (2006). Beyond dichotomy: The curvilinear relationship between social responsibility and financial performance. *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122. DOI 10.1002/smj.557.
- Barry, B. (1989). The development of organization structure in the family firm. *Family Business Review*, 2(3), 293-315. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1989.00293.x>.
- Berchicci, L., Dowell, G., & King, A. A. (2012). Environmental capabilities and corporate strategy: Exploring acquisitions among US manufacturing firms. *Strategic Management Journal*, 33(9), 1053-1071. DOI <https://doi.org/10.1002/smj.1960>.
- Berrone, P., Cruz, C., & Gomez-Mejia, L. R. (2012). Socioemotional wealth in family firms: Theoretical dimensions, assessment approaches, and agenda for future research. *Family Business Review*, 25(3), 258-279. DOI 10.1177/0894486511435355.

- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and “the bird in the hand” fallacy. *Bell journal of economics*, 10(1), 259-270. DOI 10.2307/3003330.
- Block, J. H., & Wagner, M. (2014). The effect of family ownership on different dimensions of corporate social responsibility: Evidence from large US firms. *Business Strategy and the Environment*, 23(7), 475-492. DOI <https://doi.org/10.1002/bse.1798>.
- Bouslah, K., Kryzanowski, L., & M'Zali, B. (2018). Social performance and firm risk: impact of the financial crisis. *Journal of Business Ethics*, 149(3), 643-669. DOI <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3017-x>.
- Bouzgarrou, H., & Navatte, P. (2013). Ownership structure and acquirers performance: Family vs. non-family firms. *International Review of Financial Analysis*, 27, 123-134. DOI <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.01.002>
- Bowen, H. R. (2013). Social responsibilities of the businessman. Iowa City: *University of Iowa Press*. DOI 10.2307/j.ctt20q1w8f.
- Bowman Jr, W. S. (1963). *Capitalism and Freedom*.
- Brainard, W. C., & Tobin, J. (1968). Pitfalls in financial model building. *The American Economic Review*, 58(2), 99-122.
- Bressan, A. A., Schiehl, E., Procianoy, J. L., & Castro, L. R. K. D. (2019). Perspectivas da pesquisa em governança de empresas familiares no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 696-702. DOI <http://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2019190331>.
- Buchanan, B., Cao, C. X., & Chen, C. (2018). Corporate social responsibility, firm value, and influential institutional ownership. *Journal of Corporate Finance*, 52, 73-95. DOI 10.1016/j.jcorpfin.2018.07.004.
- Caprio, L., Croci, E., & Del Giudice, A. (2011). Ownership structure, family control, and acquisition decisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(5), 1636-1657. DOI 10.1016/j.jcorpfin.2011.09.008.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model of corporate performance. *Academy of Management Review*, 4(4), 497-505. DOI 10.2307/257850.
- Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 85-105. DOI 10.1111/j.1468-2370.2009.00275.x.
- Cavalcanti, J. M. M., & Boente, D. R. (2012). A relação de risco e retorno nas empresas integrantes do índice de sustentabilidade empresarial no período de 2008 a 2010. *Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal do Rio Grande do Norte*, 4(1), 51-71. DOI 10.21680/2176-9036.

- Chen, S., Chen, X., Cheng, Q., & Shevlin, T. (2010). Are family firms more tax aggressive than non-family firms?. *Journal of Financial Economics*, 95(1), 41-61. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.02.003>
- Cornell, B., & Shapiro, A. C. (1987). Corporate stakeholders and corporate finance. *Financial management*, 16(1) 5-14. DOI 10.2307/3665543
- Costa, C. M., Galdi, F. C., & Motoki, F. Y. (2014). Family management: creating or destroying firm value?. *Economics Bulletin*, 34(4), 2292-2302.
- da Silva Guimarães, V. A., & Nossa, V. (2014). Custos de capital e índice de sustentabilidade empresarial: relação entre as empresas brasileiras de capital aberto. *Anais do Congresso da Associação Nacional de Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis*, João Pessoa, PB, Brasil, 12.
- Damodaran, A. (2002). *Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário*. Porto Alegre: Bookman.
- Donnelley, R. G. (1967). A empresa familiar. *Revista de Administração de Empresas*, 7(23), 161-198.
- Dow Jones Sustainability Index. (2013). Dow Jones sustainability world indexes guide v.7.0. Recuperado de <http://www.sustainability-indeces.com>.  
*Dow Jones Sustainability Index*. (2013).
- Dow Jones sustainability world indexes. Recuperado de [http://djindexes.com/mdsidx/downloads/fact\\_info/Dow\\_Jones\\_Sustainability\\_World\\_Index\\_Fact\\_Sheet.pdf](http://djindexes.com/mdsidx/downloads/fact_info/Dow_Jones_Sustainability_World_Index_Fact_Sheet.pdf).
- Dowell, G., Hart, S., & Yeung, B. (2000). Do corporate global environmental standards create or destroy market value?. *Management science*, 46(8), 1059-1074. DOI 10.1287/mnsc.46.8.1059.12030
- Du, S., Bhattacharya, C. B., & Sen, S. (2010). Maximizing business returns to corporate social responsibility (CSR): The role of CSR communication. *International journal of management reviews*, 12(1), 8-19. DOI 10.1111/j.1468-2370.2009.00276.x
- Dyer Jr, W. G., & Whetten, D. A. (2006). Family firms and social responsibility: Preliminary evidence from the S&P 500. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 30(6), 785-802. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00151.x>
- Edmans, A., & Holderness, C. G. (2017). Blockholders: A survey of theory and evidence. DOI <https://doi.org/10.1016/bs.hecg.2017.11.002>
- Erragragui, E. (2018). Do creditors price firms' environmental, social and governance risks?. *Research in International Business and Finance*, 45, 197-207. DOI <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.151>

- Ethos. (2013). *Indicators of corporate social responsibility*. Recuperado de <http://www.ethos.org.br>.
- Ethos. (2014). *Indicadores Ethos para negócios sustentáveis e responsáveis*. Recuperado de <http://www3.ethos.org.br/conteudo/iniciativas/indicadores>.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2014). *Sustainability reporting guidelines*. Recuperado de <http://www.globalreportinginitiative.org>.
- Faller, C. M., & zu Knyphausen-Aufseß, D. (2018). Does equity ownership matter for corporate social responsibility? A literature review of theories and recent empirical findings. *Journal of Business Ethics*, 150(1), 15-40. DOI 10.1007/s10551-016-3122-x.
- Fassin, Y., Van Rossem, A., & Buelens, M. (2011). Small-business owner-managers' perceptions of business ethics and CSR-related concepts. *Journal of Business ethics*, 98(3), 425-453. DOI 10.1007/s10551-010-0586-y.
- Fauzi, H., Mahoney, L. S., & Abdul Rahman, A. (2007). Institutional ownership and corporate social performance: Empirical evidence from Indonesian companies. *Issues in Social and Environmental Accounting*, 1(2), 334-347. DOI 10.22164/isea.v1i2.21
- Freguete, L. M., Nossa, V., & Funchal, B. (2015). Corporate social responsibility and Brazilian firms' financial performance. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(2), 232-248. DOI 10.1590/1982-7849rac20151873
- Gitman, L. J., & Madura, J. (2003). *Administração financeira: uma abordagem gerencial*. São Paulo: Addison Wesley.
- Global Reporting Initiative (GRI). (2014). *G4: Diretrizes para relato de sustentabilidade – Princípios para relato e conteúdos padrão*. Recuperado de <http://www.globalreportinginitiative.org>.
- Gomez-Mejia, L. R., Haynes, K., Nuñez-Nickel, M., Jacobson, K. J. L., & Moyano-Fuentes, J. (2007). *Socioemotional wealth and business risks in family-controlled firms: Evidence from Spanish olive oil mills*. *Administrative Science Quarterly*, 52, 106-137. DOI <https://doi.org/10.2189/asqu.52.1.106>.
- Guimarães, E. F., Rover, S., & Ferreira, D. D. M. (2018). A participação no índice de sustentabilidade empresarial (ISE): Uma comparação do desempenho financeiro de bancos participantes e não participantes da carteira. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(1). DOI 10.4025/enfoque.v37i1.34859.
- Harjoto, M., & Laksmana, I. (2018). The impact of corporate social responsibility on risk taking and firm value. *Journal of Business Ethics*, 151(2), 353-373. DOI 10.1007/s10551-016-3202-y.

- Hong, H., Kubik, J. D., & Scheinkman, J. A. (2012). Financial constraints on corporate goodness. No. 18476, NBER Working Papers, *National Bureau of Economic Research*. DOI 10.3386/w18476
- Jensen, M. C. (2010). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 32-42. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2001.tb00434.x>.
- Jia, M., & Zhang, Z. (2013). Managerial ownership and corporate social performance: evidence from privately owned Chinese firms' response to the Sichuan earthquake. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 20(5), 257-274. DOI <https://doi.org/10.1002/csr.1289>.
- John, K., & Williams, J. (1985). Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02363.x>.
- Kalcheva, I., & Lins, K. V. (2007). International evidence on cash holdings and expected managerial agency problems. *The Review of Financial Studies*, 20(4), 1087-1112. DOI <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm023>.
- Kothari, S. P. (2001). Capital markets research in accounting. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 105-231. DOI [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00030-1](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00030-1).
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (2000). Agency problems and dividend policies around the world. *The journal of finance*, 55(1), 1-33. DOI <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00199>.
- Laeven, L., & Levine, R. (2007). Complex ownership structures and corporate valuations. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 579-604. DOI <https://doi.org/10.1093/rfs/hhm068>.
- Lamb, N. H., & Butler, F. C. (2018). The influence of family firms and institutional owners on corporate social responsibility performance. *Business & Society*, 57(7), 1374-1406. DOI <https://doi.org/10.1177/0007650316648443>.
- Lev, B., & Thiagarajan, S. R. (1993). Fundamental information analysis. *Journal of Accounting research*, 190-215. DOI 10.2307/2491270.
- Lima Crisóstomo, V., de Souza Freire, F., & Cortes de Vasconcellos, F. (2011). Corporate social responsibility, firm value and financial performance in Brazil. *Social Responsibility Journal*, 7(2), 295-309. DOI <https://doi.org/10.1108/174711111111141549>.
- López, M. V., García, A., & Rodríguez, L. (2007). Sustainable development and corporate performance: A study based on the Dow Jones sustainability index. *Journal of Business Ethics*, 75(3), 285-300. DOI 10.1007/s10551-006-9253-8.

- Malta, T. L., & de Camargos, M. A. (2016). Variáveis da análise fundamentalista e dinâmica e o retorno acionário de empresas brasileiras entre 2007 e 2014. *REGE-Revista de Gestão*, 23(1), 52-62. DOI <https://doi.org/10.1016/j.rege.2015.09.001>.
- Martinez, A. L., & Martins, V. A. M. (2016). Alavancagem financeira e agressividade fiscal no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 10(3), 4-22. DOI <http://dx.doi.org/10.9771/rc-ufba.v10i3.18383>.
- Maury, B., & Pajuste, A. (2005). Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1813-1834. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.07.002>.
- McGuire, J. B., Sundgren, A., & Schneeweis, T. (1988). Corporate social responsibility and firm financial performance. *Academy of management Journal*, 31(4), 854-872. DOI <https://doi.org/10.5465/256342>.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (2001). Corporate social responsibility: A theory of the firm perspective. *Academy of management review*, 26(1), 117-127. DOI <https://doi.org/10.5465/amr.2001.4011987>.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., & Scholnick, B. (2008). Stewardship vs. stagnation: An empirical comparison of small family and non-family businesses. *Journal of Management Studies*, 45(1), 51-78. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2007.00718.x>.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Minichilli, A., Corbetta, G., & Pittino, D. (2014). When do Non-Family CEOs Outperform in Family Firms? Agency and Behavioural Agency Perspectives. *Journal of Management Studies*, 51(4), 547-572. DOI <https://doi.org/10.1111/joms.12076>.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051. DOI <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I., Lester, R. H., & Cannella Jr, A. A. (2007). Are family firms really superior performers?. *Journal of corporate finance*, 13(5), 829-858. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2007.03.004>.
- Montiel, I. (2008). Corporate social responsibility and corporate sustainability: Separate pasts, common futures. *Organization & Environment*, 21(3), 245-269. DOI <https://doi.org/10.1177/1086026608321329>.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), 187-221. DOI [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0).
- 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, 41-52. DOI  
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>.

- Nossa, V., Figueira Cezar, J., Silva Junior, A. D., Silva Baptista, É. C., & Neris Nossa, S. (2009). A relação entre o retorno anormal e a responsabilidade social e ambiental: um estudo empírico na BOVESPA no período de 1999 a 2006. *BBR-Brazilian Business Review*, 6(2).
- Nunes, J. G., Teixeira, A. J., Nossa, V., & Galdi, C. F. (2010). Análise das variáveis que influenciam a adesão das empresas ao índice BM&F BOVESPA de sustentabilidade empresarial. *Revista Base (Administração E Contabilidade) Da UNISINOS*, 7(4).
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*, 24(3), 403-441. DOI  
<https://doi.org/10.1177/0170840603024003910>
- Oro, I. M., Beuren, I. M., & Hein, N. (2009). Análise da eficiência de empresas familiares brasileiras. *RAE-Eletrônica*, 8(2), 1. DOI  
<http://dx.doi.org/10.1590/S1676-56482009000200006>
- Ou, J. A., & Penman, S. H. (1989). Accounting measurement, price-earnings ratio, and the information content of security prices. *Journal of accounting research*, 111-144. DOI 10.2307/2491068
- Pletsch, C. S., Brighenti, J., da Silva, A., & da Rosa, F. S. (2015). Perfil da evidenciação ambiental das empresas listadas no índice de sustentabilidade empresarial. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(3), 57-77.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40. DOI 10.2307/3003485.
- Servaes, H., & Tamayo, A. (2013). The impact of corporate social responsibility on firm value: The role of customer awareness. *Management science*, 59(5), 1045-1061. DOI <https://doi.org/10.1287/mnsc.1120.1630>.
- Spence, M. (1973). Job market signaling. *Quartely Journal of Economics*, 87, p. 355-374. DOI <https://doi.org/10.2307/1882010>
- Surroca, J., Tribó, J. A., & Waddock, S. (2010). Corporate responsibility and financial performance: The role of intangible resources. *Strategic management journal*, 31(5), 463-490. DOI <https://doi.org/10.1002/smj.820>
- Tang, Z., Hull, C. E., & Rothenberg, S. (2012). How corporate social responsibility engagement strategy moderates the CSR–financial performance relationship. *Journal of Management Studies*, 49(7), 1274-1303. DOI  
<https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2012.01068.x>.
- Teixeira, E. A., Nossa, V., & Funchal, B. (2011). The corporate sustainability index (CSI) and the impacts on indebtedness and risk perception. *Revista*

*Contabilidade & Finanças*, 22(55), 29-44. DOI <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>.

Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value?. *Journal of financial Economics*, 80(2), 385-417. DOI <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.12.005>.

Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance–financial performance link. *Strategic management journal*, 18(4), 303-319. DOI [https://doi.org/10.1002/\(SICI\)1097-0266\(199704\)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G](https://doi.org/10.1002/(SICI)1097-0266(199704)18:4<303::AID-SMJ869>3.0.CO;2-G).

Wang, T., & Bansal, P. (2012). Social responsibility in new ventures: profiting from a long-term orientation. *Strategic Management Journal*, 33(10), 1135-1153. DOI <https://doi.org/10.1002/smj.1962>.

## APÊNDICE 1: EMPRESAS INTEGRANTES DA CARTEIRA DO ISE

### 2005/2006

ALL America Latina, Aracruz, Belgo Mineira, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, CCR Rodovias, Celesc, Cemig, Cesp, Copel, Copesul, CPFL Energia, DASA, Eletrobrás, Eletropaulo, Embraer, Gol, Iochpe-Maxion, Itaubanco, Itausa, Natura, Perdigão, Suzano Papel, Tractebel, Unibanco, VCP e WEG.

### 2006/2007

Acesita, All América Latina, Aracruz, Arcelor BR, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, CCR Rodovias, Celesc, Cemig, Coelce, Copel, CPFL Energia, Dasa, Eletropaulo, Embraer, Energias do Brasil (EDP), Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Gol, Iochpe-Maxion, Itaubanco, Itausa, Localiza, Natura, Perdigão, Petrobrás, Suzano Papel, Suzano PETR, TAM, Tractebel, Ultrapar, Unibanco e VCP.

### 2007/2008

AES Tietê, Acesita, Aracruz, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, CCR Rodovias, Cemig, Cesp, Coelce, Copel, CPFL Energia, DASA, Eletrobrás, Eletropaulo, Embraer, Energias do Brasil (EDP), Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Iochpe-Maxion, Itaubanco, Light, Natura, Perdigão, Petrobrás, Sabesp, Sadia, Suzano Papel, Suzano Petroquímica, Tractebel, VCP e WEG.

### 2008/2009

AES Tiete, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, Celesc, Cemig, Cesp, Coelce, CPFL Energia, DASA, Duratex, Eletrobrás, Eletropaulo, Embraer, Energias do Brasil (EDP), Gerdau, Metalúrgica Gerdau, Itaubanco, Light, Natura, Odontoprev, Perdigão, Sabesp, Sadia, Suzano Papel, Telemar, TIM Participações, Tractebel, Unibanco e VCP.

### 2009/2010

AES Tietê, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, BRF Foods, Cemig, Cesp, Coelce, Copel, CPFL Energia, Dasa, Duratex, Eletrobras, Eletropaulo, Embraer, Energias BR, Even, Fibria, Gerdau, Gerdau Met, Inds Romi, Itau S/A, Itau Unibanco, Light S/A, Natura, Redecard, Sabesp, Sul América, Suzano Papel, Telemar, Tim Part S/A, Tractebel, Usiminas e Vivo.

### 2010/2011

AES Tietê, Anhanguera, Bicbanco, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, BRF Foods, Cemig, Cesp, Coelce, Copasa, Copel, CPFL Energia, Duratex, Eletrobras, Eletropaulo, Embraer, Energias BR, Even, Fibria, Gerdau, Gerdau Met, Inds Romi, Itau SA, Itau Unibanco, Light S/A, Natura, Redecard, Sabesp, Santander, Sul América, Suzano Papel, Telemar, Tim Part S/A, Tractebel, Ultrapar, Vale e Vivo.

### 2011/2012

AES Tiete, Anhanguera, Banco do Brasil, Bicbanco, Bradesco, Braskem, BRF Brasil Foods, CCR, Cemig, Cesp, Copel, Coelce, Copasa, CPFL Energia, Duratex, Energias do Brasil, Ecorodovias, Eletrobras, Eletropaulo, Embraer, Even, Fibria, Gerdau, Gerdau Met, Itausa, Itau Unibanco, Light S/A, Natura, Redecard, Sabesp, Santander, Sulamérica, Suzano Papel, Telemar, Tim Part S/A, Tractebel, Ultrapar e Vale.

### 2012/2013

AES Tiete, Banco do Brasil, Bicbanco, Bradesco, Braskem, BRF Brasil Foods, CCR, Cemig, Cesp, Copel, Coelce, Copasa, CPFL Energia, Duratex, Energias do Brasil, Ecorodovias, Eletrobras, Eletropaulo, Even, Fibria, Gerdau, Gerdau Met, Itausa, Itau Unibanco, Light S/A, Natura,

Sabesp, Santander, Sulamérica, Suzano Papel, Telefonica, Telemar, Tim Part S/A, Tractebel, Ultrapar, Vale e WEG.

**2013/2014**

AES Tietê, B2W Digital, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, BRF SA, BicBanco, CCR SA, Cemig, Cielo, Coelce, Copel, CPFL Energia, Duratex, Ecorodovias, Eletrobrás, Eletropaulo, Embraer, Energias BR (EDP), Even, Fibria, Fleury, Gerdau, Gerdau Met, Itau Unibanco, Itausa, JSL, Klabin S/A, Light S/A, Lojas Americanas, Lojas Renner, Natura, Sabesp, Santander, SulAmerica, Telef Brasil (Telefônica), Tim Part S/A, Tractebel, Vale e Weg.

**2015/2016**

AES Tietê, B2W Digital, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, BRF SA, CCR SA, Cemig, Cesp, Cielo, Copel, CPFL Energia, Energias BR (EDP) Duratex, Ecorodovias, Eletrobrás, Eletropaulo, Embraer, Engie Brasil Energia\*\*, Even, Fleury, Klabin S/A, Fibria, Itau Unibanco, Itausa, Light S/A, Lojas Americanas, Lojas Renner, Natura, Telef Brasil (Telefônica), Tim Part S/A, Santander, SulAmerica, CCR SA, e Weg.

**2016/2017**

AES Tietê, B2W, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, BRF, CCR, Celesc, Cemig, Cielo, Copel, CPFL, Duratex, Ecorodovias, EDP, Eletrobras, Eletropaulo, Embraer, Engie\*, Fibria, Fleury, Itaúsa, Itaú Unibanco, Klabin, Lojas Americanas, Lojas Renner, Light, MRV, Natura, Santander, SulAmerica, Telefônica, TIM, Weg.

**2017/2018**

AES Tiete, B2W, Banco do Brasil, Bradesco, Braskem, CCR, Celesc, Cemig, Cielo, Copel, CPFL, Duratex, Ecorodovias, EDP, Eletropaulo, Engie, Fibria, Fleury, Itaú Unibanco, Itaúsa, Klabin, Light, Lojas Americanas, Lojas Renner, MRV, Natura, Santander, Telefônica, Tim, Weg.

## APÊNDICE 2: ESTIMADORES UTILIZADOS.

MQO		TOBIT		PAINEL	
Váriavel	Coeficiente	Váriavel	Coeficiente	Q de Tobin	Coeficiente
ISE	0.10426092**	ISE	0.1042609	ISE	0,03198713
ISEe	-0.0360609	ISEe	-0.0360610	ISEe	-0,0169559
ISEp	(omitted)	ISEp	(omitted)	ISEp	(omitted)
ISEs	-0.0559820	ISEs	-0.0559821	ISEs	-0,0812922
ECF	-0.1373463***	ECF	-0.13734633***	ECF	-0.0457620
ECF * ISE	0.0609129***	ECF * ISE	0.60912914***	ECF * ISE	0.28984556*
ECF * ISEe	(omitted)	ECF * ISEe	(omitted)	ECF * ISEe	(omitted)
ECF*ISEp	-0.2099223	ECF*ISEp	-0.20992232	ECF*ISEp	-0.2436698
ECF*ISEs	0.2777599	ECF*ISEs	0.27775991	ECF*ISEs	0.0216781
RA	-0.0001777***	RA	-0.00017768**	RA	-0.00022126***
Size	-0.0883564***	Size	-0.0883564***	Size	-0.13114729***
Lev	-0.4950431***	Lev	-0.4950431***	Lev	-0.63382783***
ROA	4.4469670***	ROA	4.4469670***	ROA	2,3666419***

Nota: Os símbolos \*\*\*, \*\* e \* indicam que a correlação é significativa aos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

ISE = Índice de Sustentabilidade Empresarial; ISEe = Ano de entrada no Índice de Sustentabilidade Empresarial; ISEp = permanência no ano seguinte ao de entrada no Índice de Sustentabilidade Empresarial; ISEs = Ano de saída no Índice de Sustentabilidade Empresarial; ECF = Empresa de Capital Familiar; SIZE = tamanho da empresa; LEV = Alavancagem; RA = Reserva de Ativos; ROA = Rentabilidade.

O setor de Finanças e Seguros não foi excluído, pois os resultados se mantiveram coerentes com a inclusão

e exclusão do referido setor.

Nota: Elaborado pelo autor.