

# INFLUÊNCIAS DA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA NA DIVULGAÇÃO DE RISCOS POR EMPRESAS BRASILEIRAS E DOS DOIS PAÍSES IBERO-EUROPEUS

## 1 INTRODUÇÃO

A Responsabilidade Social Corporativa (RSC) corresponde ao conjunto de estratégias e ações empresariais que impactam tanto o público interno, quanto o externo. Resume-se, portanto, no compromisso da organização perante a sociedade (PENA *et al.*, 2007). Dessa forma, um número crescente de empresas vem conferindo prioridade à RSC (HARJOTO; LAKSMANA, 2018; PORTER; KRAMER, 2006), cujos gestores deparam-se continuamente com demandas de múltiplos interessados dispostos a direcionar recursos para o aprimoramento da área (MCWILLIAMS; SIEGEL, 2001).

Ben-Amar e Belgacem (2018) postulam que as empresas socialmente responsáveis exibem maior transparência em suas práticas de divulgação, refletindo-se em compromisso com altos padrões éticos. Além disso, os projetos de RSC envolvendo suas diferentes dimensões – funcionários, comunidade, meio ambiente e governança corporativa (CSRHub®, 2019) – fornecem uma maneira de reduzir o risco do negócio, tornando-se elemento essencial na gestão econômico-financeira (HUSTED, 2005).

Nesse sentido, Almendra *et al.* (2018), Lajili e Zéghal (2005) e Linsley e Shrivies (2006) verificaram que a divulgação de informações acerca dos fatores de risco proporciona maior confiabilidade. De acordo com Linsley e Shrivies (2006), o risco pode representar qualquer oportunidade ou ameaça, perigo, dano ou exposição que já tenha impactado a empresa ou que venha a impactar seu negócio no futuro.

No entanto, alguns estudiosos sugerem que as práticas relacionadas à RSC (ALI; FRYNAS; MAHMOOD, 2017; SOARES *et al.*, 2018) e à divulgação de riscos (HASSAN, 2011) dependem do ambiente institucional e do nível de desenvolvimento econômico do país respectivo. Grecco *et al.* (2013) indicam que as diferenças entre as práticas corporativas de evidenciação em diferentes países são motivadas por expectativas e pressões sociais específicas de cada contexto, segundo pressupostos da Teoria Institucional.

Nesse cenário, considera-se que as distinções entre os sistemas nacionais de negócios de países desenvolvidos e os de países emergentes resultam em diferentes expressões de RSC (JAMALI; KARAM, 2018) e de relato de riscos (HASSAN, 2011). Diante disso, o Brasil e os dois países ibéricos (Portugal e Espanha) foram escolhidos como objeto deste estudo, por representar, respectivamente, economias emergente e desenvolvidas (SOARES *et al.*, 2018). Apesar de esses países possuírem contextos econômicos e políticos muito diferentes (GRECCO *et al.*, 2013), existe uma relação muito próxima entre eles, além das similitudes históricas (CARREIRA; PALMA, 2012).

Dado esse cenário, e considerando-se a relevância do desempenho da RSC para o processo decisório quanto à evidenciação de riscos, propõe-se o seguinte questionamento: Quais as influências do desempenho da RSC na divulgação de riscos nas empresas brasileiras e nas companhias ibéricas? Com o intuito de responder à referida questão, delinea-se como objetivo geral analisar a influência do desempenho da RSC na divulgação de riscos nas empresas brasileiras e nas companhias ibéricas. Adicionalmente, procurar-se-á avaliar a associação entre o desempenho da RSC e a divulgação de riscos nas empresas e suas respectivas características institucionais país de origem e setor de atuação.

Peria, Santos e Montoro (2020) afirmam que apesar de não haver um conceito ou uma estrutura de análise universal, diferentes estudos têm abordado a relação da RSC com as mais diversas temáticas, como, por exemplo, competitividade (MELO *et al.*, 2019; PORTER; KRAMER, 2006), divulgação de informações ou transparência corporativa (BEN-AMAR;

BELGACEM, 2018) e desempenho financeiro (BECK; FROST; JONES, 2018; BUSCH; FRIEDE, 2018).

Husted (2005, p. 175) afirma que “a relação entre a RSC e o gerenciamento de riscos tem sido tratada esporadicamente na literatura empresarial e social”. No mesmo sentido, Linsley e Shrives (2006) postulam que uma faceta importante dos debates sobre o risco relaciona-se à comunicação de informações sobre riscos pelas empresas às partes interessadas. A verdade é que até o momento a ligação entre RSC e divulgação de riscos não foi investigada. Diante dessa lacuna de pesquisa, este estudo pretende contribuir para enriquecer essa discussão, abordando a relação entre a RSC e a divulgação de riscos em empresas de países ibero-americanos.

A pesquisa reuniu 130 empresas, sendo 77 brasileiras, 42 portuguesas e 11 espanholas, listadas, respectivamente, nas bolsas de valores B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), Euronext Lisbon e Euronext Spain. Com os dados extraídos da base CSRHub®, aferiu-se o desempenho da RSC, enquanto, por meio dos relatórios anuais de 2015, 2016 e 2017, utilizando-se a análise de conteúdo, verificaram-se os níveis de divulgação de riscos respectivos. A análise quantitativa foi realizada mediante aplicação de técnicas multivariadas de dados, como Estatística descritiva, Análise de Correspondência (Anacor) e Regressão Linear Múltipla.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 Responsabilidade social corporativa**

O tema RSC continua sendo altamente popular nas últimas décadas (CARROLL; SHABANA, 2010; JO; HARJOTO, 2014). Pena *et al.* (2007), contudo, advertem que, devido à característica polissêmica, seu sentido deve ser sempre explicitado, para evitar equívocos de comunicação. Sendo assim, considera-se que a RSC pressupõe consciência e compromisso da firma com mudanças sociais, que reconheça sua obrigação com o público interno e o externo, cooperando na construção de uma sociedade mais justa, honesta e solidária (PASSOS, 2014).

Desde os primeiros debates sobre RSC, sempre existiram argumentos favoráveis e contrários a sua inserção no mundo corporativo. Posicionamentos desfavoráveis afirmam que a principal responsabilidade da administração consiste em maximizar o lucro dos acionistas (JO; HARJOTO, 2014), e que os problemas de ordem social deveriam ser solucionados pelo sistema de livre mercado, e não pelas empresas (CARROLL; SHABANA, 2010).

A Teoria dos Stakeholders vislumbra um pouco além do interesse exclusivo dos acionistas, dando atenção a uma base mais ampla de interessados que são afetados ou têm impacto na empresa (GALBREATH, 2018). Freeman e McVea (2006) complementam, afirmando que, segundo a Teoria dos Stakeholders, os negócios estão alinhados dentro da sociedade, existindo a responsabilidade da firma pela promoção do bem-estar social.

Argumentos favoráveis à RSC sustentam-se na crença de que no longo prazo constitui interesse da própria firma ser socialmente responsável, haja vista que as ações que promovam esse posicionamento garantirão sua perenidade (SILVA; QUELHAS, 2006). Nesse sentido, os defensores da RSC, para promover sua causa, usam quatro argumentos principais: moral, sustentabilidade, licença para atuar e reputação (PORTER; KRAMER, 2006).

Passos (2014) entende que a RSC é uma prática moral, orientada pela ética, que vai além de obrigações legais e econômicas. Logo, “é imperativo que as empresas incorporem práticas éticas e transparentes em sua gestão, de acordo com os princípios da responsabilidade social, a fim de atingir outros ganhos, como a sustentabilidade do setor empresarial” (INSTITUTO ETHOS, 2019, p. 7).

A noção de sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável conquistou o interesse da comunidade empresarial na década passada, tornando esse tema uma parte integrante das discussões sobre RSC (CARROLL; SHABANA, 2010). No âmbito do mercado, as ações sustentáveis evidenciam a inclusão de aspectos sociais e ambientais nas atividades-fins e nas interações com os *stakeholders* (MILANI *et al.*, 2012).

As práticas de RSC também têm despertado certa preocupação pelo fortalecimento da reputação corporativa (FERNÁNDEZ; JARA-BERTIN; PINEAUR, 2015). Nessa lógica, toda empresa precisa comunicar suas ações de forma transparente, pois só assim os *stakeholders* irão confiar na responsabilidade social da firma, melhorando suas avaliações positivas, e, portanto, aumentando a reputação corporativa (BARAIBAR-DIEZ; SOTORRÍO, 2018).

Entretanto, de acordo com Scott (1987), as regras de RSC nos estados e sociedades modernas variam conforme as características institucionais e os ambientes organizacionais, os quais são moldados pelos objetivos e pelos meios dos atores, como postula a Teoria Institucional. As relações da empresa com o público interno e o externo surgem como reflexo de regras institucionais racionalizadas, em parte responsáveis pela expansão e aumento da complexidade das estruturas organizacionais formais (MEYER; ROWAN, 1977).

Diante da amplitude do assunto, há na literatura diferentes formas de avaliação do desempenho da empresa no tocante à RSC. A métrica utilizada neste estudo foi extraída da agência CSRHub®, que reúne informações sobre responsabilidade social e sustentabilidade corporativa de 19.260 empresas, em 143 países (CSRHub, 2019). A partir de 12 indicadores de RSC, agrupados pelo CSRHub® em quatro categorias (funcionários, meio ambiente, comunidade e governança), é estabelecida uma métrica de avaliação geral, elaborada a partir da média dessas categorias (PRUDÊNCIO *et al.*, 2019).

## **2.2 Divulgação de riscos**

Nos últimos anos, renomados estudiosos têm demonstrado crescente interesse pela divulgação de riscos (ELSHANDIDY; NERI, 2014; LAJILI; ZÉGHAL, 2005; LINSLEY; SHRIVES, 2006; MIIHKINEN, 2012). Contudo, uma dificuldade inicial na realização dos estudos sobre divulgação de riscos é a necessidade de se definir *risco* (LINSLEY; SHRIVES, 2006). Solomon, Solomon e Norton (2000) postulam que o risco pode ser definido como a incerteza associada a um ganho ou perda potencial. Conforme Lajili e Zéghal (2005), o risco é geralmente avaliado analiticamente através de um exame da probabilidade de ocorrência do evento, realizado por meio de sua descrição e das consequências ou resultados esperados.

Por conta da crescente complexidade das operações empresariais, as necessidades de informações dos *stakeholders* tornaram-se mais sofisticadas, resultando que sociedade e governo, agora, exigem um nível mais alto de esclarecimentos (MOUMEN; OTHMAN; HUSSAINEY, 2015). Assim, a divulgação de riscos, segundo Miihkinen (2012), envolve todas as informações que a empresa fornece nas análises de riscos que apresentam em seus relatórios anuais. Segundo o autor, a divulgação de riscos é uma informação que descreve os principais riscos da empresa e seu impacto econômico esperado no desempenho futuro.

Campbell *et al.* (2014) distribuem os riscos em cinco grupos: idiossincráticos, sistemáticos, financeiros, tributários e contenciosos. Linsley e Shrivés (2006) categorizam a divulgação de riscos em seis categorias: financeiros, operacionais, riscos de fortalecimento, de processamento de informações e tecnologia, riscos à integridade e riscos estratégicos. Entretanto, os relatórios anuais incluem na seção de divulgação de riscos um tópico desenvolvido de forma livre, ou seja, completamente não estruturado, podendo ocorrer variações em seu conteúdo (BAO; DATTA, 2014).

Oliveira *et al.* (2013) afirmam que a divulgação das ações no relatório anual, alinhada com as expectativas sociais, pode proporcionar legitimização organizacional, à luz da Teoria Institucional. Nesse sentido, as empresas de diferentes países podem adotar comportamentos específicos na evidenciação de informações, no intuito de obter recursos e apoio de agentes interessados, estabelecendo-se um quadro baseado nas normas e nas expectativas sociais (GRECCO *et al.*, 2013).

Destarte, o aumento da complexidade dos negócios em todo o mundo fez crescer o interesse das empresas em promover a transparência e aumentar a qualidade das publicações, reduzindo a assimetria informacional sobre seus negócios. Logo, o *disclosure* de riscos

tornou-se potencialmente útil para os *stakeholders* (LAJILI; ZÉGHAL, 2005). Assim, a gestão de riscos tem variadas e importantes implicações na visão da RSC (HUSTED, 2005).

Vale destacar que, para a categorização da divulgação de riscos, a pesquisa aplicou a análise de conteúdo. Segundo Lajili e Zéghal (2005), essa ferramenta tem sido amplamente utilizada, particularmente para examinar divulgações socioambientais. Adotou-se essa técnica porque as informações sobre riscos são amplamente divulgadas de forma descritiva, de modo que ela pode capturar a extensão e o volume dessas divulgações através de sua categorização.

### **2.3 Estudos relacionados e desenvolvimento da hipótese**

Os estudos aqui referenciados são descritos em ordem cronológica crescente, tendo como objetivo principal facilitar a compreensão da hipótese levantada. Inicialmente, cabe informar que, ao estudar firmas britânicas, Linsley e Shrivés (2006) detectaram que as declarações da política de gestão de riscos e a falta de coerência nas narrativas de riscos implicam que há uma lacuna nas informações sobre riscos, e que, conseqüentemente, as partes interessadas tornam-se incapazes de avaliar adequadamente os respectivos perfis de risco.

Após estudo sobre empresas listadas nos mercados de capitais de Abu Dhabi e Dubai, Hassan (2011) concluiu que o contexto institucional exerce pressões sobre as empresas para a criação de regulamentos de divulgação de riscos, o que as leva a comunicar uma imagem positiva para as partes interessadas. Aqui, é possível relacionar a divulgação de riscos com a Teoria Institucional, na qual se fundamenta esta pesquisa.

As descobertas de Elshandidy e Neri (2014) apoiam o papel significativo da governança corporativa na motivação das empresas britânicas para exibir níveis mais altos de divulgação de riscos voluntária em relatórios anuais. Por outro lado, a governança corporativa motiva as empresas da Itália a fornecer mais informações obrigatórias sobre riscos. Isso sugere que as práticas de divulgação de riscos podem, de certa forma, ser influenciadas pela governança corporativa, uma das dimensões de RSC do CSRHub®, abordadas nesta pesquisa.

Jo e Harjoto (2014) selecionaram analistas do banco de dados de Kinder, Lydenberg e Domini (KLD) e do banco de dados de serviços de estimativa de corretores institucionais I/B/E/S, e notaram que eles atuam como mediadores entre as preocupações com a RSC e os riscos da firma, exercendo pressão social indireta, mas adicional, junto às empresas, para, eventualmente, reduzir as atividades irresponsáveis dos negócios. Tal estudo se assemelha a este quanto à relação entre RSC e riscos, tendo os consultores como agentes da sociedade.

Gramser (2016) estudou as diferenças entre o Brasil e a Holanda no tocante à RSC. Os resultados da pesquisa indicam que os consumidores de países emergentes podem ter expectativas mais altas em relação às práticas de RSC, e valorizá-las mais do que os de países desenvolvidos. Tais resultados auxiliam na compreensão das diferenças do fenômeno RSC entre países emergentes e nações desenvolvidas investigados neste estudo.

Os resultados do estudo de Bravo (2017), que reuniu empresas incluídas no Standard & Poor's 500 Index, mostraram que a divulgação de informações sobre riscos está positivamente associada ao valor da empresa. Além disso, as descobertas destacam que essa associação é mediada pela reputação corporativa, o que contribui para o aprimoramento das práticas de divulgação de riscos. Tal estudo se torna importante para o entendimento de sua utilidade no diálogo entre a empresa e seus *stakeholders*.

Ao estudar empresas norte-americanas, Harjoto e Laksmana (2018) constataram que o desempenho mais forte da RSC está associado a desvios menores nos níveis ideais de tomada de riscos. Portanto, o desempenho da RSC está positivamente associado ao valor da empresa, pois reduz a tomada excessiva de riscos. Essa pesquisa confronta RSC e tomada de riscos pelas empresas, relação parecida com aquela analisada no presente estudo.

Arminen *et al.* (2018) apontam para evidências de que o desempenho da RSC depende do contexto (JONES, 1995). Pelo exposto, e à luz dos pressupostos da Teoria Institucional – que postula que as empresas estão inseridas em estruturas sociais mais amplas –, o que afeta

sua tomada de decisão e comportamento (CAMPBELL, 2007), e seguindo Al-Hadi, Hasan e Habib (2016) e Jensen e Meckling (1976), nesta pesquisa considera-se que as empresas sofrem demandas da sociedade por mais transparência e comportamento socialmente responsável, o que pode conduzi-las a resultados mais abrangentes.

Desse modo, espera-se que a RSC e suas dimensões (funcionários, comunidade, meio ambiente e governança corporativa) (CSRHub®, 2019) afetem positivamente o nível de *disclosure* de riscos da empresa. Diante dos aspectos teóricos e empíricos em discussão, delineou-se a seguinte hipótese:

**H1:** O desempenho de RSC influencia positivamente a divulgação de riscos nas empresas brasileiras e nas duas nações ibero-europeias.

### 3 METODOLOGIA

A população da pesquisa compreende 135 companhias de capital aberto do Brasil (79), de Portugal (44) e da Espanha (12) listadas nas respectivas bolsas de valores (B3, Euronext Lisboa e Euronext Spain), com dados disponíveis na base do CSRHub®. A seleção intencional das empresas justifica-se não somente pelo seu enquadramento quanto a países ibero-americanos (emergente e desenvolvidos), mas também pelas convergências históricas e socioculturais, bem como pelas diferenças macroeconômicas, geopolíticas e regulatórias.

Dessa população, são analisadas apenas as empresas com dados no CSRHub® e com acessibilidade à seção de riscos nos relatórios de 2015, 2016 e 2017, como mostra a Tabela 1.

**Tabela 1** – Etapas do processo de composição da amostra

Operação	Descrição	Número de empresas			
		Brasil	Portugal	Espanha	Total
(=)	Companhias listadas nas bolsas de valores com dados no CSRHub (2015-2017)	79	44	12	135
(-)	Companhias com formulário de referência ou relatório anual ausente (ou dados ausentes) em algum dos três exercícios do período 2015-2017	2	2	1	5
(=)	<b>Amostra</b>	<b>77</b>	<b>42</b>	<b>11</b>	<b>130</b>

Fonte: Elaborada pelos autores.

Duas empresas brasileiras (Oi S/A e PDG Reality S/A) foram excluídas da amostra, por haver entrado com pedido de recuperação judicial no período de estudo. O mesmo aconteceu com o Banco Espírito Santo, de Portugal. Ademais, duas empresas espanholas (Compañia Española de Petroleos S/A e Banco Popular Español S/A) foram também excluídas, por não disponibilizar um dos relatórios anuais, no caso o Informe Anual de Gobierno Corporativo (IAGC). Assim, foram analisados 390 relatórios de três exercícios, o que totalizou 26.160 observações, considerando-se os dados do CSRHub® e a aplicação do *checklist* de divulgação de riscos (Quadros 1 e 2) na seção de riscos dos relatórios.

Inicialmente, foi analisada a estatística descritiva de cinco *proxies* de RSC, extraídos do CSRHub®: o índice de desempenho de RSC geral e o índice de cada dimensão (comunidade, funcionários, meio ambiente e governança corporativa). Com base em cada uma dessas quatro dimensões, o CSRHub® avalia o desempenho da empresa em uma escala de 0 a 100, sendo mais alto o nível de qualidade da RSC quanto maior for a pontuação.

Na sequência, foi submetida à análise de conteúdo dos relatórios anuais (Formulário de Referência nas empresas brasileiras e IAGC nas empresas portuguesas e espanholas), com foco nas seções que tratam de riscos. Ressalte-se que os dados dos relatórios foram analisados por dois pesquisadores concomitantemente, sendo em seguida validados por dois outros autores deste estudo simultaneamente, visando a mitigar a subjetividade da análise.

As observações levantadas nos relatórios anuais foram quantificadas a partir de um *checklist* de evidenciação de riscos, desenvolvido com suporte em uma extensa revisão da literatura e de definições sobre *disclosure* de riscos. Os fatores de risco presentes nos Quadros 1 e 2 foram analisados segundo a escala de 5 pontos proposta por Staden e Hooks (2007).

Na escala para exame do nível de divulgação de riscos foram atribuídos os seguintes escores para os fatores de risco: 0 - quando o fator de risco é ausente ou quando a empresa evidencia que não está sujeita ao fator; 1 – quando o fator é evidenciado de forma qualitativa e apresenta pequenos detalhes (breve menção); 2 - quando o fator é divulgado de forma qualitativa e apresenta detalhes com explicação sobre as fontes e/ou consequências dos riscos e a política de riscos; 3 - quando o fator é divulgado de forma quantitativa e apresenta pequenos detalhes (em termos monetários ou de quantidades físicas reais); e 4 - quando o fator é divulgado de forma quantitativa e apresenta detalhes com explicação sobre as fontes e/ou consequências dos riscos e são evidenciados a política, os impactos e/ou as probabilidades de risco.

O Quadro 1 exhibe a categoria divulgação de risco financeiro, sua respectiva subcategoria e os fatores de risco considerados na análise dos relatórios das empresas.

<b>Categoria 1: DIVULGAÇÃO DE RISCO FINANCEIRO</b>	
<b>Subcategoria</b>	<b>Fatores de risco</b>
<b>1.1</b> <b>Risco financeiro</b>	1.1.1 Mudanças na taxa de juros 1.1.2 Mudanças súbitas na taxa de câmbio 1.1.3 Risco de capital de giro insuficiente (Liquidez) 1.1.4 Risco de não receber pagamentos (Crédito / Inadimplência) 1.1.5 Mudanças repentinas na cotação das ações 1.1.6 Alterações nos preços e cobertura de instrumentos financeiros 1.1.7 Volatilidade dos preços das <i>commodities</i>

**Quadro 1 – Categoria, subcategoria e fatores de risco financeiro**

Fonte: Elaborado pelos autores, com base em Linsley e Shrivs (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013).

Conforme o exposto, o nível de divulgação de riscos na subcategoria risco financeiro pode alcançar 28 pontos. Quanto mais alto for a qualidade da divulgação dos fatores de risco, maior será a pontuação. O Quadro 2 expõe a categoria de de riscos não financeiros, suas quatro subcategorias e os fatores de risco considerados na análise de conteúdo.

<b>Categoria 2: DIVULGAÇÃO DE RISCOS NÃO FINANCEIROS</b>	
<b>Subcategoria</b>	<b>Fatores de risco</b>
<b>2.1</b> <b>Risco operacional</b>	2.1.1 Efeitos do <i>marketing</i> negativo (boicote do cliente) 2.1.2 Reclamações de terceiros 2.1.3 Indisponibilidade repentina de recursos e/ou problemas no abastecimento de matérias-primas 2.1.4 Riscos no processo de produção e desenvolvimento de produtos 2.1.5 Risco de violação de direitos de propriedade industrial e/ou problemas com sua proteção 2.1.6 Risco de falhas na tecnologia da informação e/ou risco cibernético 2.1.7 Risco de dependência e/ou indisponibilidade de recursos humanos 2.1.8 Risco de danos sociais e ambientais 2.1.9 Risco de redução de receita e/ou risco de desconto significativo devido à obsolescência do estoque 2.1.10 Risco de erosão de marcas 2.1.11 Risco de saúde e segurança no ambiente de trabalho
<b>2.2</b> <b>Risco de dano</b>	2.2.1 Risco de cobertura insuficiente de seguro 2.2.2 Risco de decisões judiciais desfavoráveis (ações judiciais significativas)
<b>2.3</b> <b>Risco de integridade</b>	2.3.1 Ações fraudulentas internas ou externas 2.3.2 Impacto negativo na reputação ou imagem da empresa 2.3.3 Ocorrência de problemas éticos e corrupção nos negócios
<b>2.4</b> <b>Risco estratégico</b>	2.4.1 Elevado nível de competitividade e risco de concorrência desleal 2.4.2 Risco de mudanças específicas do setor 2.4.3 Ocorrência de instabilidades geopolíticas 2.4.4 Risco de mudanças regulatórias

2.4.5 Risco de mudanças políticas, inclusive na legislação tributária
2.4.6 Risco de mudanças econômicas
2.4.7 Alterações na taxa de inflação
2.4.8 Risco de ocorrência de desastres naturais que afetem o ambiente de negócios
2.4.9 Risco de perda de controle sobre fornecedores e/ou risco de dependência de fornecedores
2.4.10 Mudanças nas preferências dos clientes
2.4.11 Risco de perda do controle sobre os clientes e/ou risco de dependência dos clientes
2.4.12 Riscos associados ao lançamento de produtos
2.4.13 Riscos associados à preparação e execução de fusões e aquisições
2.4.14 Obrigação soberana de riscos políticos
2.4.15 Riscos associados à diversificação do portfólio de negócios

### Quadro2 – Categoria, subcategorias e fatores de riscos não financeiros

Fonte: Elaborado pelos autores, com base em Linsley e Shrives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013).

O nível de divulgação de riscos não financeiros pode atingir 124 pontos, com a seguinte distribuição por subcategoria de riscos: risco operacional – 44, risco de dano – 8, risco de integridade – 12, e risco estratégico – 60. Somando-se as pontuações das duas categorias (risco financeiro e risco não financeiro), o resultado pode totalizar 152 pontos, sendo esse valor um índice do nível de divulgação de riscos para medir a qualidade das informações sobre riscos divulgadas pelas 130 empresas da amostra.

As duas categorias, cinco subcategorias, e 38 fatores de risco considerados na pesquisa baseiam-se em Linsley e Shrives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013), com algumas adaptações, já que não foram encontrados estudos com o mesmo nível de detalhamento para a análise do relato de riscos nos relatórios anuais envolvendo empresas dos três países foco desta pesquisa.

Realizada a análise de conteúdo dos relatórios anuais, foi aplicada uma análise de regressão. No Quadro 3, encontram-se dispostas as variáveis independentes, dependentes e de controle e as suas respectivas operacionalizações.

	Variáveis	Operacionalização
Independentes	RSC Geral (RSC)	Variável quantitativa, com base na média das quatro dimensões (funcionários, comunidade, meio ambiente e governança)
	RSC – Funcionários (RSC_F)	Variável quantitativa, com base no indicador de RSC da dimensão Funcionários
	RSC – Comunidade (RSC_C)	Variável quantitativa, com base no indicador de RSC da dimensão Comunidade
	RSC – Meio Ambiente (RSC_A)	Variável quantitativa, com base no indicador de RSC da dimensão Meio Ambiente
	RSC – Governança (RSC_G)	Variável quantitativa, com base no indicador de RSC da dimensão Governança
Dependentes	Divulgação de risco geral (RG)	Variável quantitativa, com base na análise de conteúdo de todos os fatores de risco do instrumento de coleta
	Divulgação de risco financeiro (RF)	Variável quantitativa, com base na análise de conteúdo dos fatores de risco financeiro do instrumento de coleta
	Divulgação de risco não financeiro (RNF)	Variável quantitativa, com base na análise de conteúdo dos fatores de risco não financeiro do instrumento de coleta
De Controle	Setor de atuação (SET)	Variável categórica, com base no setor de atuação da empresa
	País (PAI)	Variável categórica, com base no país de origem da empresa (Brasil – 1; Portugal – 2; Espanha – 3)

### Quadro 3 – Variáveis da pesquisa

Fonte: Elaborado pelos autores.

As variáveis independentes foram extraídas do CSRHub®, enquanto o suporte teórico foi fornecido por Arminen *et al.* (2018), Kang e Fornes (2017) e Vaia, Bisogno e Tommasetti (2017), que utilizaram as mesmas *proxies* para avaliação do desempenho de RSC. As variáveis dependentes foram obtidas dos relatórios anuais. Linsley e Shrives (2006),

Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013) contribuíram com a fundamentação teórica para a elaboração do *checklist* (Quadros 1 e 2). As variáveis de controle foram extraídas do CSRHub®, com suporte teórico alicerçado nos estudos de Al-Hadi, Hasan e Habib (2016), Dimaggio e Powell (1983), Jensen e Meckling (1976) e Meyer e Rowan (1977).

Assim, com base na revisão da literatura, na construção da hipótese e nas variáveis do estudo, formularam-se as Equações 1 e 2.

$$RG_i = \beta_0 + RSC_i + SET_i + PAI_i + \varepsilon_i \quad (\text{Equação 1})$$

$$RG_i = \beta_0 + RSC_{F_i} + RSC_{C_i} + RSC_{A_i} + RSC_{G_i} + SET_i + PAI_i + \varepsilon_i \quad (\text{Equação 2})$$

Em que:

$RG_i$  refere-se ao comportamento de divulgação do risco geral, sendo a variável dependente da equação;  $\beta_0$  é a constante;  $RSC_i$  representa o índice geral de RSC da empresa;  $RSC_{F_i}$  refere-se ao índice da dimensão Funcionários;  $RSC_{C_i}$  refere-se ao índice da dimensão Comunidade;  $RSC_{A_i}$  refere-se ao índice da dimensão Meio Ambiente;  $RSC_{G_i}$  refere-se ao índice da dimensão Governança; e  $SET_i$  e  $PAI_i$  representam as características institucionais da empresa: setor de atuação e país de origem, respectivamente.

Por fim, passou-se para a aplicação da análise de correspondência múltipla (ACM), a fim de atender ao objetivo adicional, qual seja, verificar a associação entre o desempenho da RSC e a divulgação de riscos nas empresas e suas respectivas características institucionais setor de atuação e país de origem.

Para a tabulação dos dados foi usado o *software* Planilhas Google, enquanto o tratamento estatístico foi realizado com o suporte do Statistical Package for the Social Sciences (SPSS).

#### 4 RESULTADOS

A análise descritiva das métricas de RSC e da divulgação de riscos nas empresas da amostra está evidenciada na Tabela 2.

**Tabela 2** – Análise descritiva geral do desempenho de RSC e da divulgação de riscos

Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Variância	Mínimo	Máximo	Percentis			
							25	50	75	
RSC	RSC	57,38	58,00	6,69	44,77	29	73	54,00	58,00	62,00
	RSC_C	56,71	57,00	7,59	57,64	30	73	52,00	57,00	62,00
	RSC_F	60,95	62,00	8,71	75,77	20	80	56,00	62,00	66,00
	RSC_A	61,13	63,00	7,91	62,59	33	80	56,75	63,00	67,00
	RSC_G	51,04	51,00	6,53	42,63	32	67	47,00	51,00	56,00
Divulgação de Riscos	RG	47,07	46,00	13,30	176,82	12	92	39,00	46,00	56,00
	RF	12,40	12,00	5,41	29,30	0	26	8,00	12,00	16,00
	RNF	34,66	34,00	10,33	106,67	5	72	28,00	34,00	42,00

Legenda: RSC: desempenho de RSC geral; RSC\_C: desempenho da dimensão Comunidade; RSC\_F: desempenho da dimensão Funcionários; RSC\_A: desempenho da dimensão Meio Ambiente; RSC\_G: desempenho da dimensão Governança; RG: valor atribuído à divulgação de riscos geral; RF: valor atribuído à divulgação de riscos financeiros; RNF: valor atribuído à divulgação de riscos não financeiros.

Fonte: Elaborada pelos autores.

No geral, observa-se certa homogeneidade no desempenho de RSC nas empresas, constatada a partir dos valores de desvio-padrão (Tabela 2). Considerando-se que a variável RSC representa o indicador geral, a RSC\_A apresenta média superior à das demais, sinalizando que o desempenho ambiental pode estar contribuindo para o aumento do desempenho geral médio de RSC. Ademais, levando-se em conta que a escala de qualidade de RSC é classificada pelo CSRHub® em até 100 pontos, as empresas que apresentam o mínimo e o máximo de pontos de qualidade em RSC geral são respectivamente as espanholas Faes Farma S/A (29) e EDP Renováveis (73).



O nível de divulgação de riscos apresenta um desvio-padrão de 13,30 pontos na variável divulgação de risco geral (RG), o que indica uma maior heterogeneidade, comparada aos resultados de RSC. A média de RG foi de 47,07, resultante da combinação das médias das variáveis RF (12,40) e RNF (34,66).

Perfazendo 92 pontos, a BRF S/A foi a empresa com o maior escore no nível de divulgação de risco geral (RG), em uma escala que vai de 0 a 152. No que tange à variável RF, Banco Santander Brasil S/A e JBS S/A apresentaram os maiores escores, ambos com 26 pontos. Tratando-se da variável RNF, a espanhola Fomento Construcción Y Contratas S/A obteve 72 pontos, que está a uma distância de 41,93% do escore máximo de divulgação de riscos não financeiros, que é de 124 pontos (vide Quadro 2).

Após a categorização conjunta da RSC e suas dimensões e da divulgação de riscos em suas categorias, procedeu-se à análise descritiva por país, separadamente (Tabela 3).

**Tabela 3** – Análise descritiva do desempenho de RSC no Brasil, em Portugal e na Espanha

	Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Variância	Mínimo	Máximo
Brasil	RSC	55,97	56,00	5,14	26,43	41	66
	RSC_C	56,06	57,00	6,57	43,12	38	68
	RSC_F	60,11	61,00	6,47	41,87	37	73
	RSC_A	59,97	61,00	6,82	46,54	43	73
	RSC_G	48,65	48,00	5,49	30,11	33	64
Portugal	RSC	60,55	62,00	6,68	44,69	46	71
	RSC_C	59,88	63,00	8,01	64,17	42	72
	RSC_F	62,82	63,00	9,64	92,97	47	79
	RSC_A	63,67	66,00	7,34	53,92	45	73
	RSC_G	55,24	55,00	4,87	23,69	44	67
Espanha	RSC	59,12	61,00	8,36	69,90	29	73
	RSC_C	57,07	58,00	8,95	80,07	30	73
	RSC_F	62,00	63,50	11,47	131,61	20	80
	RSC_A	62,59	66,00	9,43	89,00	33	80
	RSC_G	54,33	55,00	6,72	45,10	32	67

Legenda: RSC: desempenho de RSC geral; RSC\_C: desempenho da dimensão Comunidade; RSC\_F: desempenho da dimensão Funcionários; RSC\_A: desempenho da dimensão Meio Ambiente; RSC\_G: desempenho da dimensão Governança.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na comparação do desempenho de RSC geral (RSC) entre os três países, nota-se que Portugal registra a maior média, seguido da Espanha. Tal resultado corrobora os achados de Baskin (2006), em que a RSC praticada por países em desenvolvimento ou emergentes é menos incorporada às estratégias corporativas, quando comparada àquela adotada em economias desenvolvidas. Gramser (2016), no entanto, constatou que os consumidores de países em desenvolvimento podem ter expectativas mais altas em relação às práticas de RSC, e as valorizam mais do que os de países desenvolvidos, como analisado na Holanda.

No Brasil, a média da dimensão RSC\_F é a que mais se destaca, seguida da média da dimensão RSC\_A a qual, por sua vez, registra a maior média nos dois países ibéricos, presumindo-se que em ambos tem havido prioridade no trato do meio ambiente. Enquanto isso, a dimensão RSC\_G amargou o menor resultado nos três países. Tal resultado pode estar associado a uma divulgação de riscos longe do seu potencial máximo, como mostra a análise da Tabela 2. Corroborando achados de Elshandidy e Neri (2014), que analisaram empresas da Itália e do Reino Unido, identificou-se que a governança motiva as empresas a exibir níveis mais altos de divulgação em seus relatórios institucionais.

A Tabela 4 apresenta a análise descritiva do nível de divulgação de riscos e suas categorias nas empresas da amostra.

**Tabela 4** – Análise descritiva da divulgação de riscos nas empresas do Brasil, de Portugal e da Espanha

Variável		Média	Mediana	Desvio-padrão	Variância	Mínimo	Máximo
Brasil	RG	50,68	49,00	12,27	150,53	19	92
	RF	15,00	15,00	4,43	19,61	2	26
	RNF	35,68	35,00	9,74	94,93	16	68
Portugal	RG	36,70	33,00	16,11	259,59	12	73
	RF	10,24	10,00	5,09	25,88	4	20
	RNF	26,45	27,00	14,00	196,00	5	55
Espanha	RG	43,15	42,00	11,78	138,82	20	88
	RF	8,20	8,00	4,11	16,91	0	18
	RNF	34,95	33,00	9,34	87,31	17	72

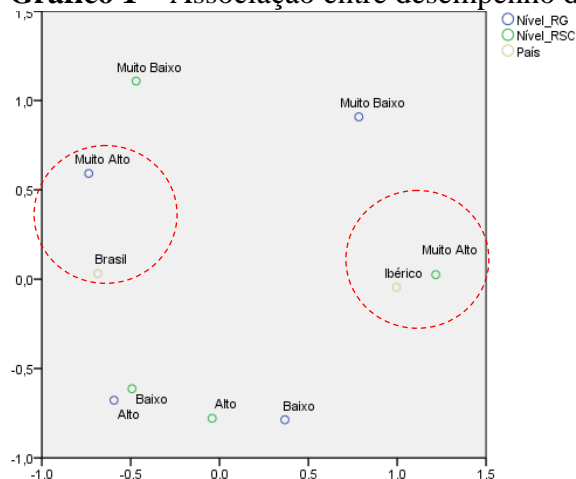
Legenda: RG: valor atribuído ao nível de divulgação de risco geral; RF: valor atribuído ao nível de divulgação de risco financeiro; RNF: valor atribuído ao nível de divulgação de risco não financeiro.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Na comparação entre os grupos de empresas por nacionalidade, verifica-se que o Brasil registra o mais alto nível de qualidade de divulgação de riscos, em média. Tal resultado pode estar associado à Teoria Institucional, em que a pressão sobre as empresas de países em desenvolvimento para efetivar os regulamentos de divulgação de riscos faz com que elas comuniquem uma imagem positiva aos *stakeholders* mais amplos, com o propósito de entrar em mercados globais, corroborando os achados de Hassan (2011), que investigou as empresas listadas nos mercados financeiros de Abu Dhabi e Dubai. Pode ainda ter relação com o fato de que os países emergentes precisam comprovar muito mais sua capacidade, para obter confiabilidade junto ao mercado.

Os Gráficos 1 e 2 ilustram os mapas perceptuais obtidos com a aplicação da ACM, a fim de se atingir o objetivo adicional da pesquisa, que envolve a análise da associação entre desempenho da RSC, divulgação de riscos e as características institucionais país de origem e setor de atuação. No Gráfico 1, está presente a associação entre desempenho de RSC, nível de divulgação de risco geral e país de origem.

**Gráfico 1** – Associação entre desempenho de RSC e nível de divulgação de risco geral e país



Fonte: Elaborado pelos autores.

Do Gráfico 1, depreende-se que as empresas brasileiras apresentam uma realidade oposta à de companhias de países desenvolvidos. Com efeito, enquanto no Brasil as empresas registram um nível muito alto de RG, os países ibéricos já não o evidenciam tanto. Esse achado se alinha com a Teoria Institucional, ao indicar que as diferenças nas práticas de evidenciação em diferentes países são motivadas por expectativas e pressões sociais específicas dos respectivos contextos (GRECCO *et al.*, 2013).

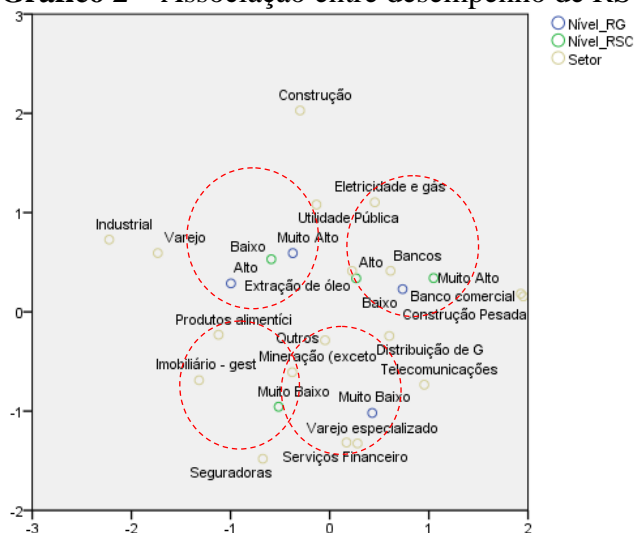
Cabe lembrar que, no triênio em análise, aconteceu no Brasil a Operação Lava Jato, conjunto de investigações visando a apurar um esquema de lavagem de dinheiro que envolveu diversas empresas, e que devido a uma pressão dos *stakeholders* para que essas empresas demonstrassem não ter vínculo algum com a ação, seus relatórios evidenciaram bastante esse

acontecimento, impactando o resultado das análises. Como identificado por Bravo (2017) em análise nas empresas listadas na Standard & Poor's 500 Index, esse procedimento se deve ao fato de que a divulgação de riscos está positivamente associada ao valor da empresa, em função da reputação, o que melhora as práticas aprimoradas de divulgação de riscos, podendo ter sido esse o fator a alavancar o nível de divulgação de riscos nas empresas brasileiras.

Já nos dois países ibéricos, em que o desempenho de RSC é considerado muito alto, Harjoto e Laksmana (2018), ao analisar as empresas norte-americanas, afirmam que aquelas com desempenho mais forte da RSC estão associadas a desvios menores nos níveis ideais de tomada de risco, podendo isso ser uma explicação para o baixo nível de RG. Linsley e Shrivies (2006), contudo, têm outra explicação, baseada nos achados nas empresas do Reino Unido. Segundo eles, as partes interessadas são incapazes de avaliar adequadamente o perfil de risco de uma empresa quando falta coerência nas narrativas de risco, existindo uma lacuna nas informações divulgadas.

O Gráfico 2 ilustra a associação entre o desempenho de RSC e o nível de divulgação de riscos nas empresas e seus respectivos setores de atuação.

**Gráfico 2** – Associação entre desempenho de RSC, nível de divulgação de riscos e setor



Fonte: Elaborado pelos autores.

No Gráfico 2, nota-se que Bancos, Bancos comerciais e Construção pesada e engenharia civil são os três setores que assinalam desempenho muito alto de RSC, destacando-se Banco Sabadell, Banco Popular Espanhol S/A e Acciona S/A, todos da Espanha. Ademais, observa-se que o desempenho muito alto de RSC está muito próximo do baixo nível de RG, sendo, portanto, conveniente evidenciar que as empresas desses setores também registram baixo nível de divulgação de risco geral. O setor Mineração apresenta o pior resultado de RSC, incluindo a brasileira MMX Mineração e Metálicos S/A, com semelhante *performance*. No setor Operadora de seguros, que apresenta o segundo pior resultado, encontram-se as brasileiras Odontoprev S/A e a Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S/A.

Os setores Utilidade pública e Extração de petróleo e gás assinalaram o nível muito alto de RG, destacando-se com os melhores resultados a brasileira AES Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S/A e a espanhola Naturgy Energy Group S/A.

Os setores Telecomunicações, Varejo especializado e Serviços financeiros especializados registraram nível muito baixo de RG, sendo os piores resultados assinalados pela portuguesa ZON Multimedia S/A, pela brasileira Via Varejo S/A e pela espanhola Corporation Finance Alba S/A, respectivamente.

A Tabela 5 reúne os resultados da aplicação dos dois modelos utilizados na pesquisa. Os modelos analisados têm uma capacidade explicativa de 10%, em média. Ou seja, embora

não registrem um alto poder de explicação, permitem inferir que o desempenho de RSC afeta a divulgação de riscos, além de mostrar que é estatisticamente significativa.

**Tabela 5** – Resultados da análise de regressão linear múltipla

Variável dependente: RG	Modelo 1	Modelo 2
RSC	0,176(*)	0
RSC_C	0	-0,360(**)
RSC_F	0	0,427(***)
RSC_A	0	0,168
RSC_G	0	-0,162
Setor	-0,148	-0,107
País	-4,336(***)	-4,012(***)
Constante	46,166(***)	47,539(***)
Teste F	3,386	6,383
p-valor	0,000	0,000
R quadrado	0,093	0,110

Fonte: Elaborada pelos autores.

(\*), (\*\*), (\*\*\*) significativa a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

No Modelo 1, depreende-se que a *proxy* RSC influencia positivamente a divulgação de riscos, considerando-se o nível de significância de 10%, contribuindo para o seu aumento. Em ambos os modelos, nota-se que a *proxy* país de origem tem uma alta significância (1%), embora influencie negativamente a divulgação de riscos; ou seja, quanto mais alta for a média de RSC nas empresas de um país, menor será o *disclosure* de riscos, e vice-versa.

No Modelo 2, verifica-se que a dimensão RSC\_C influencia negativamente a divulgação de riscos, considerando-se uma significância de 5%, diferentemente do que acontece com a dimensão RSC\_F, a qual apresentou uma influência significativa e positiva em relação à divulgação de riscos a um nível de significância de 1%. A influência da dimensão Funcionários pode ser explicada pelos achados de Jo e Harjoto (2014), segundo os quais os analistas das empresas atuam como mediadores entre as preocupações com RSC e o risco, e fornecem pressão social indireta, mas adicional, para, eventualmente, reduzir as atividades irresponsáveis dos negócios. Presume-se que esses colaboradores constituam uma parcela da sociedade à qual as empresas tenham uma maior facilidade de acesso a opiniões quando se trata de tornar socialmente responsáveis, daí a sua relevância.

Nos dois citados modelos, o setor de atuação e a dimensão RSC\_G influenciam negativamente a divulgação de riscos, porém sem qualquer significância, o mesmo acontecendo com a dimensão RSC\_A, influenciando positivamente.

O Quadro 5 apresenta a síntese dos achados da pesquisa, considerando-se os resultados esperados com base no suporte teórico e a hipótese do estudo, assim como o que foi encontrado a partir dos dois modelos de regressão.

Modelo de Regressão	Variável	Resultado Esperado	Resultado Obtido
Modelo 1	RSC	+	+*
	Setor	+	-
	País	+	_***
Modelo 2	RSC_C	+	_**
	RSC_F	+	+***
	RSC_A	+	+
	RSC_G	+	-
	Setor	+	-
	País	+	_***

(\*), (\*\*), (\*\*\*) significativa a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

(+) RSC influencia positivamente a divulgação de riscos; (-) RSC influencia negativamente a divulgação de riscos.

**Quadro 5** – Síntese dos resultados

Fonte: Elaborado pelos autores.

Observa-se que o desempenho de RSC influencia positivamente a divulgação de riscos, razão pela qual se aceita a hipótese segundo o Modelo 1 (Quadro 5). Entretanto, ao se avaliar as dimensões de RSC individualmente no Modelo 2, cujo objetivo foi analisar de forma mais detalhada como as quatro dimensões – funcionários, comunidade, meio ambiente e governança – afetavam a divulgação de riscos, identificaram-se achados que possibilitam a mudança de óptica quanto à influência da RSC na divulgação de riscos, diferentemente do que ocorreu quando a RSC foi tratada de forma geral. Ademais, foi possível identificar que a dimensão RSC\_F influencia positivamente, confirmando o que era esperado, mas que, por outro lado, a dimensão RSC\_C influencia negativamente.

Utilizando-se das demais técnicas aplicadas no estudo, percebe-se que a influência do desempenho de RSC sobre a divulgação de riscos altera-se quando se comparam as empresas brasileiras e as ibéricas separadamente, verificando-se que as de Portugal e da Espanha possuem um nível maior de desempenho em RSC, enquanto as do Brasil registram maior nível de divulgação de riscos, o que pode ser explicado pela influência negativa da variável país de origem a um nível de significância de 1%.

## **5 CONCLUSÃO**

A pesquisa explorou os efeitos do desempenho de RSC na divulgação de riscos em empresas brasileiras, portuguesas e espanholas. Para tanto, inicialmente foi realizada a estatística descritiva dos dados extraídos do CSRHub® e dos relatórios anuais de 2015, 2016 e 2017 das 130 firmas da amostra.

Constatou-se que as empresas portuguesas e as espanholas registraram uma média de desempenho de RSC geral maior do que aquela apresentada pelas empresas brasileiras. No que tange às dimensões de RSC avaliadas individualmente, meio ambiente foi aquela que mais contribuiu para o aumento do desempenho em RSC, enquanto a dimensão governança registrou o pior desempenho.

Quanto à divulgação de riscos, a partir da análise dos 390 relatórios anuais das 130 empresas, observou-se que, diferentemente do que aconteceu no desempenho de RSC, as empresas brasileiras apresentaram uma divulgação de riscos melhor do que a das empresas dos dois países ibéricos. No geral, notou-se ainda que ao evidenciar para o mercado os fatores de risco a que estão expostas, as empresas o fazem de forma predominantemente qualitativa.

Os resultados da análise de regressão confirmaram que o desempenho de RSC geral influencia positivamente a divulgação de riscos, aceitando-se a hipótese da pesquisa. Contudo, quando a RSC foi avaliada por meio de suas quatro dimensões individualmente, identificaram-se achados que possibilitam a mudança de entendimento quanto à influência da RSC na divulgação de riscos, porquanto apenas a dimensão funcionários confirmou ter influência positiva na divulgação de riscos.

Adicionalmente, os resultados da análise de correspondência múltipla indicaram que as empresas brasileiras possuem um nível muito alto de risco geral, enquanto as ibéricas registraram um desempenho muito alto de RSC. Desse modo, confirmam-se os pressupostos da Teoria Institucional, já que as empresas estão inseridas em estruturas sociais mais amplas, as quais possuem diferentes demandas da sociedade por transparência e comportamento socialmente responsável, o que enaltece a contribuição desta pesquisa *cross-national*.

No geral, conclui-se que existem diferenças no comportamento socialmente responsável, na comparação entre as empresas de países desenvolvidos e as de nações emergentes, assim como há diferenças na divulgação de riscos. As empresas brasileiras ainda deixam a desejar na qualidade do desempenho de RSC no conjunto das 130 empresas da amostra no tocante à divulgação de riscos, pois esse indicador ainda está longe de alcançar seu potencial máximo.

Como contribuição, destaca-se o fato de o estudo ampliar a literatura sobre os construtos RSC e *disclosure* de riscos, assim como por discutir a relação entre eles, inédita até

então. Pode-se apontar também para o fato de ajudar os gestores a aprimorar suas ferramentas de divulgação de informações, destacando-se o importante papel dos relatórios anuais na divulgação de riscos para os todos os *stakeholders*.

Apesar do rigor metodológico da pesquisa, os resultados foram obtidos a partir de uma amostra intencional (empresas listadas na B3, na Euronext Lisbon e na Euronext Spain), inviabilizando que seus resultados sejam extrapolados para outras empresas, bem como a limitação temporal (2015-2017). É importante ressaltar que os fatores selecionados para explicar a divulgação de riscos podem não capturar corretamente o que de fato representam.

Não se pretende de forma alguma que esta pesquisa venha a exaurir os conhecimentos sobre o fenômeno. Nesse sentido, sugere-se o desenvolvimento de estudo sobre a relação aqui investigada, com ampliação da amostra e do período de análise, bem como a aplicação de técnicas estatísticas mais robustas. Além disso, recomenda-se a realização futura de pesquisas que se debrucem sobre a relação entre RSC e *disclosure* de riscos nos setores de atuação que obtiveram destaque em suas avaliações.

## REFERÊNCIAS

AL-HADI, A.; HASAN, M. M.; HABIB, A. Risk committee, firm life cycle, and market risk disclosures. **Corporate Governance: An International Review**, v. 24, n. 2, p. 145-170, 2016.

ALI, W.; FRYNAS, J. G.; MAHMOOD, Z. Determinants of corporate social responsibility (CSR) disclosure in developed and developing countries: a literature review. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 24, n. 4, p. 273-294, 2017.

ALMENDRA, R. S. *et al.* Internacionalização, risco sistemático e disclosure de riscos em empresas listadas na BM&FBovespa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37, n. 3, p. 73-91, 2018.

ARMINEN, H. *et al.* Corporate social performance: inter-industry and international differences. **Journal of Cleaner Production**, v. 177, p. 426-437, 2018.

BAO, Y.; DATTA, A. Simultaneously discovering and quantifying risk types from textual risk disclosures. **Management Science**, v. 60, n. 6, p. 1371-1391, 2014.

BARAIBAR-DIEZ, E.; SOTORRÍO, L. L. O efeito mediador da transparência na relação entre responsabilidade social corporativa e reputação corporativa. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 20, n. 1, p. 5-21, 2018.

BASKIN, J. Corporate responsibility in emerging markets. **Journal of Corporate Citizenship**, n. 24, p. 29-47, 2006.

BECK, C.; FROST, G.; JONES, S. CSR disclosure and financial performance revisited: a cross-country analysis. **Australian Journal of Management**, v. 43, n. 4, p. 517-537, 2018.

BEN-AMAR, W.; BELGACEM, I. Do socially responsible firms provide more readable disclosures in annual reports? **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 25, n. 5, p. 1009-1018, 2018.

BRAVO, F. Are risk disclosures an effective tool to increase firm value? **Managerial and Decision Economics**, v. 38, n. 8, p.1116-1124, 2017.

BUSCH, T.; FRIEDE, G. The robustness of the corporate social and financial performance relation: a second-order meta-analysis. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 25, n. 4, p. 583-608, 2018.

CAMPBELL, J. L. Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. **Academy of Management Review**, v. 32, n. 3, p. 946-967, 2007.

CAMPBELL, J. L. *et al.* The information content of mandatory risk factor disclosures in corporate filings. **Review of Accounting Studies**, v. 19, n. 1, p. 396-455, 2014.

CARREIRA, F. A.; PALMA, C. M. Comparative analysis of sustainability reports of

Brazilian, Spanish, Portuguese and Andorra companies. **Revista Universo Contábil**, v. 8, n. 4, p. 140-166, 2012.

CARROLL, A. B.; SHABANA, K. M. The business case for corporate social responsibility: a review of concepts, research and practice. **International Journal of Management Reviews**, v. 12, n. 1, p. 85-105, 2010.

CSRHUB. **Sustainability management tools**: about CSRHUB. 2019. Disponível em: <<https://esg.csrhub.com/about-csrhub>>. Acesso em: 10 mar. 2020.

DIMAGGIO, P. J.; POWELL, W. W. The iron cage revisited: institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. **American Sociological Review**, v. 48, n. 2, p. 147, 1983.

ELSHANDIDY, T.; NERI, L. Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 4, p. 331-356, 2014.

FERNÁNDEZ, L. V.; JARA-BERTIN, M.; PINEAUR, F. V. Social responsibility practices, corporate reputation and financial performance. **Revista de Administracao de Empresas**, v. 55, n. 3, p. 329-344, 2015.

FREEMAN, R. E.; MCVEA, J. A stakeholder approach to strategic management. **The Blackwell Handbook of Strategic Management**, p. 183-201, 2006.

GALBREATH, J. Is board gender diversity linked to financial performance? The mediating mechanism of CSR. **Business and Society**, v. 57, n. 5, p. 863-889, 2018.

GRAMSER, S. **Developing CSR and CSR communication**: Brazilian and Dutch consumers' attitude towards CSR (communication) through different communication channels. [s.l.] Faculdade der Letteren, 2016.

GRECCO, M. C. P. *et al.* The voluntary disclosure of sustainable information: a comparative analysis of Spanish and Brazilian companies. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 7, n. 17, p. 45-55, 2013.

HARJOTO, M.; LAKSMANA, I. The impact of corporate social responsibility on risk taking and firm value. **Journal of Business Ethics**, v. 151, n. 2, p. 353-373, 2018.

HASSAN, K. M. Risk regulations and disclosure in the united arab emirates: an institutional theory analysis. **Corporate Ownership and Control**, v. 8, n. 4, p. 514-526, 2011.

HUSTED, B. W. Risk management, real options, corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, v. 60, n. 2, p. 175-183, 2005.

INSTITUTO ETHOS. **Indicadores Ethos para negócios sustentáveis e responsáveis**: guia temático: integridade, prevenção e combate à corrupção. São Paulo: [s.n.], 2019.

JAMALI, D.; KARAM, C. Corporate social responsibility in developing countries as an emerging field of study. **International Journal of Management Reviews**, v. 20, n. 1, p. 32-61, 2018.

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

JO, H.; HARJOTO, M. Analyst coverage, corporate social responsibility, and firm risk. **Business Ethics**, v. 23, n. 3, p. 272-292, 2014.

JONES, T. M. Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics. **Academy of Management Review**, v. 20, n. 2, p. 404-437, 1995.

KANG, W. I. K.; FORNES, G. Where are they going? Case of British and Japanese human resource management. **Journal of Asia Business Studies**, v. 11, n. 3, p. 296-322, 2017.

LAJILI, K.; ZEGHAL, D. A content analysis of risk management disclosures in Canadian annual reports. **Canadian Journal of Administrative Sciences**, v. 22, n. 2, p. 125-142, 2005.

LINSLEY, P. M.; SHRIVES, P. J. Risk reporting: a study of risk disclosures in the annual reports of UK companies. **British Accounting Review**, v. 38, n. 4, p. 387-404, dez. 2006.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D. Corporate social responsibility: a theory of the firm

perspective authors(s). **Academy of Management Review**, v. 26, n. 1, p. 117-127, 2001.

MELO, M. F. S. *et al.* The relationship between corporate social responsibility and competitiveness: proposition of a theoretical model moderated by participation in global value chains. **Review of Business Management**, v. 21, n. 4, p. 722-739, 2019.

MEYER, J. W.; ROWAN, B. Institutionalized organizations: formal structure as myth and ceremony. **American Journal of Sociology**, v. 83, n. 2, p. 340-363, 1977.

MIHKINEN, A. What drives quality of firm risk disclosure? The impact of a national disclosure standard and reporting incentives under IFRS. **International Journal of Accounting**, v. 47, n. 4, p. 437-468, 2012.

MILANI, B.; RIGHI, M. B.; CERETTA, P. S.; DIAS, V. V. Práticas de sustentabilidade, governança corporativa e responsabilidade social afetam o risco e o retorno dos investimentos? **Revista de Administração da UFSM**, v. 5, p. 667-682, 2012.

MOUMEN, N.; OTHMAN, B. H.; HUSSAINEY, K. The value relevance of risk disclosure in annual reports: evidence from MENA emerging markets. **Research in International Business and Finance**, v. 34, p. 177-204, 2015.

NTIM, C. G.; LINDOP, S.; THOMAS, D. A. Corporate governance and risk reporting in South Africa: A study of corporate risk disclosures in the pre-and post-2007/2008 global financial crisis periods. **International Review of Financial Analysis**, v. 30, p. 363-383, 2013.

OLIVEIRA, M. C. *et al.* Disclosure social de empresas brasileiras e britânicas à luz da teoria institucional. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 5, n. 1, p. 2-26, 2013.

PASSOS, E. **Ética nas organizações**. São Paulo: Atlas, 2014.

PENA, R. P. M. *et al.* Responsabilidade social empresarial e estratégia: um estudo sobre a gestão do público interno em duas empresas signatárias do Global Compact. **Organizações & Sociedade**, v. 14, n. 40, p. 81-98, 2007.

PERIA, M. L.; SANTOS, D. F. L.; MONTORO, S. B. A responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro e econômico de empresas estabelecidas no Brasil. **Desafio Online**, v. 8, n. 1, p. 91-114, 2020.

PORTER, M. E.; KRAMER, M. R. Strategy & society: the link between competitive advantage and corporate social responsibility. **Harvard Business Review**, v. 84, p. 78-92, 2006.

PRUDÊNCIO, P. A. *et al.* Efeitos da diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva na responsabilidade social corporativa. In: USP INTERNACIONAL CONFERENCE IN ACCOUNTING, 19., 2019, São Paulo. **Anais...São Paulo: USP**, 2019.

SCOTT, W. R. The adolescence of institutional theory. **Administrative Science Quarterly**, v. 32, n. 4, p. 493, 1987.

SILVA, L. S. A.; QUELHAS, O. L. G. Sustentabilidade empresarial e o impacto no custo de capital próprio das empresas de capital aberto. **Gestão e Produção**, v. 13, n. 3, p. 385-395, 2006.

SOARES, R. A. *et al.* Avaliação hierárquica da influência do país, setor e empresa na evidenciação da responsabilidade social corporativa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 29, n. 2, p. 96-121, 2018.

SOLOMON, J. F.; SOLOMON, A.; NORTON, S. D. A conceptual framework for corporate risk disclosure emerging from the agenda for corporate governance reform. **British Accounting Review**, v. 32, n. 4, p. 447-478, 2000.

STADEN, C. J. ; HOOKS, J. A comprehensive comparison of corporate environmental reporting and responsiveness. **British Accounting Review**, v. 39, n. 3, p. 197-210, 2007.

VAIA, G.; BISOGNO, M.; TOMMASETTI, A. Investigating the relationship between the social and economic-financial performance. **Applied Finance and Accounting**, v. 3, n. 1, p. 55-64, 2017.