



Universidade Federal do Pampa

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO PAMPA
CAMPUS SANT'ANA DO LIVRAMENTO
GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

LEONARDO PIRES FERREIRA

**GOVERNANÇA E RESPONSABILIDADE CORPORATIVA: A Influência do
Conselho de Administração no Desempenho ESG de Empresas Listadas no ISE**

TRABALHO DE CURSO

LEONARDO PIRES FERREIRA

GOVERNANÇA E RESPONSABILIDADE CORPORATIVA: A Influência do Conselho de Administração no Desempenho ESG de Empresas Listadas no ISE

Trabalho de curso apresentado ao Curso de Administração, da Universidade Federal do Pampa (UNIPAMPA, RS) como requisito para obtenção do título de Bacharel em Administração.

Aprovado em 30 de junho de 2025:

Universidade Federal do Pampa - Unipampa
(Professora Vanessa Rabelo Dutra)

Universidade Federal do Pampa - Unipampa
(Professora Silvia Amélia Mendonça Flores)

Universidade Federal do Pampa - Unipampa
(Professora Lucelia Ivonete Juliani)

RESUMO

Este trabalho de curso investiga a influência das características do conselho de administração no desempenho ESG (*Environmental, Social, and Governance*) de empresas brasileiras de capital aberto listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3. Utilizando uma abordagem descritiva e quantitativa, com análise de dados em painel de 2021 a 2023, o estudo examina a relação entre diversas características do conselho e o desempenho ESG. Os resultados confirmaram que empresas de maior porte devido a sua grande capacidade estrutural possuem melhor desempenho ESG e que conselhos maiores são mais avessos a riscos ESG e de imagem e por isso possuem significância positiva no desempenho ESG. A dualidade do CEO e a presença de mulheres no conselho não apresentaram significância estatística, contrariando parte da literatura. Além disso, a independência do conselho revelou uma relação negativa com o desempenho ESG, sugerindo dinâmicas específicas do mercado brasileiro. A idade dos conselheiros também demonstrou uma relação negativa, indicando que conselheiros mais jovens podem estar mais alinhados com práticas sustentáveis. Este estudo oferece insights práticos para gestores e investidores interessados em aprimorar estratégias de governança e sustentabilidade corporativa no Brasil.

Palavras-chave: Governança corporativa; Desempenho ESG; Conselho de administração; ISE.

GOVERNANCE AND CORPORATE RESPONSIBILITY: The Influence of the Board of Directors on the ESG Performance of Companies Listed on the ISE

ABSTRACT

This course paper investigates the influence of board of directors' characteristics on the ESG (Environmental, Social, and Governance) performance of Brazilian publicly traded companies listed on B3's Corporate Sustainability Index (ISE). Using a descriptive and quantitative approach, with panel data analysis from 2021 to 2023, the study examines the relationship between various board characteristics and ESG performance. The results confirmed that larger companies, due to their significant structural capacity, exhibit better ESG performance, and that larger boards are more averse to ESG and reputational risks, thus showing a positive significance in ESG performance. CEO duality and the presence of women on the board did not show statistical significance, contradicting part of the literature. Furthermore, board independence revealed a negative relationship with ESG performance, suggesting specific dynamics of the Brazilian market. The age of board members also showed a negative relationship, indicating that younger board members may be more aligned with sustainable practices. This study offers practical insights for managers and investors interested in improving corporate governance and sustainability strategies in Brazil.

Keywords: Corporate governance; ESG performance; Board of directors; ISE.

GOBERNANZA Y RESPONSABILIDAD CORPORATIVA: La influencia del Consejo de Administración en el desempeño ESG de las empresas listados en ESE

RESUMEN

Este trabajo de curso investiga la influencia de las características del consejo de administración en el desempeño ESG (Environmental, Social, and Governance) de empresas brasileñas de capital abierto listadas en el Índice de Sostenibilidad Empresarial (ISE) de la B3. Utilizando un enfoque descriptivo y cuantitativo, con análisis de datos de panel de 2021 a 2023, el estudio examina la relación entre diversas características del consejo y el desempeño ESG. Los resultados confirmaron que las empresas de mayor tamaño, debido a su gran capacidad estructural, presentan un mejor desempeño ESG, y que los consejos más grandes son más reacios a los riesgos ESG y de imagen, por lo que tienen una significancia positiva en el desempeño ESG. La dualidad del CEO y la presencia de mujeres en el consejo no mostraron significancia estadística, contradiciendo parte de la literatura. Además, la independencia del consejo reveló una relación negativa con el desempeño ESG, sugiriendo dinámicas específicas del mercado brasileño. La edad de los consejeros también mostró una relación negativa, indicando que los consejeros más jóvenes pueden estar más alineados con prácticas sostenibles. Este estudio ofrece insights prácticos para gerentes e inversores interesados en mejorar las estrategias de gobierno corporativo y sostenibilidad en Brasil.

Palabras clave: Gobierno corporativo; Desempeño ESG; Consejo de administración; ISE.

1 INTRODUÇÃO

O conceito de ESG (*Environmental, Social, and Governance*) tem ganhado relevância como um dos principais parâmetros para avaliar o desempenho sustentável e ético das empresas (Barbosa *et al.*, 2023). Representando um conjunto de práticas e critérios que visam medir o impacto ambiental, social e de governança corporativa das organizações, o ESG reflete a responsabilidade empresarial para além dos resultados financeiros tradicionais (Pérez *et al.*, 2022).

O termo ESG surgiu em 2004, com a publicação do relatório *Who Care Wins*, resultado de uma iniciativa do Pacto Global com o Banco Mundial. Desde então, sua importância tem crescido continuamente, sendo integrado às práticas de mercado e se tornando um diferencial estratégico, especialmente para as empresas listadas em bolsas de valores (Pacto Global, 2024). Eventos como a crise financeira de 2008 e o desastre ambiental causado pela explosão da plataforma Deepwater Horizon no Golfo do México intensificaram a pressão por maior responsabilidade corporativa, ampliando a adoção de práticas alinhadas aos critérios ESG (Milone, 2013; Torga *et al.*, 2023).

No Brasil, a governança corporativa começou a ganhar destaque no início dos anos 2000. Em 2001, a B3 lançou o Índice de Governança Corporativa (IGC), posteriormente renomeado como Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada. Em 2005, introduziu o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), com o objetivo de avaliar o desempenho dos ativos e auxiliar investidores na seleção de ações (ISEBR, 2024). Já em 2010, foi introduzido o Índice de Carbono Eficiente (ICO2), voltado para fomentar o debate sobre as mudanças climáticas e reforçar a transparência nas operações corporativas. Essa iniciativa evidenciou a relevância dos ativos intangíveis na análise de sustentabilidade, demonstrando como a divulgação de informações ambientais pode impactar a avaliação das empresas. Essas iniciativas evidenciam o compromisso da B3 com a promoção e o fortalecimento das práticas ESG no mercado financeiro (Bastos, 2024; Borges *et al.*, 2024).

Em um mapeamento colaborativo realizado em 2022, a *Global Sustainable Investment Alliance* constatou um crescimento no valor absoluto dos ativos de investimento sustentável em países como Estados Unidos, Canadá, Japão, Austrália, Nova Zelândia e Europa. Esse aumento tem atraído a atenção dos investidores, com destaque para os Estados Unidos, onde os investimentos sustentáveis aumentaram em 20% (GSIA, 2022). De forma semelhante, encontrou-se uma expansão nos fundos de investimento sustentáveis, cujos ativos dobraram em 2021, atingindo aproximadamente US\$2,7 trilhões globalmente. Relatórios também indicaram um aumento na demanda por parte dos investidores por empresas emissoras de *Green Bonds*, reforçando a tendência de investimentos orientados para práticas ambientais e sociais responsáveis (Bioy, 2022).

Outro aspecto relevante é a criação da Lei 2019/2088 do parlamento europeu e do conselho, de 27 de novembro de 2019, que regulamenta as divulgações de sustentabilidade no setor dos serviços financeiros (European Union Parliament, 2019). Vigente desde março de 2021, essa legislação exige que gestores de ativos e consultores financeiros informem como integram os riscos de sustentabilidade em suas decisões de investimento. Além disso, o regulamento classifica produtos financeiros em categorias conforme seus impactos ambientais, sociais e de governança e estabelece obrigações de relatórios periódicos, promovendo mais transparência e responsabilidade no mercado.

Nesse contexto, o desempenho do ESG tornou-se um critério essencial na avaliação do valor dos investimentos. Os investidores estão dando maior ênfase à importância da responsabilidade social corporativa, o que reforça a relevância dessas práticas no mercado. A incorporação de questões ESG nas estratégias e modelos de negócios das empresas não apenas atende às expectativas dos acionistas, mas também reduz riscos e atrai investidores e

financiadores.

Uma das principais ferramentas de governança corporativa é o conselho de administração, um órgão colegiado que representa os interesses dos acionistas e atua como elo entre a propriedade e a gestão da empresa (IBGC, 2017). Sua principal função é definir as diretrizes estratégicas do negócio, supervisionar a diretoria executiva e garantir a longevidade e a sustentabilidade da organização (IBGC, 2017). Cabe ao conselho de administração garantir a adoção eficaz dessas práticas, assegurando que a empresa esteja alinhada com os padrões sustentáveis e de governança sólidos (Miranda, 2022; Ji; Chen; Ao, 2024).

O conselho de administração exerce um papel fundamental na governança corporativa ao supervisionar a relação entre os denominados "agentes" – geralmente a alta administração ou executivos da empresa – e os "principais" – os acionistas ou proprietários (Muttakin; Khan; Mihret, 2018). As decisões desse órgão influenciam a alocação de recursos, a adoção de práticas sustentáveis e inovadoras, bem como a formulação de diretrizes estratégicas, impactando tanto o desempenho financeiro quanto a reputação da empresa.

Adicionalmente, estudos indicam que a composição dos conselhos de administração, considerando aspectos como a proporção de conselheiros independentes (Abu qa'dan e Suwaidan, 2019; Forte; Silva; Abreu 2021; Almaqtari, 2023), a idade média (Giannarakis, 2014; Forte; Silva; Abreu, 2021) e a representatividade feminina (Bernardi e Threadgill, 2010; Glass *et al.*, 2016; Prudêncio *et al.*, 2021), está associada à atuação dos conselhos em empresa listadas na B3 que publicaram seus relatórios no formato G4. Esses resultados sugerem possíveis implicações para a governança e o desempenho sustentável das organizações (Forte; Silva; Abreu, 2021).

Posto isso, a pergunta que norteia esta pesquisa é: qual é a relação entre diferentes características do conselho de administração e o desempenho ESG das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial? Para responder a essa questão, tem-se como objetivo analisar empiricamente a influência das características dos conselhos de administração no desempenho ESG de empresas brasileiras de capital aberto listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) nos anos de 2021 a 2023.

Especificamente, pretende-se mapear as características estruturais dos conselhos de administração das empresas listadas no ISE, como tamanho, independência, diversidade étnica e de gênero. Mensurar a relação entre variáveis de composição de conselho e o desempenho ESG, utilizando modelos com dados em painel. Avaliar se o tamanho e a idade da empresa influenciam o desempenho ESG, como variáveis de controle e Identificar quais características do conselho se associam positivamente ou negativamente ao ESG e discutir os resultados à luz da literatura nacional e internacional

Ao fornecer dados empíricos que contribuam para o aprimoramento do entendimento sobre o impacto dos conselhos, pretende-se evidenciar o papel central na governança corporativa, especialmente no que tange à sua função de mediar a relação entre principais e agentes (Muttakin; Khan; Mihret, 2018). Dada a relevância do conselho de administração na estruturação da governança corporativa é essencial compreender como aspectos como composição, tamanho e diversidade afetam diretamente os resultados organizacionais. Pesquisas anteriores indicam que conselhos mais equilibrados em termos de diversidade e representatividade tendem a apresentar desempenho superior nos critérios ESG. No entanto, observa-se que, nas empresas brasileiras, ainda há uma baixa representação feminina e uma diversidade geracional limitada nos conselhos de empresas brasileiras (Forte; Silva; Abreu, 2021). Esse cenário também se reflete na América Latina, onde estudos reforçam que características do conselho podem influenciar positivamente o desempenho ESG das organizações (Pinheiro *et al.*, 2024).

Mesmo em índices específicos, como o Índice de Sustentabilidade Empresarial, a presença de mulheres no conselho tem sido associada a um desempenho superior. Contudo, a

diversidade nesses espaços ainda é reduzida, e o acesso de mulheres a cargos de liderança continua limitado (Prochnow *et al.*, 2023). Os efeitos das pontuações ESG variam conforme o setor e a capitalização das empresas (Assael; Carlier; Challet, 2022), o que talvez indique que os setores da economia também afetem as características dos conselhos ou vice-versa.

Estudos existentes com objetivos similares trazem consigo algumas limitações como especificidade setorial, de país ou de contexto geográfico (Dias; Rodrigues; Craig, 2017; Cucari *et al.*, 2018; Abu qa'dan; Suwaidan, 2019; Celestino *et al.*, 2023). Mas também a subjetividade dos dados analisados (Chijoke-Mgbame *et al.*, 2020; Costa *et al.*, 2021) ou qualidade destes (Husted; Sousa-filho, 2018), até mesmo no cenário brasileiro (Dias; Rodrigues; Craig, 2017; Costa *et al.*, 2021; Forte *et al.*, 2021) estes estudos costumam utilizar divulgação ESG de maneira geral, o que aqui é optado por utilizar um índice específico e numérico (ISE). Também pretende-se utilizar uma análise mais ampla e integradora, ao incorporar múltiplas características dos conselhos para fornecer uma visão mais completa do cenário brasileiro de governança corporativa, com isto pretende-se obter resultados sólidos e que possam indicar peculiaridades das empresas brasileiras.

Dessa forma, ao analisar características do conselho de administração, vão além de meras descrições quantitativas e refletem aspectos estruturais e funcionais desse órgão, buscando compreender sua relação com o desempenho ESG das empresas ao longo do tempo por meio da análise de dados em painel. Espera-se que os resultados obtidos forneçam insights práticos para empresas interessadas em aprimorar suas estratégias de governança. Ao se alinharem às demandas contemporâneas por responsabilidade social, ambiental e de governança, essas organizações poderão não apenas fortalecer sua posição no mercado, mas também aumentar sua competitividade e sustentabilidade a longo prazo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico irá apresentar primeiro os termos-chaves utilizados pela teoria, como governança, conselhos de administração, ESG, teoria da agência e características dos conselhos. Por conseguinte, irá ser argumentado sobre cada característica do conselho sua importância dentro dos conselhos de administração e formulada uma hipótese teórica com base nos estudos utilizados.

2.1 Governança, conselhos de administração e ESG

Com o crescimento das empresas e dos mercados de capitais a partir do século XX, houve um aumento significativo na separação entre os proprietários e a gestão das organizações. Essa dispersão no controle administrativo gerou distanciamentos e conflitos entre os acionistas e os gestores, já que o poder de decisão passou a ser pulverizado entre diversos atores, dificultando a aliança de interesses entre aqueles que detêm a propriedade e aqueles que comandam a operação diária (Celestino; Pereira; Camara, 2023).

Em um estudo pioneiro, Jensen e Meckling (1976) definiram a relação de agência como um contrato no qual uma ou mais pessoas, denominadas "principal(is)", contratam outra pessoa, o "agente", para realizar uma tarefa em seu nome. Esse arranjo envolve a delegação de autoridade do principal para o agente, conferindo a este último o poder de decisão. Esse conceito foi fundamental para a formulação da Teoria da Agência, que se concentra nos conflitos de interesses e nos mecanismos de controle entre esses dois grupos.

Boas práticas de governança, como a proteção de acionistas e a adoção de conselhos de administração independentes contribuem para o aumento do valor das empresas e a confiança do mercado (Shleifer; Vishny, 1997). As empresas que seguem boas práticas de governança tendem a atrair mais investimentos e são mais resilientes, demonstrando que boas práticas de governança diminuem os custos e conflitos de agência.

Klein (1998) realizou um dos estudos pioneiros na análise da importância de uma estrutura eficaz de comitês dentro do conselho de administração e seu impacto direto no desempenho e governança corporativa. A ideia instituída foi que a estrutura dos conselhos afeta diretamente a relação entre o conselho de administração e governança, refletindo não apenas na eficiência organizacional, mas também no desempenho financeiro. Outros estudos avançaram nessa linha, explorando correlações entre o conselho e o desempenho da empresa, focando em áreas até então não interligadas; como o impacto do tamanho e a composição dos conselhos (Coles; Daniel; Naveen, 2008); a relação entre governança corporativa e o desempenho empresarial com foco em conselhos independentes (Bhagat; Bolton, 2008) e a diversidade de gênero nos conselhos (Adams; Ferreira, 2009). Com base na teoria da agência, observa-se que os interesses dos gestores devem estar alinhados aos dos acionistas por meio de mecanismos de governança corporativa (Grove *et al.*, 2011), sendo o ESG um desses mecanismos, no qual o conselho de administração exerce influência.

2.2 Características dos conselhos de administração e a relação com ESG

Empresas que adotam práticas sustentáveis alinhadas a questões relevantes para seus setores tendem a apresentar um melhor desempenho financeiro no longo prazo (Khan; Serafeim; Yoon, 2016). A sustentabilidade corporativa tem sido associada a políticas de governança, inovação e uma orientação de longo prazo (Eccles; Ioannou; Serafeim, 2014). Dentro da mesma linha de estudos uma meta-análise com 2000 estudos encontrou uma correlação positiva entre a adoção de práticas ESG e o desempenho financeiro, destacando o crescente consenso de que o investimento em ESG pode ser financeiramente benéfico (Friede; Busch; Bassen, 2015). As características do conselho de administração desempenham um papel importante na determinação da eficiência da governança corporativa e na qualidade das divulgações socioambientais realizadas pelas empresas (Manita *et al.*, 2018). Características do CEO e dos conselhos de administração afetam o desempenho ESG (Gillan; Koch; Starks, 2021), colocando a alta administração de uma empresa como uma influência chave para questões de governança. Empresas com conselhos mais independentes tendem a realizar aquisições que agregam mais valor aos acionistas, o que sugere que a independência do conselho pode ajudar a evitar aquisições desvantajosas (Byrd; Hickman, 1992). Embora seja comum que conselhos independentes sejam considerados melhores para a governança, Bhagat e Black (1997) mostraram que conselhos com um alto número de membros independentes nem sempre geram melhores retornos financeiros, desafiando a visão de que a independência do conselho é, por si só, suficiente para melhorar o desempenho.

Uma maior independência no comitê de auditoria está associada a uma supervisão financeira mais rigorosa, sugerindo que a composição do conselho pode impactar diretamente a qualidade da governança financeira. Conselhos de administração independentes, especificamente em comitês de auditoria, podem reduzir a probabilidade de práticas contábeis problemáticas e melhorar a transparência financeira (Klein, 1998). As características estudadas se expandiram com as reuniões do conselho, quanto mais frequentes melhor o monitoramento e o controle das operações corporativas, resultando em um desempenho aprimorado (Vafeas, 1999). No entanto, também apontam que reuniões em excesso podem se tornar um custo desnecessário e, em certos casos, ineficazes.

Estudos sobre a dualidade do CEO sugerem, que essa característica pode criar conflitos de interesse e afetar a supervisão eficiente das operações da empresa, uma vez que o poder excessivo concentrado em uma única pessoa poderia limitar a objetividade e a eficácia do conselho em monitorar as atividades do CEO (Yermack, 1995; Giannarakis, 2014). O tamanho do conselho também é constatado como uma variável importante no desempenho da empresa, sendo que pesquisas precursoras identificaram que conselhos menores garantem maior eficiência nas decisões e velocidade de comunicação, o que potencialmente aumenta o valor da empresa (Yermack, 1996).

Com a atenção dos estudos voltada a diferença de desempenho que um conselho de administração pode trazer surgia a questão de categorizar as características e demonstrar matematicamente seus resultados na eficiência da empresa, uma prática que começou com Baysinger e Butler (1985), tentando compreender como um conselho poderia representar os interesses dos acionistas e promover uma governança mais rigorosa, o que impactava positivamente o desempenho da empresa. Como o ESG não somente segue o padrão de desempenho e eficiência financeira das empresas, mas ainda serve como índice de desempenho, vale-se analisar se as características dos conselhos afetam seus resultados.

Pioneiramente sugeriu-se que o desempenho do conselho pode ser otimizado ao reduzir o número de membros, o que facilitaria uma tomada de decisões mais ágil e eficiente. Deixando eloquente a ideia que o tamanho de um conselho e seu crescimento é inversamente proporcional à rentabilidade e eficiência operacional de uma empresa. Entretanto, essa ideia

é contrastada ao demonstrar que conselhos pequenos são mais pressionados por acionistas a seguir estratégias relacionadas a ativos de risco. Por outro lado, eles apresentam um número de endividamento menor que grandes conselhos, assumindo menor alavancagem ao negócio (Jensen, 1993; Yermack, 1996; Wang, 2011).

Partindo da premissa de que o tamanho dos conselhos pode afetar o desempenho geral de uma empresa, conselhos de administração em bancos chineses que passaram por mudanças nos anos de 2003 a 2010 demonstraram que quanto menor o conselho, maior a eficiência financeira e qualidade dos ativos (Liang; Xu; Jiraporn, 2013). Quando analisados os índices referentes ao ESG existe contraste frente a índices puramente financeiros, ao menos em resultados referentes à análise do tamanho do conselho de administração. Não foram encontradas relação entre desempenho ESG e financeiro com tamanho dos conselhos em empresas da Nigéria (Chijoke-Mgbame *et al.*, 2020), já outras pesquisas relacionadas somente a índices ESG encontraram uma relação positiva em diversos contextos internacionais diferentes como Estados Unidos (Giannarakis, 2014), Portugal (Dias; Rodrigues; Craig, 2017), América Latina (Husted; Souza-filho, 2018) Jordânia (Abu qa'dan; Suwaidan, 2019) e Brasil (Costa *et al.*, 2021).

Utilizando a ideia de Wang (2011), tem-se o raciocínio que conselhos menores se preocupem mais com seus acionistas, aparentemente conselhos maiores são menos avessos a riscos financeiros e tendem a ter mais cuidados em relação aos seus relatórios ESG e RSC (Responsabilidade Social Corporativa). Com base nesse entendimento, conselhos maiores podem ser mais avessos a riscos sociais e ambientais, isso pode fazer com que conselhos maiores tenham um melhor desempenho ESG com isso ter-se-ia a seguinte hipótese.

H1: Quanto maior o conselho de administração maior o desempenho ESG.

Os estudos ao final do século XX contrastam com a teoria da agência vivida na época, demonstrando que um CEO em um cargo de conselheiro administrativo não exatamente trazia resultados negativos, todavia tudo dependia do contexto organizacional e diferentes abordagens de governança, mesmo no século XXI a complexidade do papel do CEO frente ao cargo de conselheiro gera resultados mistos, que seguem os mesmos padrões das pesquisas do século XX (Donaldson; Davis, 1991; Duru; Iyengar; Zampelli, 2016). Embora exista a possibilidade da dualidade do CEO melhorar a eficiência na tomada de decisões, também pode criar problemas de governança, prejudicando metas de sustentabilidade a longo prazo (Yang *et al.*, 2023). Empresas com estrutura de governança onde o CEO também ocupa o cargo de presidente do conselho enfrentam desafios ao priorizar iniciativas ESG (Bhagat *et al.*, 2022). Os estudos sobre características de conselhos e sua relação com desempenho ESG chegam quase unanimemente a esses mesmos resultados. Apesar de somente 12% das empresas latino americanas no ano de 2018 apresentarem dualidade do CEO, e o índice tem propensão de manter seus resultados negativos (Husted; Souza-filho, 2018).

A dualidade do CEO também afeta outras particularidades do conselho, sendo que a dualidade do CEO modera negativamente a relação entre diversidade de gênero e desempenho ESG, demonstrando que a dualidade do CEO afeta negativamente a presença de diretoras no conselho (Romano *et al.*, 2020). A característica também tem significância alta no baixo desempenho ESG (Abu qa'dan; Suwaidan, 2019) e pode limitar o nível de transparência de uma empresa tanto para as partes interessadas internas como externas (Giannarakis, 2014), demonstrando que a dualidade do CEO afeta negativamente o desempenho ESG. Somente em Portugal existe contraste com os resultados gerais, mostrando que a variável que mais afeta positivamente é a dualidade do CEO (Dias; Rodrigues; Craig, 2017). Com os dados apresentados cria-se a seguinte hipótese.

H2: A dualidade do CEO afeta negativamente o desempenho ESG.

A teoria proposta por Fama e Jensen (1983), que defende a independência dos conselhos como um meio de mitigar conflitos de agência, permanece central no debate sobre governança corporativa. A inclusão de conselheiros independentes proporciona uma perspectiva externa e imparcial, essencial para garantir que as decisões do conselho estejam alinhadas com os interesses dos acionistas, associa-se a presença de conselheiros independentes a um melhor desempenho financeiro em empresas (Weisbach, 1988; Hermalin e Weisbach, 1991).

A presença de conselheiros independentes demonstra uma correlação positiva com o desempenho ESG em empresas europeias, uma vez que conselhos compostos por membros independentes tendem a apresentar resultados mais expressivos em questões ambientais, sociais e de governança (Almaqtari, 2023). Além disso, a independência do conselho é amplamente reconhecida como um elemento determinante para a eficácia das práticas ESG, contribuindo para uma gestão mais transparente e alinhada às expectativas dos stakeholders (Cheng; Ioannou; Serafeim, 2014; Kumar; Zattoni, 2016).

A independência do conselho tem sido amplamente estudada como uma característica importante para o desempenho ESG, com muitos resultados positivos em contextos internacionais (Husted; Souza-filho, 2018; Cucari; De Falco; Orlando, 2018; Abu qa'dan; Suwaidan, 2019; Chijoke-mgbame *et al.*, 2020; Almaqtari, 2023). Somente em Portugal foi observada uma relação negativa entre a independência do conselho (Dias; Rodrigues; Craig, 2017).

Como a independência do conselho é vista como característica chave para o desempenho ESG, relaciona-se à independência dos membros com a capacidade do conselho de tomar decisões imparciais, trazendo perspectivas críticas, que são mais difíceis de existir de membros internos da empresa (Cheng; Ioannou; Serafeim, 2014). Com os dados apresentados chega-se a seguinte hipótese:

H3: A independência do conselho afeta positivamente o desempenho ESG.

A partir da década de 1990, com a teoria da agência como principal abordagem para o estudo da governança corporativa, surgem estudos investigando a presença de mulheres em cargos corporativos, incluindo os conselhos de administração. Burke (1997) menciona a falta de representatividade feminina em conselhos, argumentando que a inclusão de mulheres poderia trazer diversos benefícios. A inclusão de mulheres nos conselhos a partir do final do século XX passou a ser além de uma questão de equidade, mas também uma oportunidade para melhorar a eficiência e a eficácia das empresas (Burke, 1997).

Dentro do contexto ESG, as mulheres são incluídas sob a dimensão de diversidade, que engloba também diversidade de gênero, sexual, religiosa e étnica (Pacto Global, 2024). Com a preocupação crescente de acionistas e empresas com o ESG (Ludwig; Sassen, 2022), cresceram proporcionalmente os estudos relacionados aos seus componentes, incluindo a diversidade. Prudêncio *et al.* (2021) delimitaram sua pesquisa não somente atribuindo a presença de mulheres como índice de análise único, mas ampliando a análise para uma dimensão de diversidade que abrange faixa étnica, presença de mulheres e heterogeneidade étnica (Ferrero- ferrero *et al.*, 2013).

Uma correlação positiva entre diversidade de gênero e desempenho ESG foi encontrada nos Estados Unidos (Shakil; Tasnia; Mostafiz, 2021) que contrastam, com os resultados de empresas italianas, em que nenhuma relação com a presença de mulheres e o desempenho ESG foi encontrada, conselhos sem diversidade de gênero alcançam resultados semelhantes (Cucari; De Falco; Orlando, 2018), os autores defendem que apesar do grande número de mulheres presentes em conselhos administrativos de empresas italianas, isso ocorre principalmente devido a pressões legislativas e regulamentares. Na Malásia não foi encontrada relação devido à baixa presença de mulheres nas empresas da região (Ahmad; Rashid; Gow,

2017). Da mesma forma, outros estudos não encontraram nenhuma relação entre presença de mulheres e desempenho ESG (Abu qa'dan; Suwaidan, 2019; Giannarakis, 2014).

Em empresas latino-americanas, os estudos indicaram uma correlação negativa entre a presença de mulheres no conselho e o desempenho do ESG, indicando que quanto maior o número de mulheres, mais baixo tende a ser o desempenho ESG (Husted; Souza-Filho, 2018). Discute-se o fenômeno denominado *feminization of boards*, em empresas listadas nos Estados Unidos, pois existe uma correlação neutra entre o número de mulheres no conselho e o desempenho ESG, o aumento da presença de mulheres não seria natural, sendo impulsionado por regras, como a de 30%, de inclusão de mulheres, para somente ampliar seu potencial em termos de relatórios e divulgações ESG (Manita *et al.*, 2018).

No contexto da ASEAN (Associação de Nações do Sudeste Asiático), existe uma associação positiva significativa entre diversidade de gênero e governança corporativa (Al-Jaifi, 2020). Os bancos que nomeiam um maior número de mulheres como diretoras tendem a adotar melhores práticas de governança, pois a presença feminina promove uma supervisão mais rigorosa e de maior qualidade, aumentando a eficácia no monitoramento. Resultados semelhantes foram observados no Brasil (Prudêncio *et al.*, 2021), existe correlação positiva entre a presença de mulheres no conselho de administração e o desempenho ESG, assim como em empresas não-financeiras italianas (Romano *et al.*, 2020). O fenômeno *feminization of boards* (Manita *et al.*, 2018), demonstra que existe resistência à mudança, principalmente em grandes empresas que possuem anos de vida, por isso mecanismos como estes são necessários para indicar que as empresas estão dispostas a aceitar mudanças para seguir desempenhando de maneira adequada no mercado. Nesse contexto, a presença de mulheres pode aumentar o monitoramento e promover mais transparência.

No que diz respeito à faixa etária, não foi encontrada relação com o desempenho ESG (Giannarakis, 2014; Abu Qa'dan; Suwaidan, 2019). Em cenário brasileiro, existe uma relação positiva, porém limitada, quanto maior o aumento médio da faixa etária dos conselheiros menor o crescimento (Prudêncio *et al.*, 2021). Portanto, tem-se as seguintes hipóteses:

H4: A presença de mulheres afeta positivamente o desempenho ESG.

H5: A faixa etária não impacta significativamente o desempenho ESG.

Empresas de grande porte, ao possuírem maior disponibilidade de recursos e uma participação de mercado mais expressiva, tendem a usufruir de economias de escala, o que se reflete positivamente em seu desempenho. Além disso, a magnitude dessas corporações cria barreiras significativas à entrada de novos concorrentes, consolidando uma vantagem competitiva que decorre diretamente de seu porte e estrutura. Dessa forma, a capacidade de otimizar custos, alavancar sua posição no mercado, facilidade de captação de recursos e acesso às informações confere a essas empresas benefícios estratégicos que as diferenciam das demais (Bain, 1956; Hall; Weiss, 1967). Porém grandes empresas com alta visibilidade estão mais expostas a grupos de pressão, incluindo a mídia, ONGs e governo, o que pode afetar suas práticas operacionais e metas gerenciais (Wang; Qian, 2011).

O tamanho de uma empresa pode acarretar em diferenças nas práticas de responsabilidade social corporativa, porém cada empresa possui suas próprias práticas de governança corporativa (Branco; Rodrigues, 2008). Empresas maiores estariam mais suscetíveis ao ESG, pois existem requisitos regulatórios e a pressão social que incentivam a prática de divulgação, para medir o impacto das operações das empresas no meio ambiente (Buniamin, 2010).

Estes resultados se repetem em diversos países, Reino Unido e Alemanha (Adams, 2002), China (Chiu; Wang, 2014), Índia (Kansal *et al.*, 2014), Estados Unidos (Giannarakis, 2014), Arábia Saudita (Habbash, 2016), Paquistão (Ali *et al.*, 2018) e Portugal (Dias; Rodrigues; Craig, 2017). Nesse sentido, a pressão criada por órgãos públicos e pela sociedade

em grandes empresas (Wang; Qian, 2011) resultaria em um maior esforço relacionado à visibilidade, isso inclui os relatórios obrigatórios ao ESG. Com as informações apresentadas delimita-se a seguinte hipótese:

H6: O tamanho da empresa afeta positivamente seu desempenho ESG.

Ao compreender as influências do conselho de administração nas práticas ESG, esta pesquisa contribui para o avanço do conhecimento sobre governança e sustentabilidade, fornecendo insights relevantes para gestores, investidores e formuladores de políticas. A seguir, apresenta-se a metodologia utilizada para a condução deste estudo.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esta pesquisa tem como objetivo analisar as características de um conselho de administração e como afetam o desempenho ESG de empresas listadas na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). O estudo tem caráter descritivo e abordagem quantitativa pois pretende-se descrever fatos e fenômenos.

A abordagem quantitativa busca quantificar e interpretar fenômenos de forma objetiva e mensurável. Esse método utiliza dados numéricos e estatísticos para descrever e analisar relações entre variáveis (Gil, 2008). A abordagem quantitativa é especialmente útil quando se busca testar hipóteses ou medir padrões e tendências, permitindo uma análise mais sistemática e controlada dos fenômenos estudados. Quanto ao caráter descritivo, utiliza-se para identificar relações entre variáveis de forma não experimental, permitindo análises que podem servir de base para estudos exploratórios ou para testes de hipóteses (Sampieri; Collado; Lucio, 2006).

O método escolhido foi a análise de dados em painel. A análise em painel permite captar tanto a variabilidade temporal quanto a como diferentes entidades (como indivíduos, empresas ou países) se comparam entre si em um único ponto no tempo em uma mesma amostra (Baltagi, 2005). Essa abordagem permite certas vantagens, como a capacidade de controlar variáveis omitidas que não variam ao longo do tempo e de minimizar vieses causadas por variáveis não observadas, sendo assim os painéis de dados são a metodologia escolhida para sustentar a análise múltipla de diversas variáveis que se correlacionam (Gujarati, 2011).

Para obtenção das informações necessárias para a realização deste estudo serão coletados dados de fontes secundárias da base de dados da CVM, formulário de referência da CVM, assim como o Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE da B3 dos anos 2023, 2022 e 2021. A escolha dos dados é decorrente da confiabilidade das informações e capacidade de criar fundamentação teórica a partir dos dados representados em números. Dados secundários são mais suscetíveis a estudos quantitativos, pois são séries históricas ou longitudinais, que não dependem tempo do pesquisador para criá-las, pois os dados já foram devidamente tratados, além de possibilitarem triangulação (Gil, 2008).

A partir das fontes de dados, pretende-se buscar as informações necessárias para comprovar as hipóteses de pesquisa. O Quadro 1 demonstra cada variável, sua operacionalização, autores e fonte de dados.

Quadro 1 – Operacionalização das variáveis

Variável	Operacionalização	Estudos anteriores	Fonte de dados
ESG (variável dependente)	Desempenho ESG: Índice de sustentabilidade empresarial, 1 a 100.	Husted; Souza-filho (2018); Abu Qa'dan; Suwaidan (2019)	ISE
PRE MUL (variável independente)	Diversidade de sexo no conselho: proporção de mulheres no conselho em relação ao total de membros.	Bernardi; Threadgill (2010); Glass <i>et al.</i> (2016); Prudêncio <i>et al.</i> (2021)	Base de dados CVM
FAI ETA (variável independente)	Faixa etária do conselho: média de idade dos conselheiros.	Giannarakis (2014); Forte; Silvia; Abreu (2021)	Formulário da CVM
HET ETA (variável independente)	Heterogeneidade etária no conselho: Coeficiente de variação da idade média dos membros do conselho de administração.	Ferrero-Ferrero <i>et al.</i> (2013); Prudêncio <i>et al.</i> (2021)	Formulário da CVM

TAM CON (variável independente)	Tamanho do conselho de administração: Número de conselheiros.	Bernardi; Threadgill (2010); Prudência <i>et al.</i> , (2021); Abu Qa'dan; Suwaidan (2019)	Base de dados CVM
DUA CEO (variável independente)	Dualidade do CEO no conselho de administração: Variável dummy valor 1 se existe dualidade e 0 caso contrário.	Giannarakis (2014); Abu Qa'dan; Suwaidan (2019)	Formulário da CVM
IND COM (variável independente)	Independência do conselho: proporção de membros independentes.	Forte; Silva; Abreu (2021)	Formulário da CVM
TAM EMP (variável de controle)	Tamanho da empresa: logaritmo natural do ativo total.	Ricardo; Barcellos; Bortolon (2017); Santana <i>et al.</i> (2015); Abu Qa'dan; Suwaidan (2019); Chijoke-mgbame <i>et al.</i> (2020)	Formulário da CVM
IDA EMP (variável de controle)	Idade da empresa: Número de anos desde a abertura de capital da empresa	Chijoke-mgbame <i>et al.</i> (2020)	Base de dados CVM

Fonte: elaborado pelo autor

Diversos estudos se referem ao ESG usando terminologias variadas, como *ESG disclosure*, *ranking ESG* ou *ESG performance*. Como não existe uma variável única para definir o ESG, optou-se por utilizar uma linguagem objetiva e padronizada. Embora cada artigo citado utiliza uma nomenclatura ligeiramente diferente, todos analisam conceitos relacionados, tendo como referência chave a palavra ESG para se referir de forma abrangente aos índices ESG, índices de responsabilidade social corporativa (RSC) e divulgação ESG.

Os dados coletados consistiram em planilhas excel da base de dados da CVM contendo os membros dos conselhos de administração de todas as empresas presentes na B3, após a escolha dos anos de 2021, 2022 e 2023 as informações foram filtradas para somente empresas presentes no ISE destes mesmos anos, excluindo informações irrelevantes para a pesquisa como descrições, currículo e CPF. Após isso foi separado a proporção de mulheres no conselho em relação ao total de membros, em seguida foi calculado a média de idade de cada conselho e seu desvio padrão para a divisão e obtenção de seu coeficiente de variação. A dualidade do CEO fora tratada como variável dummy, utilizando 1 para sua presença e 0 para sua ausência. A proporção de independência do conselho foi calculada dividindo a quantidade de membros independentes pela quantidade total de membros do conselho. O tamanho da empresa foi obtido utilizando o logaritmo natural do ativo total da empresa, disponível no balanço patrimonial específico de cada empresa, presente na B3. A idade da empresa foi obtida visualizando sua oferta pública inicial (IPO) também presente no site da B3.

O tratamento foi repetido para todos os anos em análise e alocados em uma planilha de excel que definia a ordem pelo rank ISE das empresas, após isso os dados foram colocados no Stata e utilizados os seguintes comandos: *xtset id Ano* para definir que os dados são dados em painel (longitudinais); *xtdescribe* para descrever o painel; *xtsum* com (variável dependente, variáveis independentes e variáveis de controle) para descrever a média e variação; *xtreg* com (variável dependente, variáveis independentes e variáveis de controle) para a regressão em painel colocada em ordem; *estimates store EF* para estimar o modelo de efeitos fixos; *estimates store EA* para estimar o modelo de efeitos aleatórios e *estimates store POLS* para estimar o modelo de mínimos quadrados ordinários agrupados. Para ajuste de erros foi necessário ajustar o modelo POLS para correlação intragrupo: *Reg* com (variável dependente, variáveis independentes e variáveis de controle) *vce (cluster id)*. Os comandos utilizados para os testes foram *hausman EF EA* e *xttest0*.

3.1 Dados em painel e modelos utilizados

Os dados em painel constituem uma estrutura de conjunto de dados que integra observações de múltiplas entidades coletadas ao longo de sucessivos períodos de tempo. Esta abordagem metodológica permite apreender simultaneamente a heterogeneidade intrínseca entre as entidades e as dinâmicas de variação temporal inerentes ao fenômeno estudado (Wooldridge, 2015). A relevância da utilização de dados em painel nesta pesquisa reside na sua capacidade superior de controle sobre variáveis não observadas que poderiam influenciar as relações investigadas, oferecendo uma análise estatística robusta e fidedigna das interconexões causais em comparação com abordagens puramente transversais ou de séries temporais isoladas (Wooldridge, 2015).

O modelo *Pooled OLS* utilizado funciona ao tratar todas as observações de um painel de dados como uma única amostra de corte transversal, aplicando a regressão mínimos quadrados ordinários padrão. Sua principal hipótese é a ausência de heterogeneidade não observada entre as entidades que seja correlacionada com as variáveis explicativas, assumindo uma relação constante entre as variáveis para todas as entidades e períodos. É adequado quando essa suposição de homogeneidade é válida e o interesse está na relação média entre as variáveis, sem focar nas diferenças individuais. Contudo, ele omite o controle de características invariantes no tempo, levando a potencial viés de variáveis omitidas se essas características estiverem correlacionadas com os preditores (Baltagi, 2005; Wooldridge, 2015).

O modelo de efeitos fixos utilizado opera controlando a heterogeneidade não observada e constante no tempo específico de cada entidade, geralmente por meio de transformações que eliminam esses efeitos ou pela inclusão de variáveis *dummy* para cada unidade. Sua hipótese central é que esses efeitos individuais não observados estão correlacionados com as variáveis explicativas. É a escolha adequada quando há evidência de que a heterogeneidade não observada influencia os resultados e o foco está na variação dentro de cada entidade ao longo do tempo. Este modelo controla efetivamente o viés de variáveis omitidas decorrente dessas características fixas, mas, em contrapartida, omite a possibilidade de estimar os efeitos de variáveis que não mudam no tempo (Baltagi, 2005; Wooldridge, 2015).

O modelo de efeitos aleatórios utilizado aborda a heterogeneidade não observada como um componente aleatório, assumindo que ela não é correlacionada com as variáveis explicativas, e utiliza métodos como Mínimos Quadrados Generalizados para sua estimação. É apropriado quando se acredita que as características não observadas são aleatórias e não influenciam os preditores, sendo mais eficiente sob essa condição e permitindo estimar o impacto de variáveis invariantes no tempo. Embora controle a heterogeneidade ao modelá-la no termo de erro, ele não consegue controlar o viés se houver correlação entre os efeitos individuais não observados e as variáveis explicativas, resultando em estimativas viesadas e inconsistentes (Baltagi, 2005; Wooldridge, 2015).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A seguir, serão apresentados os tópicos analíticos que serão divididos em quatro subtítulos. O primeiro irá descrever a amostra analisada. Na segunda seção serão descritas as variáveis coletadas e posteriormente será mostrado os modelos de regressão utilizados para a análise em painel, assim como seus testes de validação. Por fim, serão discutidos os resultados obtidos comparando-os com as hipóteses formuladas.

4.1 Descrição da amostra

Nesta seção, será feita apresentação da amostra estudada e dos critérios para que a empresa fosse incluída ou excluída do estudo. O conjunto de empresas que compõem a população estudada são as empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na bolsa de valores Brasil, Bolsa Balcão (B3), com registro ativo na CVM e presentes no ISE. O universo totaliza 111 empresas.

Desse total, duas empresas foram excluídas por falta de dados na base CVM, essas empresas apareciam apenas em um dos três anos selecionados, porém não se tinham dados do ano em questão relacionado ao seu conselho de administração. A amostra final ficou composta de 248 observações para 109 empresas. Esse conjunto representa um grupo significativo de empresas listadas no ISE.

4.2 Estatística descritiva das variáveis estudadas

A Tabela 1 apresenta a média, desvio padrão, mínimos e máximos das variáveis do estudo. Identifica-se também a variação ocorrida na empresa ao longo do período de análise e as variações existentes entre empresas. Observando a variável dependente, o *score* varia de 23,16 a 90,25 no ISE. A maior parte da variação no desempenho ESG ocorre entre empresas, reforçando que características estruturais dos conselhos (e não mudanças temporais) podem ser mais relevantes. Esse resultado se alinha com Stange e Toporoski (2024), que associam práticas estáveis de governança com melhor desempenho ESG.

A variável TAM EMP possui a seguinte diferença (max = 21,639) tem 6,66 unidades logarítmicas a mais que a menor (min = 14,983). Em termos de ativo total, isso implica uma diferença de magnitude exponencial (pois $\log(\text{ativo})$ transforma escala multiplicativa em aditiva). O desvio padrão (1,291) indica que 68% das empresas estão entre 16,0 e 18,6, essa disparidade provavelmente influencia a média do ESG (70,20) ligada ao tamanho das empresas.

Tabela - 1

Variável	Média	Desvio padrão	Min	Max	Observações
ESG Overall	0,702	0,127	0,231	0,902	N 248
between		0,126	0,292	0,901	n 109
within		0,051	0,515	0,829	T- 227,5
					bar 2
					3
PRE ISE overall	0,773	0,420	0	1	N 321
between		0,281	0,333	1	n 109
within		0,312	0,106	1,439	T- 2,945
					bar
DUA CEO overall	0,060	0,239	0	1	N 248
between		0,229	0	1	n 109
within		0,135	-0,606	0,727	T- 2,275
					bar
ANO overall	2022	0,818	2021	2023	N 321
between		0,152	2021,5	2023	n 109
within		0,812	2021	2023	T- 2,945
					bar
MED IDA overall	60,992	5,175	48	74	N 248
between		5,205	49	71	n 109
within		1,433	56,325	65,659	T- 2,275
					bar
PRE MUL overall	0,231	0,107	0,056	0,571	N 209
between		0,098	0,088	0,538	n 96
within		0,048	0,097	0,376	T- 2,177
					bar
COE IDA overall	0,160	0,049	0,046	0,304	N 248
between		0,047	0,055	0,304	n 109
within		0,021	0,077	0,243	T- 2,275
					bar
QUA MEM overall	8,847	4,161	3	30	N 248
between		3,803	4	28,333	n 109
within		1,097	5,180	14,180	T- 2,275
					bar
PRO IND overall	0,572	0,194	0,063	1	N 248
between		0,146	0,222	0,926	n 109
within		0,140	0,188	0,937	T- 2,275
					bar
IDA EMP overall	22,524	18,761	1	80	N 248
between		18,470	1	80	n 109
within		1,372	9,524	35,524	T- 2,275
					bar
TAM EMP overall	17,276	1,291	14,983	21,639	N 248
between		1,195	15,210	21,588	n 109
within		0,218	16,276	18,616	T- 2,275
					bar

Fonte: elaborado pelo autor. Nota: ESG é o desempenho no índice de sustentabilidade empresarial; PRE ISE é a presença de empresas no ISE, sua participação anual; DUA CEO é a dualidade do CEO; ANO são os anos utilizados na análise; MED IDA é a média de idade dos conselheiros; PRE MUL é a presença de mulheres no conselho; COE IDA é o coeficiente de idade dos conselhos; QUA MEM refere-se a quantidade de membros do conselho; PRO IND descreve a proporção de conselheiros independentes; IDA EMP demonstra a idade das empresas; TAM EMP é o tamanho da empresa (log natural do ativo total).

É importante considerar que, por se tratar de dados em painel, os valores das variáveis de interesse mudam tanto ao longo do tempo quanto entre as empresas analisadas. Dessa forma, é essencial avaliar tanto as variações entre as empresas em cada período de tempo quanto as variações temporais dentro de cada empresa (Fávero; Belfiore, 2020).

A variação temporal observada em uma mesma empresa é denominada *variance within*, enquanto a variação entre diferentes empresas é chamada de *between variance*. Já a variação geral, ou *overall variance*, refere-se à diferença entre um dado específico de uma empresa em determinado momento e todos os demais valores dessa variável em toda a amostra (Fávero; Belfiore, 2020).

Olhando para as características dos conselhos de administração é possível observar que apenas 6% da amostra possuía dualidade do CEO, isto é, a mesma pessoa ocupa simultaneamente os cargos de CEO e presidente do conselho de administração. Essa prática pode limitar o nível de transparência de uma empresa tanto para as partes interessadas internas como externas (Giannarakis, 2014). Observa-se que, em 94% das empresas, essas funções estão separadas, o que é considerado uma boa prática de governança corporativa. A separação entre os papéis tende a reforçar os mecanismos de controle interno, contribuindo para maior independência do conselho e para a redução de potenciais conflitos de interesse.

A média de idade dos conselheiros é de 60 anos de idade. Em relação à presença de mulheres no conselho, identifica-se que têm participação média de 23,1%. Embora ainda baixa, a presença feminina é considerada relevante por Glass *et al.* (2016) e Prudêncio *et al.* (2021). Ao comparar o Brasil com demais economias mundiais, identifica-se uma participação maior em relação ao sudeste asiático, onde a participação média de mulheres é de 14% (Al-Jaifi, 2020), na Malásia apenas 8,2% dos conselheiros são mulheres (Ahmad; Rashid; Gow, 2017). Na América Latina os autores Husted e Souza-filho (2018) identificaram somente 5,91% de participação feminina nos conselhos.

A quantidade de membros do conselho é em média de 8,8 conselheiros. O maior conselho é composto por 30 membros, demonstrando que as empresas são bem heterogêneas em relação à quantidade de conselheiros. Estudos indicam que conselhos maiores tendem a ter maior diversidade de opiniões, o que pode melhorar as práticas ESG. Por outro lado, é importante considerar que conselhos muito grandes podem gerar ineficiências. Ao observar os membros independentes representam 57,2% em média, com algumas empresas tendo conselhos 100% independentes. A independência é um dos pilares da boa governança, conforme Husted; Sousa-filho (2018). A média elevada sugere aderência a práticas associadas a maior transparência. A idade das empresas tem alta dispersão (*between* = 18,47), refletido em empresas jovens (1 ano) e consolidadas (80 anos).

4.3 Modelo de regressão e testes de adequação do modelo

Esta pesquisa foi desenvolvida utilizando-se uma abordagem quantitativa, com aplicação da técnica estatística de análise de regressão com dados em painel para estimação da relação entre desempenho ESG e as variáveis levantadas na literatura. Para determinar qual o melhor modelo para explicar a influência dos conselhos de administração no desempenho ESG das empresas listadas no ISE, foram estimadas equações de regressão que permitiram estudar o comportamento dos dados e a relação entre as variáveis. Foi utilizada a regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários. Três modelos de painel foram estimados, sendo eles: *Pooled Ordinary Least Square* (POLS), efeitos fixos e efeitos aleatórios.

No modelo POLS (Tabela 2) somente 3 variáveis são estatisticamente significativas. Neste modelo, empresas maiores tendem a ter *scores* mais altos, mantendo outras variáveis

constantes. Cada membro adicional no conselho está associado a um aumento, em média de 0,006 pontos no score ESG ($\beta = 0,006$; $p < 0,01$), e Conselhos com mais membros independentes estão associados a *scores* ESG menores, o que contradiz a literatura científica utilizada neste trabalho.

Tabela – 2 Estimação POLS com erros-padrão ajustados para correlação intragrupo

Score	Coefficiente	Erro padrão	t-valor	p-valor	Intervalo de Confiança		
MED IDA	0,002	0,002	1,04	0,299	-0,002	0,007	
COE IDA	-0,331	0,250	-1,32	0,189	-0,828	0,166	
PRE MUL	0,125	0,089	1,40	0,165	-0,052	0,303	
QUA MEM	0,006	0,001	3,35	0,001	0,002	0,010	***
PRO IND	-0,089	0,038	-2,34	0,022	-0,165	-0,013	**
DUA CEO	-0,039	0,033	-1,19	0,237	-0,104	0,026	
IDA EMP	0,000	0,000	1,36	0,176	-0,00	0,001	
TAM EMP	0,022	0,008	2,82	0,006	0,006	0,038	
constante	0,164	0,257	0,64	0,523	-0,345	0,675	

*** $p < 0,01$ ** $p < 0,05$. Nota: MED IDA é a média de idade dos conselheiros; COE IDA é o coeficiente de idade dos conselhos; PRE MUL é a presença de mulheres no conselho; QUA MEM refere-se a quantidade de membros do conselho; PRO IND descreve a proporção de conselheiros independentes; DUA CEO é a dualidade do CEO; IDA EMP demonstra a idade das empresas; TAM EMP é o tamanho da empresa (log natural do ativo total). Fonte: Elaborado pelo autor

Para avaliar a significância conjunta dos parâmetros correspondentes às dummies temporais, foi realizado um teste F. Caso $\text{Prob} > F$ seja menor que 0,05, rejeita-se a hipótese nula, a 95% de confiança, de que os parâmetros de todas as dummies temporais sejam conjuntamente iguais a zero (Dutra; Ceretta, 2022). O resultado do teste é $\text{Prob} = 0,000 < 0,05$, logo, os efeitos fixos temporais são necessários.

No modelo de estimação de efeitos fixos foram observadas 4 variáveis estatisticamente significativas. Neste modelo, o aumento de 1 ano na idade média dos conselheiros está associado a uma redução de 0,001 no score ESG, podendo demonstrar que conselheiros mais jovens podem estar mais alinhados com práticas modernas de sustentabilidade. Referente ao número de conselheiros, cada membro adicional no conselho aumenta o ESG. Contrariando o esperado pela teoria, os conselhos com mais membros independentes têm ESG menores ($\beta = - 0,090$; $p < 0,01$). O tamanho da empresa também influencia o Score ESG. Os resultados estão na Tabela 3.

Tabela – 3 Estimação por efeitos fixos

Score	Coefficiente	Erro padrão	t-valor	p-valor	Intervalo de Confiança		
MED IDA	-0,011	0,003	-3,68	0,000	-0,018	-0,005	***
COE IDA	-0,339	0,220	-1,54	0,127	-0,776	0,098	
PRE MUL	0,043	0,085	0,51	0,612	-0,125	0,212	
QUA MEM	0,014	0,003	3,74	0,000	0,006	0,021	***
PRO IND	-0,090	0,027	-3,25	0,002	-0,145	-0,035	**
DUA CEO	-0,044	0,028	-1,58	0,118	-0,100	0,011	
IDA EMP	0,001	0,002	0,67	0,504	-0,003	0,007	
TAM EMP	0,045	0,017	2,68	0,008	0,011	0,079	
constante	0,554	0,358	1,55	0,125	-0,155	1265784	
Sigma_u		0,129		Prop>F	0,000		
Sigma_e		0,054					
Rho		0,849					
R ² within		0.3763					
R ² between		0.1640					
R ² overall		0.1611					

Fonte: Elaborado pelo autor. *** p<0,01. Nota: MED IDA é a média de idade dos conselheiros; COE IDA é o coeficiente de idade dos conselhos; PRE MUL é a presença de mulheres no conselho; QUA MEM refere-se a quantidade de membros do conselho; PRO IND descreve a proporção de conselheiros independentes; DUA CEO é a dualidade do CEO; IDA EMP demonstra a idade das empresas; TAM EMP é o tamanho da empresa (log natural do ativo total).

No modelo de estimação de efeitos aleatórios (Tabela 4) foram observadas 3 variáveis estatisticamente significativas. Neste modelo, cada membro adicional no conselho está associado a um aumento de 0,009 no *score* ESG. Os conselhos com mais membros independentes têm ESG menores ($\beta = -0,090$; $p < 0,01$) e, novamente, empresas maiores possuem aumento significativo. Os resultados estão na Tabela 4.

Tabela – 4 Estimação por efeitos aleatórios

Score	Coefficiente	Erro padrão	t-valor	p-valor	Intervalo de Confiança		
MED IDA	-0,002	0,001	-1,53	0,126	-0,006	0,000	
COE IDA	-0,331	0,170	-1,94	0,052	-0,666	0,003	
PRE MUL	0,081	0,069	1,17	0,241	-0,054	0,216	
QUA MEM	0,009	0,002	4,20	0,000	0,005	0,014	***
PRO IND	-0,090	0,026	-3,40	0,001	-0,143	-0,038	***
DUA CEO	-0,031	0,024	-1,26	0,207	-0,080	0,017	
IDA EMP	0,001	0,000	1,59	0,111	-0,000	0,002	

TAM EMP	0,030	0,088	3,46	0,001	0,013	0,479	***
constante	0,322	0,189	1,70	0,089	-0,049	0,695	
<hr/>							
sigma_u		0,097		Prob >F	0,000		
sigma_e		0,054					
rho		0,762					
R ² within		0,319					
R ² between		0,253					
R ² overall		0,240					

*** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1. Nota: MED IDA é a média de idade dos conselheiros; COE IDA é o coeficiente de idade dos conselhos; PRE MUL é a presença de mulheres no conselho; QUA MEM refere-se a quantidade de membros do conselho; PRO IND descreve a proporção de conselheiros independentes; DUA CEO é a dualidade do CEO; IDA EMP demonstra a idade das empresas; TAM EMP é o tamanho da empresa (log natural do ativo total). Fonte: Elaborado pelo autor

4.3.1 Testes para comprovação do modelo

Para verificar qual modelo é o mais adequado para análise de dados em painel, foram realizados os seguintes testes: teste de Chow; teste de Breusch Pagan; teste de Hausman. Para comparar os estimadores dos modelos obtidos pelo método POLS com o modelo por efeitos aleatórios, foi aplicado o teste LM (*Lagrange multiplier*) de Breusch-Pagan. Este teste permite identificar se a variância dos indivíduos é igual a zero (Dutra; Ceretta, 2022).

Teste Breusch Pagan	coeficiente
valor teste χ^2	55,26
p-valor	0,0000

Fonte: Elaborado pelo autor

O resultado do teste Breusch-Pagan presente na Tabela 5 permite rejeitar a hipótese nula de que o modelo POLS é adequado, já que $\chi^2 = 55,26$ (sig. $\chi^2 = 0,000$). Por meio do teste F de Chow ($F = 7,92$ e sig. $F = 0,000$), rejeita-se a hipótese nula de que há igualdade de interceptos e inclinações para todas as empresas (POLS). Portanto, a aplicação de dados empilhados (*pooled*) não é a técnica adequada para o conjunto de dados analisado, pois a estatística F demonstrou que o valor de $p < 0,05$.

Teste Hausman	Coeficiente
Valor teste χ^2	30,17
p-valor	0,0002

Fonte: Elaborado pelo autor

O resultado do teste de Hausman está apresentado na Tabela 6. Com base nesse resultado, rejeita-se a hipótese de que os efeitos individuais sejam aleatórios e conclui-se que a modelagem obtida por efeitos aleatórios não oferece estimadores consistente dos parâmetros, pois um p-valor inferior a 0,05, o que leva à rejeição da hipótese nula e não se pode justificar a especificação pelo modelo de efeitos aleatórios, uma vez que os coeficientes estimados estariam viesados (Dutra; Ceretta, 2022).

As empresas possuem características intrínsecas que são difíceis de medir e incluir explicitamente no modelo, mas que influenciam tanto a composição do conselho quanto outras

variáveis: cultura organizacional específica de cada empresa, a reputação consolidada no mercado, estrutura de governança histórica não capturada por variáveis observáveis, etc. O modelo de efeitos fixos pode controlar essas características não observadas e invariantes no tempo que diferem entre as empresas, eliminando o viés de variáveis omitidas que elas poderiam causar.

O modelo também controla características não observáveis específicas de cada empresa que não variam no tempo, o modelo isola essa variação "dentro" da entidade, permitindo identificar o impacto de alterações nas características do conselho, controlando por fatores fixos da empresa, com isto conclui-se, que o modelo que melhor se ajusta é por efeitos fixos.

4.4 Interpretação dos resultados e análise das hipóteses

. Observando o R^2 *within* (0,3763) do modelo por efeitos fixos, aproximadamente 37,63% da variação no desempenho ESG dentro das empresas ao longo do tempo é explicada pelas características do conselho de administração e pelas variáveis de controle (tamanho e idade da empresa) que variam no tempo. Isso sugere que as mudanças nas variáveis explicativas de uma empresa, como a média de idade dos conselheiros, quantidade de membros e proporção de independentes, têm um poder explicativo considerável sobre as mudanças no seu próprio desempenho ESG.

Já a variância R^2 *between* (0,164) indica que aproximadamente 16,40% da variação no desempenho ESG entre as diferentes empresas é explicada pelas médias das variáveis independentes ao longo do tempo para cada empresa. Embora o modelo de Efeitos Fixos não foque primariamente nessa variação, indica que, mesmo após controlar os efeitos fixos, ainda há alguma capacidade explicativa das variáveis para as diferenças entre as empresas.

O R^2 *overall* (0,1611) com um valor de 16,11% indica que, no geral, o modelo explica uma parte modesta da variabilidade total do ESG, mas a força do modelo de Efeitos Fixos reside em controlar a heterogeneidade não observada, tornando os coeficientes das variáveis que variam no tempo mais confiáveis, mesmo com um R^2 geral mais baixo.

Referente às hipóteses, somente duas das seis hipóteses apresentadas foram confirmadas, a relação encontrada está apresentada no Quadro 2. Por meio dos resultados obtidos é possível identificar as relações dos conselhos de administração com o desempenho ESG.

Quadro – 2 Relação esperada e encontrada das hipóteses

Variável	Relação esperada	Relação encontrada
Tamanho do conselho	+	+
Dualidade do CEO	-	n/s
Independência do conselho	+	-
Presença de mulheres	+	n/s
Idade dos conselheiros	+/-	-
Tamanho da empresa	+	+

(+) relação positiva; (-) relação negativa; (+/-) relação quase não significativa; (n/s) estatisticamente não significativa. Fonte: elaborada pelo autor

A hipótese de que conselhos maiores estão associados a um melhor desempenho ESG (H1) foi confirmada, alinhando-se com a expectativa teórica. Isso reforça a ideia de que um número maior de membros no conselho amplia a diversidade de perspectivas e a capacidade de monitoramento, facilitando a adoção de políticas sustentáveis mais robustas (Giannarakis, 2014; Dias; Rodrigues; Craig, 2017; Husted; Souza-filho, 2018; Abu qa'dan; Suwaidan, 2019; Costa *et al.*, 2021). Nessa perspectiva teórica o resultado compactua com a ideia que conselhos maiores são mais avessos ao risco (Wang, 2011). Reforçando tendência a cautela em relação a riscos socioambientais, evitando práticas que possam prejudicar a reputação da empresa no longo prazo.

Além disso, a maior disponibilidade de recursos em conselhos ampliados poderia permitir ser explicada não apenas pela maior capacidade de monitoramento, mas também pelo aumento na rede de comunicação e acesso a conhecimentos especializados. Conselhos maiores tendem a ser mais conectados com diferentes setores da economia pelo *board interlocking*, que se refere às relações empregatícias que um conselheiro possui com outras empresas, o que pode facilitar a troca de informações sobre melhores práticas sustentáveis e inovações em governança corporativa (Marcondes; Cyrino; Mendonça, 2011; Souza *et al.*, 2017).

A hipótese de que a dualidade do CEO afeta negativamente o desempenho ESG (H2) não foi estatisticamente significativa nos dados analisados. A maior parte da literatura argumenta que a concentração de poder na figura do CEO pode enfraquecer a governança e reduzir a transparência em questões sustentáveis (Giannarakis, 2014; Abu qa'dan; Suwaidan, 2019).

A hipótese de que conselhos mais independentes melhoram o desempenho ESG (H3) foi refutada, pois mostraram uma relação negativa. Esse resultado contradiz a maioria dos estudos, dado que a independência do conselho é frequentemente associada a maior transparência e alinhamento com os interesses dos stakeholders (Husted; Souza-filho, 2018; Cucari; De Falco; Orlando, 2018; Abu qa'dan; Suwaidan, 2019; Chijoke-mgbame *et al.*, 2020; Almaqtari, 2023).

Uma interpretação possível é que conselheiros excessivamente independentes podem não ter conhecimento profundo das operações da empresa, levando a decisões ESG desconectadas da realidade operacional (Gimenes; Braga; Aguiar, 2020). Embora conselheiros independentes possam, teoricamente, evitar conflitos de interesse, isso pode também limitar a os desafios ESG específicos enfrentados pela firma. Se os membros independentes não possuem expertise em sustentabilidade, suas deliberações podem ser mais focadas em resultados financeiros de curto prazo, em detrimento de investimentos ESG de longo prazo. Outra possível explicação é a falta de poder cabível que conselheiros independentes podem ter dentro das atividades da empresa.

Vale-se lembrar que os dados possuem um escopo focado em bolsa brasileira, com isso pode-se criar uma linha de pensamento divergente, que seria explicada por dinâmicas específicas do mercado brasileiro, em que a adesão a critérios ESG pode estar mais vinculada a estratégias de reputação e acesso a capital do que a um compromisso genuíno com sustentabilidade (Motta; Duarte; Tonelli, 2019). O ISE, criado pela B3, é um dos principais índices de sustentabilidade do Brasil, mas sua seleção depende de critérios de divulgação. Com base nesse entendimento, os conselheiros independentes poderiam ser mais críticos, pressionando por metas mais rígidas, como inclusão social e atividades socioambientais ativas.

Se empresas veem o ISE como ferramenta para aumentar o *valuation* e reduzir custo de capital, conselheiros independentes podem ser vistos como obstáculos ao exigir metas que reduzam margens no curto prazo. Nesse caso, as empresas preferem conselhos menos independentes e mais complacentes. A inclusão de membros independentes existe pela

pressão que os mecanismos de governança corporativa atribuem a empresa (Fama; Jensen, 1983) que é a imposição dos acionistas minoritários, o que induz que a pressão seria inversamente proporcional ao controle majoritário, muito presente no Brasil (Torres, *et al.*, 2011).

A hipótese de que a presença de mulheres no conselho melhora o desempenho ESG (H4) até mesmo no Brasil (Prudêncio *et al.*, 2021), não foi confirmada estatisticamente. Isso pode indicar que, no contexto estudado, a diversidade de gênero por si só não é suficiente para impulsionar mudanças significativas em políticas sustentáveis. Uma explicação plausível é que, em alguns casos, a inclusão de mulheres no conselho ocorre por pressões regulatórias ou de imagem corporativa, sem que essas diretoras tenham influência real nas decisões estratégicas. Se as mulheres não estão em posições de poder, seu impacto no ESG pode ser limitado.

Outro aspecto relevante é que a diversidade só se traduz em melhores resultados quando acompanhada de um ambiente corporativo inclusivo. Se a cultura organizacional resiste a mudanças, mesmo uma maior representatividade feminina pode não ser suficiente para alterar práticas estabelecidas (Machado-da-silva; Fontes, 2018).

A hipótese de que a idade dos conselheiros não teria um impacto significativo no ESG (H5) foi contradita pelos resultados, que revelaram uma relação negativa. Isso sugere que conselheiros mais jovens podem estar mais alinhados com as demandas contemporâneas de sustentabilidade. Conselheiros de gerações mais recentes podem trazer uma visão mais atualizada sobre o ESG. Além disso, podem ser menos resistentes a inovações em práticas sustentáveis, enquanto conselheiros mais experientes podem priorizar estratégias tradicionais focadas em rentabilidade de curto prazo.

Por fim, a hipótese de que empresas maiores têm melhor desempenho ESG (H6) foi confirmada, em linha com a teoria (Giannarakis, 2014; Habbash, 2016; Ali *et al.*, 2018; Dias; Rodrigues; Craig, 2017). Grandes corporações enfrentam maior escrutínio de investidores, reguladores e da sociedade civil, o que as incentiva a adotar políticas de sustentabilidade mais robustas (Wang; Qian, 2011). Além disso, empresas de grande porte têm mais recursos para investir em relatórios detalhados, tecnologias limpas e equipes especializadas em ESG. Sua escala também permite que incorporem práticas sustentáveis de maneira mais eficiente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo ampliar o conhecimento sobre os conselhos de administração, investigando sua influência e as implicações de suas características no desempenho ESG de empresas brasileiras de capital aberto listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3. Utilizando uma abordagem descritiva e quantitativa com análise de dados em painel, esta pesquisa buscou mapear as características estruturais dos conselhos de administração de empresas listadas no ISE, mensurar a relação entre as variáveis que compõem o conselho e o desempenho ESG, avaliar a influência das variáveis de controle no desempenho ESG e identificar quais características do conselho afetam positivamente e negativamente ao ESG.

Este estudo contribuiu significativamente para o avanço do conhecimento sobre a governança corporativa e o desempenho ESG no contexto brasileiro. Ao confirmar a relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e o desempenho ESG (H1), os achados reforçam a literatura que sugere que conselhos maiores podem integrar uma maior diversidade de perspectivas e aprimorar o monitoramento, resultando em práticas de sustentabilidade mais robustas. Adicionalmente, a validação da hipótese de que o tamanho da empresa afeta positivamente seu desempenho ESG (H6) corrobora a compreensão de que corporações de maior porte, sob maior escrutínio e com mais recursos, tendem a investir e reportar de forma

mais abrangente em ESG.

Essas constatações oferecem insights práticos para gestores e investidores, evidenciando que a dimensão do conselho e o porte da organização são fatores cruciais a serem considerados na formulação de estratégias eficazes de governança e sustentabilidade corporativa no Brasil, impactando diretamente o alinhamento com as demandas contemporâneas por responsabilidade socioambiental. Este estudo apresenta algumas limitações. A principal limitação decorre da amostra específica; empresas listadas no ISE da B3, que, embora relevante, podem não representar totalmente o panorama corporativo brasileiro mais amplo. Outra limitação está relacionada ao período de três anos (2021-2023) de coleta de dados. Embora suficiente para insights iniciais, uma análise longitudinal mais longa poderia capturar tendências mais sutis e impactos de longo prazo das características do conselho no desempenho ESG.

Sugere-se que pesquisas futuras poderiam estender o período de observação para identificar se as relações observadas evoluem ao longo do tempo ou sob diferentes condições econômicas e regulatórias. Estudos futuros poderiam expandir a amostra para incluir uma gama maior de empresas de capital aberto, independentemente de sua inclusão no ISE, a fim de proporcionar uma visão mais abrangente das práticas ESG e das características dos conselhos no mercado brasileiro.

A dependência do estudo de dados secundários da base de dados da CVM e do ISE da B3, embora garantindo a confiabilidade, limita a exploração de fatores qualitativos que poderiam influenciar as decisões do conselho e os resultados da ESG. Futuras pesquisas poderiam incorporar métodos qualitativos, como entrevistas com membros de conselhos ou análise de conteúdo de relatórios anuais, para obter insights mais profundos sobre as motivações, desafios e dinâmicas internas que moldam as estratégias ESG.

Adicionalmente, a inesperada relação negativa entre a independência do conselho e o desempenho ESG merece uma investigação mais aprofundada. Estudos futuros poderiam aprofundar-se nos fatores contextuais específicos do mercado brasileiro, como a estrutura de propriedade, a fiscalização regulatória e os aspectos culturais, que poderiam explicar essa divergência da literatura internacional. Examinar a expertise e os papéis dos conselheiros independentes em questões de sustentabilidade também poderia trazer clareza.

Por fim, embora o estudo tenha explorado a diversidade de gênero, não se aprofundou em outras formas de diversidade (por exemplo, etnia, formação educacional, experiência profissional) que também poderiam influenciar o desempenho ESG. Pesquisas futuras poderiam adotar uma abordagem mais multifacetada para a diversidade dentro dos conselhos, analisando como várias dimensões da diversidade impactam coletivamente os esforços de sustentabilidade corporativa. Além disso, explorar o fenômeno da "feminização dos conselhos" no contexto brasileiro, conforme mencionado na literatura, poderia fornecer mais insights sobre a influência real das mulheres nos resultados ESG além da mera representação.

Em suma, esta pesquisa contribui significativamente para a compreensão da governança corporativa e do desempenho ESG no Brasil. Ao destacar os papéis críticos do tamanho do conselho e da empresa, ela oferece insights práticos para empresas que buscam aprimorar suas estratégias de governança e se alinhar às demandas contemporâneas por responsabilidade social, ambiental e de governança. Abordar as limitações por meio de futuras pesquisas enriquecerá ainda mais a compreensão acadêmica e prática desses aspectos cruciais da sustentabilidade corporativa.

REFERÊNCIAS

- ALMAQTARI, F. A.; ELSHEIKH, T.; AL-HATTAMI, H. M.; MISHRA, N. **The impact of board characteristics on environmentally friendly production: A cross country study in Asia and Europe.** *Journal of Cleaner Production*, USA: Elsevier, v. 392, p. 136257, 2023.
- ABU QA'DAN, M. B.; SUWAIDAN, M. S. **Board composition, ownership structure and corporate social responsibility disclosure: the case of Jordan.** *Social Responsibility Journal*, v. 15, n. 1, p. 28–46, 2019.
- ADAMS, C. A. **Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: Beyond current theorising.** *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, v. 15, n. 2, p. 223-250, 2002.
- ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. **Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance.** *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309, 2009.
- AHMAD, N. B. J.; RASHID, A.; GOW, J. **Board Independence and Corporate Social Responsibility (CSR) Reporting in Malaysia.** *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, v. 11, n. 2, p. 61-85, 2017.
- ALI, W.; ALSAYEGH, M. F.; AHMAD, Z.; MAHMOOD, Z.; IQBAL, J. **The Relationship between Social Visibility and CSR Disclosure.** *Sustainability*, v. 10, n. 3, p. 866, 2018.
- AL-JAIFI, H. A. **Board gender diversity and environmental, social and corporate governance performance: evidence from ASEAN banks,** *Asia-Pacific Journal of Business Administration*, v. 12 n. 3, p. 269-281, 2020.
- BAIN, J. S. **Barriers to New Competition: Their Character and Consequences in Manufacturing Industries.** Cambridge: Harvard University Press, 1956.
- BALTAGI, B. H. **Econometric analysis of panel data.** 3. ed. Chichester: John Wiley & Sons, 2005.
- BARBOSA, A. S.; Da Silva, M, C, B, C.; Da Silva, L, B.; Morioka, S, N.; De Souza, V, F. **Integration of Environmental, Social, and Governance (ESG) criteria: their impacts on corporate sustainability performance.** *Humanities and Social Sciences Communications*, v. 10, n. 1, p. 1–18, 13 jul. 2023.
- BASTOS, M. F. L.; PERLIN, A. P.; SOARES, A. K. O.; RODRIGUES, S. K. M. O.; MAIA, M. M. M. **Análise das práticas de gestão ambiental, aquisição de créditos verdes e níveis de poluição das empresas listadas no índice de carbono eficiente (ico2).** *Gestão e Desenvolvimento*, v. 21, n. 2, 2024.
- BAYSINGER, B. D.; BUTLER, H, N. **Corporate Governance and the Board of Directors: Performance Effects of Changes in Board Composition.** *Journal of Law, Economics, & Organization*, v. 1, p. 101-124, 1985.
- BERNARDI, R. A.; THREADGILL, V. H. **Women directors and corporate social responsibility.** *Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies*, v. 15, n.

2, p. 15–21, 2010.

BHAGAT, S.; BLACK, B. S. **The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance**. SSRN Electronic Journal, p. 1-47, 1997.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. **Corporate Governance and Firm Performance**. Journal of Corporate Finance, 14(3), 257-273, 2008.

BIOY, H.; JMILI, S. **Global Sustainable Fund Flows: Q4 2021 in Review**. MorningStar, 2022 Disponível em: <<https://www.morningstar.com/funds/global-sustainable-fund-flows-q4-2021-review>>. Acesso em: 1 out. 2024.

BORGES, E. M. G.; HONORIO, F. M. M.; SCHIMIDT, J. L.; ARAÚJO, M. P. **Efeito do Intangível no Desempenho das Empresas Listadas no IGC (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada)**. Revista Capital Científico - Eletrônica, v. 22, n. 1, p. 7-24, 2024.

BRANCO, M. C.; RODRIGUES, L. L. **Social responsibility disclosure: a study of proxies for the public visibility of Portuguese banks**. The British Accounting Review, v. 40, n. 2, p. 161– 181, 2008.

BUNIAMIN, S. **The quantity and quality of environmental reporting in annual report of public listed companies in Malaysia**. Issues in Social and Environmental Accounting, v. 4, n. 2, p. 115–135, 2010.

BURKE, R, J. **Women on corporate boards of directors: A needed resource**. Journal of Business Ethics, v. 16, n. 9, p. 909-915, 1997.

BYRD, J. W.; HICKMAN, K. A. **Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids**. Journal of Financial Economics, v. 32, p. 195-222, 1992.

CELESTINO, É. J. M.; PEREIRA, M. L.; CAMARA, R. P. B. **Avaliação de práticas ESG em bancos listados na [B]3: verificação do efeito da composição do conselho de administração e características das companhias**. Revista Catarinense da Ciência Contábil, v. 22, n. 1, p. 0-0, 2023.

CHENG, B.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. **Corporate Social Responsibility and Access to Finance**. Strategic Management Journal, v. 35, p. 1-23, 2014.

CHIJOKE-MGBAME, A, M.; MGBAME, C.O.; AKINTOYE, S.; OHALEHI, P. **The role of corporate governance on CSR disclosure and firm performance in a voluntary environment**. Corporate Governance: The International Journal of Business in Society, v. 20, n. 2, p. 294– 306, 2020.

CHIU, T. K.; WANG, Y. H. **Determinants of social disclosure quality in Taiwan: An application of stakeholder theory**. Journal of Business Ethics, v. 129, n. 2, 379-398, 2014.

COLES, J. L.; DANIEL, N. D.; NAVEEN, L. **Boards: Does One Size Fit All?**. Journal of Financial Economics, 87(2), 329-356, 2008.

COSTA, G. M.; SANTOS, B. A. D.; GOMES, M. L. S.; GUIMARÃES, D. B. **A Influência das Características do Conselho de Administração na Divulgação Voluntária Ambiental**. Gestão e Sociedade, v. 15, n. 43, p. 4497-4527, 2021.

CUCARI, N.; DE FALCO, S. E.; ORLANDO, B. **Diversity of Board of Directors and Environmental Social Governance: Evidence from Italian Listed Companies**. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, v. 25, n. 3, p. 250–266, 14 set. 2018.

DIAS, A.; RODRIGUES, L. L.; CRAIG, R. **Corporate Governance Effects on Social Responsibility Disclosures**. Australasian Accounting. Business and Finance Journal, v. 11, n. 2, 2017.

DOBRICK, J.; KLEIN, C.; BERNHARD Z. **Size Bias in Refinitiv ESG data**. Finance Research Letters, V. 55, n. 2, 1 maio. 2023.

DONALDSON, L.; DAVIS, J. H. **Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns**. Australian Journal of Management, v. 16, n. 1, p. 49-64, 1991.

DURU, A.; IYENGAR, R. J.; ZAMPELLI, E. M. **The dynamic relationship between CEO duality and firm performance: The moderating role of board independence**. Journal of Business Research, v. 69, n. 10, p. 4269-4277, 2016.

DUTRA, V. R.; CERETTA, P. S. **Remuneração de executivos em empresas brasileiras listadas: o impacto do prestígio, do desempenho, da governança corporativa e da experiência do ceo**. Boletim de Conjuntura (BOCA), Boa Vista, v. 13, n. 39, p. 157–179, 2022. Disponível em: <https://revista.ioles.com.br/boca/index.php/revista/article/view/984>. Acesso em: 6 jun. 2025.

EUROPEAN UNION. **Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on sustainability-related disclosures in the financial services sector**. EUR-Lex, 2019. Disponível em: <<https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>>. Acesso em: 01/10/2024.

ECCLES, R. G.; IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. **The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance**. Management Science, 60(11), 2835-2857, 2014.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. **Separation of ownership and control**. Journal of Law and Economics, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FÁVERO, L; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados**. LTC, 2020.

FERRERO-FERRERO, I.; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, M. Á.; MUÑOZ-TORRES, M. J. **Integrating sustainability into corporate governance: an empirical study on board diversity**. Corporate Social Responsibility and Environmental Management, v. 22, n. 4, p.

193–207, 2013.

FORTE, H. C.; SILVA, L. K. S.; ABREU, M. C. S. **Efeito da Estrutura do Conselho de Administração na Evidenciação de Práticas Ambientais e Sociais em Empresas Brasileiras.** Revista Universo Contábil, v. 1, p. 119-135, 2021.

FRIEDE, G.; BUSCH, T.; BASSEN, A. **ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies.** Journal of Sustainable Finance & Investment, v. 5(4), p. 210-233, 2015.

GLASS, C.; COOK, A.; INGERSOLL, A. R. **Do women leaders promote sustainability?** Analyzing the effect of corporate governance composition on environmental performance. Business Strategy and the Environment, v. 25, n. 7, p. 495–511, 2016.

GIANNARAKIS, G. **Corporate governance and financial characteristic effects on the extent of corporate social responsibility disclosure.** Social Responsibility Journal, v. 10, n. 4, p. 569–590, 30 set. 2014.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

GILLAN, S. L.; KOCH, A.; STARKS, L. T. **Firms and Social responsibility: a Review of ESG and CSR Research in Corporate Finance.** Journal of Corporate Finance, v. 66, n. 1, 30 Jan. 2021.

GIMENES, B.; BRAGA, R.; AGUIAR, A. **A relação entre a composição do conselho de administração e a divulgação de sustentabilidade no Brasil.** Contabilidade, Gestão e Governança, v. 23, n. 1, p. 75-93, 2020.

GROVE, H.; PATELLI, L.; VICTORAVICH, L. M.; XU, P. T. **Corporate Governance and Performance in the Wake of the Financial Crisis: Evidence from US Commercial Banks.** Corporate Governance: An International Review, 19(5), 418-436, 2011.

GSIA. **Global Sustainable Investment Review.** GSIA, 2022. Disponível em: <<https://www.gsi-alliance.org/members-resources/gsir2022/>>. Acesso em: 27, set. 2024.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica.** 5. ed. Porto Alegre: AMGH Editora, 2011.

HABBASH, M. **Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: evidence from Saudi Arabia.** Social Responsibility Journal, v. 12, n. 4, p. 740-754, 2016.

HALL, M.; WEISS, L. **Firm Size and Profitability.** The Review of Economics and Statistics, v. 49, n. 3, p. 319–331, 1967.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S.; **The effects of board composition and direct incentives on firm performance.** Journal of Financial Economics, v. 20, n. 1-2, p. 101-120, 1991.

HUSTED, B. W.; SOUSA FILHO, J. M. **Board structure and environmental, social, and governance disclosure in Latin America.** Journal of Business Research, v. 102, p. 220- 227, 2018.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **O Papel do Conselho de Administração na Estratégia das Organizações**. São Paulo: IBGC, 2017. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=23484>. Acesso em: 7 jul. 2025.

ISEBR. **O que é o ISE B3**. B3, 2024. Disponível em: <<https://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise>>. Acesso em: 01, out. 2024.

JENSEN, M. C. **The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems**. *Journal of Finance*, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M. C; Meckling, W. H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3(4), 305-360, 1976.

JI, X.; CHEN, X.; AO, Z. **ESG rating, board faultlines, and corporate performance**. *Research in International Business and Finance*, v. 72, out. 2024.

KANSAL, M.; JOSHI, M.; BATRA, G. S. **Determinants of corporate social responsibility disclosures: Evidence from India**. *Advances in Accounting*, v. 30, n. 1, p. 217-229, 2014.

KHAN, M. N.; SERAFEIM, G.; YOON, A. **Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality**. *The Accounting Review*, 91(6), 1697-1724, 2016

KLEIN, A. **Firm Performance and Board Committee Structure**. *Journal of Law and Economics*, 41(1), 275-303, 1998.

KUMAR, P.; ZATTONI, A. **Corporate Governance, Board Gender Diversity and Firm Performance**. *Corporate Governance: An International Review*, v. 24, n.4, p. 388–389, 2016.

LIANG, Q.; XU, P.; JIRAPORN, P. **Board characteristics and Chinese bank performance**. *Journal of Banking & Finance*, v. 37, n. 8, p. 2953–2968, ago. 2013.

LUDWIG, S.; SASSEN, R. **The role of boards in promoting corporate sustainability: a literature review and research agenda**. *Management Review Quarterly*, v. 72, p. 691-746, 2022.

MACHADO-DA-SILVA, C, L.; FONTES, F, J, R. **Diversidade no Conselho de Administração: o papel da cultura organizacional e da inclusão**. *Revista de Administração de Empresas (RAE)*, v. 58, n. 4, p. 382-393, 2018.

MANITA, R.; BRUNA, M. G.; DANG, R.; HOUANTI, L. **Board gender diversity and ESG disclosure: evidence from the USA**. *Journal of Applied Accounting Research*, v. 19, n. 2, p. 206–224, 14 mai. 2018.

MARCONDES, R. C.; CYRINO, A. B.; MENDOZA, C. M. **Redes de conselhos de administração no Brasil e o desempenho das empresas**. *RAUSP Management Journal*, São Paulo, v. 46, n. 2, p. 147-160, 2011.

MILONE, D. **A resposta do mercado aos acidentes ambientais na indústria petrolífera: estudo do caso do desastre no Golfo do México**. 2013. 121 f. Dissertação

(Mestrado em Administração) - Centro Universitário FEI, São Paulo, 2013 Disponível em:<<http://sofia.fei.edu.br:8080/pergamumweb/vinculos/000034/000034ce.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2024.

MOTTA, E.; DUARTE, F.; TONELLI, D. **Greenwashing e a busca por legitimidade em relatórios de sustentabilidade de empresas brasileiras**. Revista de Gestão Social e Ambiental, v. 13, n. 1, p. 80-94, 2019.

MUTTAKIN, M. B.; KHAN, A.; MIHRET, D. G. **The Effect of Board Capital and CEO Power on Corporate Social Responsibility Disclosures**. Journal of Business Ethics, v. 150, n. 1, p. 41–56, 14 mar. 2018.

PACTO GLOBAL REDE BRASIL. ESG. Pacto Global, 2024. Disponível em: <<https://www.pactoglobal.org.br/esg/>>. Acesso em: 29, set. 2024.

PERÉZ, L.; DAME, V. H.; HAMID, S.; ROBIN, N.; KRYSTA, B.; **ESG Is Essential for Companies to Maintain Their Social License**. McKinsey. Disponível em: <<https://www.mckinsey.com/capabilities/sustainability/our-insights/does-esg-really-matter-and-why>>. Acesso em: 28, set. 2024.

PINHEIRO, A. B.; BEHM, A. J. B.; PRADO, N. B.; MAZZIONI, S. **The impact of board composition on ESG performance: Comparing results from symmetrical and asymmetrical approaches**. Business Strategy & Development, v. 7, n. 3, 2024.

PROCHNOW, K.; NOSSA, V.; NOSSA, S. N.; SEPULCRI, L. M. C. B. **Presença da mulher no conselho de administração e a participação da empresa no Índice de Sustentabilidade Empresarial**. Gestão e Desenvolvimento, v. 20, n. 1, p. 198-223, 2023.

PRUDÊNCIO, P.; FORTE, H.; CRISÓSTOMO, V.; VASCONCELOS, A. **Effect of Diversity in the Board of Directors and Top Management Team on Corporate Social Responsibility**. Brazilian Business Review, v. 18, n. 2, p. 118–139, 2 mar. 2021.

RICARDO, V. S.; BARCELLOS, S. S.; BORTOLON, P. M. **Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&FBovespa: fatores determinantes de divulgação**. Revista de Gestão Social e Ambiental, v. 11, n. 1, p. 90–104, 2017

ROMANO, M.; CIRILLO, A.; FAVINO, C.; NETTI, A. **ESG (Environmental, Social and Governance) Performance and Board Gender Diversity: The Moderating Role of CEO Duality**. Sustainability, v. 12, n. 21, p. 92-98, 2020.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw Hill, 2006.

SANTANA, L. M. DE.; GÓIS, A. D.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. DE. **Relação entre disclosure socioambiental, práticas de governança corporativa e desempenho empresarial**. Revista Organizações em Contexto, v. 11, n. 21, p. 49–72, 2015)

SEPULVEDA-NUÑEZ, R.; TORO, G.; VALDERRAMA, P. **Board diversity, corporate governance, and ESG performance.** Journal of Business Ethics, v. 172, n. 1, p. 159-174, 2024.

SHAKIL, M. H.; TASNIA, M.; MOSTAFIZ, M. I. **Board gender diversity and environmental, social and governance performance of US banks: moderating role of environmental, social and corporate governance controversies.** International Journal of Bank Marketing, V. 39, n. 4, p. 661-677, 2021.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **A Survey of Corporate Governance.** Journal of Finance, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SOARES, A. **Agenda ESG impactará negócios, vidas e investimentos em 2024.** InvestNews, 2023. <<https://investnews.com.br/opiniaio/colunistas-opiniaio/agenda-esg-impactara-negocios-vidas-e-investimentos-em-2024/>>. Acesso em: 28, set. 2024.

SOUZA, M. L.; BORGES, A. L.; REBOUÇAS, J. C.; BARBOSA, F. V. **Efeitos da interligação de conselhos de administração na divulgação de informações ambientais de empresas brasileiras.** Revista de Contabilidade e Finanças da Unifacs (RCF), Salvador, v. 6, n. 1, p. 28-44, abr. 2017.

STANGE, K. T.; TOPOROSKI, E. L. **A integração de práticas ESG sob a perspectiva da governança corporativa nas empresas.** Academia de Direito, v. 6, n. 1, p. 3903-3921, 2024.

TAGESSON, T.; BLANK, V.; BROBERG, P.; COLLINS, E. **What explains the extent and content of social and environmental disclosures on corporate websites: a study of social and environmental reporting in Swedish listed corporations.** Corporate Social Responsibility and Environmental Management, v. 16, n. 6, p. 352–364, 2009.

TORGA, E. M. M. F.; ROMA, C. M. S.; ROMA, P. M.; FERREIRA, B. P. **Ten Years After the 2008 Crisis: Has Risk Aversion Won?.** Brazilian Business Review, v. 20, n. 3, p. 323-338, 2023.

TORRES, D.; BRUNI, A. L.; MARTINEZ, A. L.; RIVERA-CASTRO, M. A. **Ownership and control structure, corporate governance and income smoothing in Brazil.** Corporate Ownership & Control, v. 8, n. 4, p. 180-192, 2011.

VAFEAS, N. **Board meeting frequency and firm performance.** Journal of Financial Economics, v. 53, n. 1, p. 113–142, jul. 1999.

WANG, H.; QIAN, C. **Corporate philanthropy and corporate financial performance: The roles of stakeholder response and political access.** Academy of Management, v. 54, p. 1159–1181, 2011.

WANG, C.J. **Board size and firm risk-taking.** Review of Quantitative Finance and Accounting, v. 38, n. 4, p. 519–542, 27 abr. 2011.

WEISBACH, M, S. **Outside directors and CEO turnover.** Journal of Financial Economics, v. 20, n. 1-2, p. 431-460, 1988.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria: uma abordagem moderna.** São Paulo: Cengage Learning, 2015.

YANG, W.; LI, W.; WANG, X.; ZHAO, Y. **Corporate governance and ESG performance: The influence of board diversity on sustainability disclosures.** Journal of Corporate Finance, v. 79, p. 1-20, 2023.

YERMACK, D. **Do corporations award CEO stock options effectively?.** Journal of Financial Economics, v. 39, n. 2-3, p. 237–269, out. 1995.

YERMACK, D. **Higher market valuation of companies with a small board of directors.** Journal of Financial Economics, v. 40, n. 2, p. 185–211, fev. 1996.