

ASSOCIAÇÃO ENTRE O DISCLOSURE DE RISCOS E A (IN) EXISTÊNCIA DE REPUTAÇÃO CORPORATIVA EM COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL

BEATRIZ ALVES DOS SANTOS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ - UFC

ANNA BEATRIZ GRANGEIRO RIBEIRO MAIA

ALESSANDRA CARVALHO DE VASCONCELOS

Introdução

As empresas têm utilizado o disclosure como uma forma de apresentar o seu relacionamento com o ambiente em que estão inseridas e assim conseguem legitimar-se. Nesse escopo, a análise conjunta do disclosure de riscos e da reputação corporativa é relevante em virtude de ambos serem fundamentais para as estratégias empresariais, uma vez que o bom desempenho depende tanto de altos retornos como de baixos riscos. Desse modo, considerar a possível associação entre reputação corporativa e disclosure de riscos pode tornar a avaliação de desempenho mais completa.

Problema de Pesquisa e Objetivo

A questão de pesquisa é: Qual o comportamento do disclosure de riscos não financeiros nas maiores companhias abertas do Brasil, considerando a (in) existência de reputação corporativa? O estudo tem como objetivo geral analisar a possível associação entre o disclosure de riscos não financeiros e a (in) existência de reputação nas empresas. Para tanto, buscou-se: identificar os fatores determinantes ao disclosure de riscos; analisar a associação entre o disclosure de riscos, a reputação e o setor de atuação; e examinar comparativamente o disclosure de riscos entre empresas com e sem reputação.

Fundamentação Teórica

A teoria da legitimidade evidencia o atendimento de necessidades de vários interessados por meio de critérios que essas partes consideram aceitáveis e que foram construídos e legitimados socialmente, permitindo o estabelecimento ou manutenção da reputação (FOMBRUN; SHANLEY, 1990). Lopes et al. (2017) afirmam que a reputação pode ser vista como uma forma de evidenciar o comportamento das empresas. Ademais, sob ótica semelhante à desta pesquisa, estudos mostram que companhias com maior visibilidade apresentam mais divulgações sobre riscos (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; DÍEZ-ESTEBAN, 2013).

Metodologia

A amostra reúne 118 companhias listadas na B3 e 345 Formulários de Referência de 2016 a 2018. A reputação corporativa foi analisada a partir da presença das empresas nas carteiras teóricas do ISE e/ou do ICO2 da B3, dos anos de 2016, 2017 e 2018, criando dois grupos: com reputação corporativa e sem reputação corporativa. Para o nível de disclosure de riscos, foi analisada a seção 4 (Fatores de risco) do Formulário de Referência do triênio 2016-2018, por meio de uma escala de 0 a 4, considerando um checklist com 31 fatores de risco, classificados em 4 subcategorias de riscos não financeiros.

Análise dos Resultados

A partir da Árvore de Regressão (CRT), evidenciou-se que os fatores de riscos da subcategoria de riscos de integridade apresentaram maior importância como determinantes do disclosure de riscos não financeiros. Por sua vez, a Análise de Correspondência Múltipla (ACM) revelou associações entre o nível de disclosure de riscos, a reputação corporativa e o setor de atuação das empresas. Ademais, a partir do teste T para amostras independentes, identificou-se que empresas com reputação corporativa apresentaram disclosure de riscos não financeiros superior às demais.

Conclusão

Os resultados evidenciaram que empresas com reputação apresentaram mais informações sobre os riscos não financeiros de forma geral em seus relatórios. Assim, a hipótese da pesquisa foi aceita. Como contribuição, destaca-se o estudo da reputação corporativa como uma variável que pode estar relacionada ao disclosure de riscos, sendo um indicativo de atenção para os investidores e mercado acionário em geral. Salienta-se que a divulgação de riscos não financeiros foi explorada tanto de forma geral quanto a partir das subcategorias, permitindo maior nível de detalhamento acerca do constructo.

Referências Bibliográficas

BRAVO, F. Are risk disclosures an effective tool to increase firm value?. *Managerial and Decision Economics*, v. 38, n. 8, p. 1116-1124, 2017.
DELGADO-GARCÍA, J. B.; QUEVEDO-PUENTE, E.; DÍEZ-ESTEBAN, J. M. The impact of corporate reputation on firm risk: a panel data analysis of Spanish quoted firms. *British Journal of Management*, v. 24, n. 1, p. 1-20, 2013. FOMBRUN, C. J.; SHANLEY, M. What's in a name? Reputation building and corporate strategy. *Academy of Management Journal*, v. 33, n. 2, p. 233-258, 1990.

Palavras Chave

Disclosure de riscos, Reputação corporativa, Teoria da legitimidade

Agradecimento a órgão de fomento

Agradecemos o apoio do CNPq que financiou as pesquisas nas quais o texto se baseia.

ASSOCIAÇÃO ENTRE O DISCLOSURE DE RISCOS E A (IN) EXISTÊNCIA DE REPUTAÇÃO CORPORATIVA EM COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL

1 INTRODUÇÃO

A alta competitividade dos negócios tem provocado mudanças nas demandas de investidores e outros interessados (GUNAWAN; ELSA, 2020). Ates (2020) indica que a participação da companhia em um índice de sustentabilidade, por exemplo, é importante para investidores em mercados emergentes, principalmente considerando o ambiente de crises e escândalos financeiros, aumento do ambiente de negócios, dos mercados e da abertura de capital (ALVES; GRAÇA, 2013; COSTA; LEAL; PONTE, 2017). Ademais, as empresas têm utilizado o *disclosure* como uma forma de apresentar o seu relacionamento com o ambiente em que estão inseridas e assim conseguem legitimar-se (BEUREN; GUBIANI; SOARES, 2013).

Nesse escopo, a análise conjunta do *disclosure* de riscos e da reputação corporativa é relevante em virtude de ambos serem fundamentais para as estratégias empresariais, uma vez que o bom desempenho depende tanto de altos retornos como de baixos riscos (BAKSH; AKHTAR; AKHTAR, 2019). Desse modo, considerar a possível associação entre reputação corporativa e *disclosure* de riscos pode tornar a avaliação de desempenho mais completa.

Apesar de muitos *stakeholders* considerarem informações sobre riscos corporativos de modo negativo por se tratar da evidência de aspectos desfavoráveis ao negócio (MOUMEN; OTHMAN; HUSSAINEY, 2015; POLINSKY; SHAVELL, 2012), Alves e Graça (2013) apontam que, o *disclosure* de riscos auxilia na conquista de confiança dos acionistas e do mercado. Isto ocorre, porque a divulgação de informações sobre os riscos possibilita aos usuários uma melhor avaliação das empresas (ELZAHAR; HUSSAINEY, 2012).

À luz da teoria da legitimidade, observa-se que a divulgação de informações claras e objetivas, como o *disclosure* de riscos (LOUHICHI; ZREIK, 2015), nos relatórios anuais é parte do contrato social das empresas e indica a sua legitimidade (WATSON; SHRIVES; MARSTON, 2002). Assim, ao investigar a relação entre o *disclosure* de riscos e a reputação corporativa, analisa-se a reputação como fator para a realização desse tipo de divulgação, considerando que, segundo a literatura há indícios de que empresas de maior visibilidade apresentam maior divulgação (CARDOSO; DE LUCA; GALLON, 2014; CRUZ; LIMA, 2010; LOPES et al., 2017), inclusive sobre riscos (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; DÍEZ-ESTEBAN, 2013).

No que se refere à divulgação dos riscos, o estudo foca na categoria dos riscos não financeiros em virtude da pouca investigação acadêmica dessas informações até o momento (ELSHANDIDY et al., 2018; LEOPIZZI et al., 2020) e da tendência das empresas em relatá-las de forma reduzida em comparação aos riscos financeiros (AMEZAGA-ALONSO et al., 2020). Para tanto, foi realizada uma análise da qualidade do *disclosure* evidenciado, explorando inclusive as subcategorias dos riscos não financeiros segundo a literatura (LINSLEY; SHRIVES, 2006; MIIHKINEN, 2012; NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013).

Nesta perspectiva, a pesquisa diferencia-se ao propor uma análise que verifica a qualidade da divulgação de riscos não financeiros em geral e de suas subcategorias, no caso riscos operacionais, de dano, de integridade e estratégicos, e conjectura uma relação com a reputação corporativa das empresas. Além disso, segundo Hassan (2009), há necessidade de explorar relações em contextos de países emergentes, o que ocorre de forma ainda inicial (ALVES; CHEROBIM, 2009; ELAMER; NTIM; ABDOU, 2017; LI; HE; XIAO, 2019; NEIFAR; JARBOUI, 2018; NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013). Portanto, o estudo foi realizado no Brasil, um país emergente e com contexto de mercado caracterizado por incertezas políticas e econômicas, de alta concentração de propriedade e baixa proteção dos investidores (CRISÓSTOMO; BRANDÃO, 2019; SANTOS; COELHO, 2018).

Com base na literatura levantada em níveis internacional e nacional (ABRAHAM; SHRIVES, 2014; ELSHANDISY et al., 2018; HASSAN, 2009; LINSLEY; SHRIVES, 2006), observa-se que, apesar de não ser uma temática contemporânea, no Brasil a pesquisa sobre *disclosure* de riscos ainda é incipiente e pontual (CUNHA; SILVA; FERNANDES, 2011; ALMENDRA et al., 2018; SILVA; GRANEMANN; FISCHER, 2018), não sendo encontrado estudo nacional prévio que relacione o *disclosure* de risco com a reputação corporativa.

2 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

À luz da teoria da legitimidade, e diante do cenário apresentado, a questão que norteia esta pesquisa é: Qual o comportamento do *disclosure* de riscos não financeiros nas maiores companhias abertas do Brasil, considerando a (in) existência de reputação corporativa?

Neste sentido, a pesquisa tem como objetivo geral analisar a possível associação entre o *disclosure* de riscos não financeiros e a (in) existência de reputação corporativa nas maiores companhias abertas do Brasil. Para tanto, foram delineados como objetivos específicos: (1) identificar os fatores determinantes ao *disclosure* de riscos não financeiros; (2) analisar a associação entre o *disclosure* de riscos não financeiros, a reputação corporativa e o setor de atuação das empresas; (3) examinar comparativamente o *disclosure* de riscos não financeiros entre empresas classificadas com e sem reputação corporativa.

A população da pesquisa compreende as empresas listadas no *ranking* das 100 maiores companhias de capital aberto do Brasil listadas nas “Melhores e Maiores” da Revista Exame, durante o período de 2017 a 2019. Das 119 empresas que participaram de pelo menos um dos *rankings* do período, apenas uma foi excluída, pois não apresentou todos os Formulários de Referência do triênio em análise. Assim, a amostra do estudo reuniu 118 empresas e 345 Formulários de Referência para os três anos analisados, totalizando 17.336 observações.

Para a reputação corporativa, foi analisada a presença das empresas nas carteiras do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e/ou do Índice de Carbono Eficiente (ICO2) da B3 S.A., dos anos de 2016, 2017 e 2018. Para análise das carteiras e operacionalização da variável reputação corporativa (REP), aplicou-se uma *dummy*, em que o valor 1 (hum) foi aplicado às empresas que participaram de pelo menos um dos índices de sustentabilidade da B3 (ISE e/ou ICO2) e o valor zero foi aplicado às empresas que não participaram de nenhum desses, no triênio. Assim, a amostra passou a ser representada por dois grupos de empresas: o Grupo 1, composto por empresas integrantes do ISE e/ou ICO2 no período, consideradas no estudo como “com reputação corporativa”; e o Grupo 2, com as empresas que não participaram do ISE e/ou ICO2, consideradas como “sem reputação corporativa”. Essa classificação foi efetuada com o intuito de realizar comparações entre esses dois grupos, semelhante à abordagem utilizada por Cardoso, De Luca e Gallon (2014) e Michelin (2007). Apesar disso, destaca-se que a mensuração da variável de reputação corporativa é limitada, uma vez que a mesma poderia ser construída, olhando-se vários aspectos que interferem na reputação.

Para o nível de *disclosure* de riscos, foi analisada a seção 4 (Fatores de risco) do Formulário de Referência dos anos de 2016, 2017 e 2018 das empresas da amostra, publicados em 2017, 2018 e 2019, respectivamente. Para tanto, foi utilizado como base de avaliação um *checklist* desenvolvido a partir dos estudos de Linsley e Shrives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013).

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

3.1 *Disclosure* de riscos

A literatura sobre *disclosure* de riscos tem apresentado estudos quanto ao caráter da divulgação, sendo alguns voltados somente para a perspectiva voluntária (BARAKAT; HUSSAINEY, 2013; LINSLEY; SHRIVES, 2006; NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013), outros para a perspectiva de caráter obrigatório (COSTA; LEAL; PONTE, 2017; FILZEN, 2015;

KRAVEST; MUSLU, 2013) e ainda, algumas pesquisas que o analisaram de forma geral, ou seja, voluntário e obrigatório (AL-HADI; TAYLOR; AL-YAHYAE, 2016; ELSHANDIDY; FRASER; HUSSAINEY, 2013; ELSHANDIDY; FRASER; HUSSAINEY, 2015).

Como um dos fatores que podem explicar a adoção por um desses tipos de informações, Elshandidy, Fraser e Hussainey (2013) identificaram que empresas que estão mais expostas aos riscos tendem a divulgar maior quantidade de informações sobre risco, tanto voluntária, quanto obrigatória. Outrossim, Elshandidy, Fraser e Hussainey (2015) analisaram empresas britânicas, alemãs e norte-americanas, em busca de identificar a ocorrência e em que medida as características da empresa e do país influenciam na divulgação voluntária e obrigatória de informações sobre risco. Os resultados apontam que as variações de abordagens sobre o relato de riscos decorrem dos riscos sistemáticos, dos valores culturais e do sistema legal do país.

No Brasil, com o intuito de harmonizar as regras do país com os padrões internacionais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em sua Instrução Normativa CVM nº 480/2009, estabeleceu o Formulário de Referência, que é um modelo de divulgação de informações de cunho quantitativo e qualitativo (KLANN; KREUZBERG; BECK, 2014). Nessa mesma Instrução é exigido a declaração de práticas e políticas sobre os aspectos mais frágeis do negócio, os quais incluem as informações sobre os riscos (CVM, 2009). Assim, a descrição dos fatores de riscos relacionados às atividades da empresa é um dos pontos exigidos no Formulário de Referência, devendo ser apresentados todos os aspectos sobre o risco que possam impactar na tomada de decisão das partes interessadas (KLANN; KREUZBERG; BECK, 2014).

Além disso, o Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1), de 01 de junho de 2012, de que dispõe sobre a evidenciação de instrumentos financeiros, reforçou a obrigatoriedade da divulgação de risco. No referido Pronunciamento, as empresas brasileiras são sujeitas a divulgar informações quantitativas e qualitativas sobre os riscos a que são expostas em decorrência dos instrumentos financeiros e como esses riscos são geridos (CPC, 2012). Todavia, as empresas brasileiras de capital aberto possuem discricionariedade para a divulgação de informações sobre riscos, uma vez que apesar de existir uma seção específica para a divulgação dos fatores de risco no Formulário de Referência (seção 4), as companhias podem escolher o que e como realizar essa divulgação, caracterizando-se, portanto, como *disclosure* voluntário.

A pesquisa considera, para fins de análise do *disclosure* de riscos, a combinação das subcategorias dos riscos não financeiros propostas nos estudos de Linsley e Shrivies (2006), riscos operacionais, de empoderamento, de processamento de informações e tecnologia, de integridade e estratégicos; Miihkinen (2012), riscos estratégicos, operacionais, de dano e de gerenciamento; e Ntim, Lindop e Thomas (2013), operacionais/negócios e estratégicos. Assim, a análise do *disclosure* de riscos no estudo examina a divulgação sobre riscos da categoria não financeira, a qual está dividida em quatro subcategorias, conforme é apresentado no Quadro 1.

Quadro 1. Categoria, subcategorias e fatores de risco

Categoria: Riscos Não Financeiros	
Subcategoria	Fatores de risco
2.1 Riscos operacionais	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
2.2 Riscos de dano	2.2.1 Risco de cobertura insuficiente de seguro 2.2.2 Risco de decisões judiciais desfavoráveis (ações judiciais significativas)

2.3 Riscos de integridade	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
2.4 Riscos estratégicos	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

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

O *checklist* (Quadro 1) foi usado como base para a coleta e a análise documental das seções de riscos das empresas (Formulário de Referência – Seção 4). A mensuração do nível de *disclosure* de riscos não financeiros ocorreu a partir da análise de cada fator, de acordo com uma escala de pontos proposta por Van Staden e Hooks (2007), conforme exhibe o Quadro 2.

Quadro 2. Escala de mensuração do nível de *disclosure*

Pontuação	Nível de <i>disclosure</i>	Descrição
0	Não divulgado	Não há comentário sobre o fator de risco ou há a informação de que a empresa não está sujeita a esse fator
1	Informação mínima	Informação qualitativa com breve menção Apenas detalhes em termos descritivos
2	Informação descritiva	Informação qualitativa com explicação das fontes de risco Evidenciação de políticas de risco
3	Informação quantitativa	Informação quantitativa com breve menção Apenas detalhes em termos monetários ou de quantidades físicas reais
4	Divulgação exaustiva	Informações quantitativas com identificação das fontes de risco Evidenciação de políticas, impacto e/ou probabilidade de risco

Fonte: Elaborado pelos autores com base em Van Staden e Hooks (2007).

Segundo o exposto no Quadro 2, observa-se que quanto maior for a qualidade da divulgação dos fatores de risco, maior será a pontuação obtida pela empresa. Dessa forma, cada fator de risco (Quadro 1) tem uma pontuação máxima de 4 pontos, totalizando um nível geral de *disclosure* de riscos não financeiros (categoria) de 124 pontos por ano, distribuídos nas seguintes subcategorias: 44 pontos, em riscos operacionais; 8 pontos, na subcategoria riscos de dano, 12 pontos, em riscos de integridade; e 60 pontos, em riscos estratégicos.

3.2 Reputação corporativa e teoria da legitimidade

A pesquisa acerca da reputação corporativa e o seu conceito têm focado em três tipos de abordagem: reputação como ativo, onde ela é considerada um ativo intangível e estratégico das empresas (DELGADO-GARCIA; QUEVEDO-PUENTE; DÍEZ-ESTEBAN, 2013); como uma avaliação, ou seja, oriunda da avaliação moral realizada pelas partes interessadas; e como uma percepção, indicando que ela se origina da percepção dos *stakeholders*, em especial dos seus clientes (BARNETT; JERMIER; LAFFERTY, 2006). Neste estudo, considera-se a reputação corporativa a partir da abordagem de um ativo.

Evidências mostram que a reputação corporativa é considerada por alguns gerentes como um dos principais ativos intangíveis para as empresas (BARNETT; JERMIER; LAFFERTY, 2006; CHUN, 2005) e na literatura constata-se que ela facilita a relação entre os *stakeholders* e as organizações (MAKARIUS; STEVENS; TENHIÄLÄ, 2017). Portanto, ela

está associada a várias vantagens estratégicas, como benefícios competitivos sustentáveis (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; DÍEZ-ESTEBAN, 2013), desempenho financeiro, margens e preços maiores (WALKER, 2010), e aumento dos fluxos de caixa (ROBINSON; KLEFFNER; BERTELS, 2011).

Nesse contexto, o gerenciamento da reputação corporativa mostra-se importante e pode ser estrategicamente utilizado através do *disclosure* de informações, de modo que as empresas com reputação buscam fornecer maior transparência corporativa (CARDOSO; DE LUCA; GALLON, 2014). Isto se deve ao fato de que os *stakeholders* tendem a preferir companhias que tenham boa reputação (FOMBRUN; SHANLEY, 1990), em virtude principalmente de seus comportamentos, como qualidade dos produtos ou serviços e transparência (DOWLING, 1986).

Na perspectiva do *disclosure* de riscos, Bravo (2017) pesquisando companhias listadas no Standard & Poor's 500 Index do ano de 2009, apontou que a reputação corporativa é mediadora da relação entre divulgação de informações sobre riscos e o valor das empresas.

Observa-se que em pesquisas realizadas acerca da reputação corporativa e *disclosure*, são empregadas algumas teorias como da sinalização (FREITAS et al., 2013), da divulgação ou *disclosure* voluntário (ROVER; BORBA; MÚRCIA, 2009) e da legitimidade (CONCEIÇÃO et al., 2011). Esta última é o foco deste estudo, considerando que, segundo a teoria da legitimidade, a partir da divulgação de informações, as firmas conseguem alcançar, manter ou recuperar seu *status* de legítimas perante a sociedade (BEUREN; GUBIANI; SOARES, 2013).

Segundo Aldaz, Alvarez e Calvo (2015), a divulgação de informações pode ajudar na legitimação das empresas com desempenho pior. Salienta-se que a teoria da legitimidade reconhece a existência de uma relação contratual entre a sociedade e as empresas, de modo que as atividades organizacionais buscam ser alinhadas com as demandas apresentadas por esses envolvidos, o que as leva a alcançar ou manter a legitimidade (DIAS FILHO, 2013). Portanto, as firmas se utilizam de estratégias que auxiliem a construção e manutenção da legitimidade para que sejam aceitas na sociedade e possam continuar consumindo os recursos necessários para suas atividades (LIEGES; ZANCHET; GOMES, 2018). Ou seja, o alinhamento à teoria da legitimidade se desenvolve a partir de comportamentos e ações das empresas realizados como uma forma de alcançar aceitabilidade perante a sociedade (LOPES et al., 2017).

Além disso, pontua-se que não há um consenso quanto a forma de mensurar a reputação das empresas (PONZI; FOMBRUN; GARDBERG, 2011). Chun (2005) afirma que a ferramenta de mensuração irá depender da abordagem adotada pelo pesquisador. Alguns estudos foram desenvolvidos considerando a participação em índices de sustentabilidade (ALDAZ; ALVAREZ; CALVO, 2015; CARDOSO; DE LUCA; GALLON, 2014), no *ranking* MERCO (BARAIBAR-DIEZ; SOTORRÍO, 2018; PEREZ-CORNEJO; QUEVEDO-PUENTE; DELGADO-GARCÍA, 2019), nos *rankings* da mídia (CRUZ; LIMA, 2010; DE LUCA et al., 2015), no *Reprtrak* do *Reputation Institute* (FARIAS et al., 2016; PONZI; FOMBRUN; GARDBERG, 2011), dentre outros.

O presente estudo utiliza como medida a participação das empresas brasileiras de capital aberto nas carteiras de Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e/ou Índice de Carbono Eficiente (ICO2) da bolsa de valores brasileira (B3). A escolha dessa *proxy* se dá em virtude desse indicador avaliar a eficiência econômica, equilíbrio ambiental, justiça social e governança corporativa, sendo apontado por Cruz e Lima (2010) como similar ao Índice de Sustentabilidade Dow Jones (DJSI), utilizado no estudo de Michelin (2007). Por se tratar do contexto brasileiro, para captar uma perspectiva mais ambiental e objetivando abranger mais companhias, será considerado também o ICO2, conforme Cardoso, De Luca e Gallon (2014).

3.3 Estudos empíricos anteriores e formulação da hipótese de pesquisa

O estudo das temáticas reputação corporativa e *disclosure* de riscos, de forma individual, tem sido desenvolvido de forma ampla, tanto no contexto internacional quanto

nacional, contudo a relação entre elas ainda foi pouco explorada. Nesta pesquisa, sugere-se a existência de uma relação entre esses dois constructos, visto que a reputação pode ser determinante para o relato de riscos nos relatórios institucionais das empresas.

Kim e Yasuda (2018) destacam que discricionariedade na divulgação de informações sobre os riscos empresariais é um desafio para as pesquisas, pois são evidências de natureza textual e de aspectos desfavoráveis. Solomon et al. (2000) apontam que a divulgação de riscos inclui todos os tipos de riscos que abrangem o negócio, de forma que as informações devem influenciar na tomada de decisão dos investidores atuais ou em potencial.

A própria definição de risco direciona para a perspectiva de condições adversas para as organizações, conforme apontado por Linsley e Shrivies (2006). Moumen, Othman e Hussainey (2015) destacam que apesar do aumento do número de pesquisas, a divulgação de riscos ainda é uma área ambígua na evidência organizacional. Isto ocorre, porque em geral, mesmo existindo regulamentação, as empresas evitam o relato sobre os riscos no intuito de diminuir os aspectos desfavoráveis do negócio (ALMENDRA et al., 2018; POLINSKY; SHAVELL, 2012).

Destaca-se, portanto, que as partes interessadas tendem a ser avessas ao risco, de modo que na alternativa de duas empresas que apresentem semelhança no desempenho financeiro será analisada a melhor reputação (BRAMMER; MILLINGTON, 2005; FOMBRUN; SHANLEY, 1990). Em consonância com essa proposição, Fombrun (2001) considera que a classificação de reputação corporativa impacta nas ações das empresas, seja pela maior atratividade de investidores, seja na diminuição do valor de estoque.

Eckert (2017), em sua pesquisa voltada para os riscos de reputação, destaca que além de ter boa reputação corporativa é fundamental que os riscos sejam gerenciados. Srivastava et al. (1997), ao investigarem a relação entre reputação e risco sistemático, constataram que o nível de reputação da empresa influencia a aceitação de risco pelos investidores, ou seja, para empresas com maior reputação há maior número de investidores inclinado a aceitar riscos.

O estudo de Delgado-García, Quevedo-Puente e Díez- Esteban (2013), em companhias abertas da Espanha, buscou analisar os efeitos da reputação corporativa no risco sistemático, não sistemático e total. Os resultados do estudo apontaram que a empresa ser respeitável, ou seja, ter reputação corporativa, reduz o risco não sistemático e total da empresa, contudo, aumenta o risco sistemático. Ademais, constatou-se que quando se trata de risco, o importante não é o nível de reputação corporativa das companhias, mas se elas têm ou não reputação.

De forma similar, Bakhsh, Akhtar e Akhtar (2019), em companhias listadas na bolsa de valores do Paquistão, investigaram o impacto da reputação na exposição do risco, no período de 2007 a 2016. Os resultados mostraram relação negativa entre a reputação e o risco total e sistemático da empresa, enquanto não foi encontrada significância com o risco não sistemático.

Lopes et al. (2017) evidenciam que a reputação corporativa pode ser vista como uma forma de evidenciar o comportamento das empresas. Ademais, Bravo (2017) aponta que a reputação possui efeito em relação ao *disclosure* de risco. Sob ótica semelhante à desta pesquisa, estudos mostram ainda que companhias com maior visibilidade apresentam mais divulgações (ALDAZ; ALVAREZ; CALVO, 2015; CARDOSO; DE LUCA; GALLON, 2014; CRUZ; LIMA, 2010), inclusive sobre riscos (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; DÍEZ-ESTEBAN, 2013; OLIVEIRA; RODRIGUES; CRAIG, 2011).

Assim, com base na teoria da legitimidade e nos aportes teórico e empírico apresentados, foi formulada a hipótese de pesquisa: **H1: O *disclosure* de riscos não financeiros das empresas possui associação positiva com a existência de reputação corporativa.**

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Fatores determinantes ao *disclosure* de riscos não financeiros

Em atendimento ao primeiro objetivo específico, realizou-se uma verificação sobre os fatores de riscos por meio da Árvore de Regressão (CRT). Assim, o modelo da Árvore de

Regressão da variável dependente DR (*disclosure* de riscos não financeiros) em função dos respectivos fatores de riscos analisados (Quadro 1) é apresentada na Figura 1.

Figura 1. Árvore de regressão



Fonte: Dados da pesquisa.

Uma vez que o método CRT se desenvolve com vista à maximização da homogeneidade dentro dos nós, a extensão em que um nó não representa um conjunto homogêneo de casos é um indicador de impureza (PEDRO; FERREIRA; MENDES, 2010). Assim, a medida de impureza utilizada foi o LSD (*least-squared deviation*). Na construção da árvore, o LSD faz com que apenas sejam criadas partições em que a diferença entre a variância do nó ascendente e a soma das variâncias dos dois nós descendentes (pesadas pela proporção de casos de cada nó) seja superior a um dado valor definido, tendo-se optado pelo valor 0,0001.

Aplicou-se a técnica de *pruning* para reduzir a complexidade da árvore sem pôr em causa a qualidade do ajustamento e evitar o problema de *overfitting*, ou seja, para evitar que se ajuste excessivamente à amostra de modelação, não podendo ser generalizado a outras amostras. A avaliação da qualidade do ajustamento dos modelos fez-se através do risco estimado que representa a variância dentro dos nós, que é a parte da variância total não explicada pelo modelo. Quanto menor for o risco estimado, melhor é o modelo. A validação do modelo que permite verificar até que ponto a estrutura da árvore ajustada pode ser generalizada a outras observações, foi feita utilizando metade da amostra como amostra de modelação e a outra metade como amostra de validação (PEDRO; FERREIRA; MENDES, 2010).

Pode-se observar, a partir da Figura 1, que as empresas com maior DR (*disclosure* de riscos não financeiros) encontram-se no nó 22 com uma média de 48,600 e desvio-padrão 6,883, sendo aquelas que apresentaram: Fator 2.4.8 - Risco de ocorrência de desastres naturais que

afetem o ambiente de negócios acima de 1,5; Fator 2.4.9 - Risco de perda de controle sobre fornecedores e/ou risco de dependência de fornecedores inferior a 2,5; Fator 2.3.3 - Risco de problemas éticos e corrupção nos negócios acima de 1,5; e Fator 2.3.2 - Risco de impacto negativo na reputação ou imagem da empresa acima de 1,5.

No sentido oposto, encontram-se no nó 15 as empresas com menor DR (*disclosure* de riscos não financeiros), com uma média de 19,900 e desvio-padrão 7,254, sendo aquelas que apresentaram: Fator 2.4.4 - Risco de mudanças regulatórias inferior ou igual a 1,5; Fator 2.4.6 - Risco de mudanças econômicas inferior ou igual a 1,5; Fator 2.3.1 - Risco de ações fraudulentas internas ou externas inferior ou igual a 0,5; e Fator 2.3.2 - Risco de impacto negativo na reputação ou imagem da empresa inferior ou igual a 1,5.

O risco estimado para a amostra de modelação foi de 27,075, com um erro padrão de 2,410. Para a amostra de validação, obteve-se um risco estimado de 40,386 com um erro padrão de 3,099. Os valores obtidos para o risco estimado nas duas amostras indicam que não ocorreu *overfitting*, sendo o risco estimado superior na amostra de validação.

As principais características dos nós terminais da árvore de regressão ajustada à amostra de modelação estão apresentadas na Tabela 1, que indica a que nó terminal um novo indivíduo pertencerá, sendo que o respectivo *disclosure* de riscos não financeiros pode ser estimado pela média desse nó.

Tabela 1. Fatores determinantes ao *disclosure* de riscos não financeiros (DR)

Nó	Número de observações	DR		Variáveis independentes	
		Média	Desvio Padrão	Fatores determinantes	Valores divididos
0	345	36,71	10,116		
1	182	30,99	7,180	Fator 2.3.2 - Risco de impacto negativo na reputação ou imagem da empresa	<= 1,5 > 1,5
2	163	43,10	9,047		
3	109	28,36	6,669	Fator 2.3.1 - Risco de ações fraudulentas internas ou externas	<= 0,5 > 0,5
4	73	34,92	6,064		
5	84	38,19	6,901	Fator 2.3.3 - Risco de problemas éticos e corrupção nos negócios	<= 1,5 > 1,5
6	79	48,32	8,112		
7	41	24,51	7,339	Fator 2.4.6 - Risco de mudanças econômicas	<= 1,5 > 1,5
8	68	30,68	5,003		
9	32	30,50	4,649	Fator 2.4.4 - Risco de mudanças regulatórias	<= 1,5 > 1,5
10	41	38,37	4,652		
11	41	34,39	5,324	Fator 2.4.10 - Risco de mudanças nas preferências dos clientes	<= 0,5 > 0,5
12	43	41,81	6,292		
13	60	45,87	7,236	Fator 2.4.9 - Risco de perda de controle sobre fornecedores e/ou risco de dependência de fornecedores inferior	<= 2,5 > 2,5
14	19	56,05	5,512		
15	20	19,90	7,254	Fator 2.4.4 - Risco de mudanças regulatórias	<= 1,5 > 1,5
16	21	28,90	4,024		
17	37	28,73	5,020	Fator 2.1.3 - Risco de indisponibilidade repentina de recursos e/ou problemas no abastecimento de matérias-primas	<= 1,5 > 1,5
18	31	33,00	3,924		
19	16	30,37	2,964	Fator 2.4.7 - Risco de alterações na taxa de inflação	<= 2,5 > 2,5
20	25	36,96	4,912		
21	20	40,40	4,260	Fator 2.4.8 - Risco de ocorrência de desastres naturais	<= 1,5 > 1,5
22	40	48,60	6,883	que afetem o ambiente de negócios	> 1,5

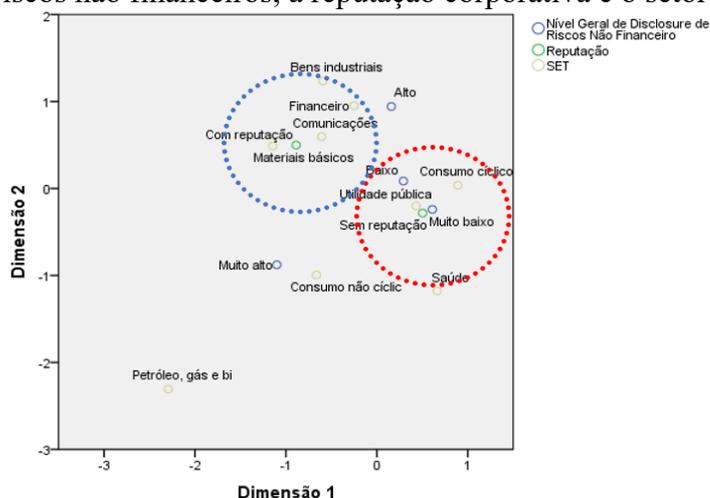
Fonte: Dados da pesquisa.

Cabe ressaltar, que os fatores de riscos correspondentes à subcategoria Integridade, foram aqueles que apresentaram maior importância no modelo: Fator 2.3.3 Risco de problemas éticos e corrupção nos negócios (47,267); e Fator 2.3.2 Risco de impacto negativo na reputação ou imagem da empresa (39,652). O Fator 2.3.1 Risco de ações fraudulentas internas ou externas, por sua vez, foi a oitava variável mais importante para o modelo (30,203). Esse achado indica que riscos relacionados a perdas causadas por fraudes e atos ilegais, por exemplo, podem impactar de forma direta a divulgação de riscos. Nesse ponto, destaca-se a proximidade dos fatores da subcategoria de riscos de integridade com a reputação corporativa.

4.2 Associação entre *disclosure* de riscos, reputação corporativa e setor de atuação

Para alcançar o segundo objetivo específico da pesquisa foi utilizada a Análise de Correspondência Múltipla (ACM), sendo realizado inicialmente o teste de Qui-quadrado. Cabe informar que para a realização da ACM foi utilizado o nível de *disclosure* de riscos com base em quartis. Para tanto, foi estabelecido para a categoria de *disclosure* de riscos não financeiros (Geral) os seguintes valores para os quatro níveis: Muito Baixo (até 29 pontos), Baixo (29,1 a 35), Alto (35,1 a 43) e Muito Alto (acima de 43). Considerando esses níveis, a Figura 2 exibe o mapa perceptual com os resultados da análise de associação entre o nível geral de *disclosure* de riscos não financeiros, a reputação corporativa e o setor de atuação das empresas.

Figura 2. Mapa perceptual de correspondência múltipla entre o nível geral de *disclosure* de riscos não financeiros, a reputação corporativa e o setor de atuação



Fonte: Dados da pesquisa.

A partir das proximidades evidenciadas na Figura 2 depreende-se que as empresas classificadas sem reputação corporativa apresentaram nível Baixo e Muito Baixo de *disclosure* de riscos não financeiros, com maior presença nos setores Utilidade pública e Consumo cíclico. Por outro lado, no que tange as empresas com reputação corporativa, estas estão associadas aos setores Bens industriais, Materiais básicos, Financeiro e Comunicações, mas não guardam proximidade com nenhum dos níveis de divulgação de riscos estabelecidos especificamente.

Esse achado vai de encontro aos estudos que apontam a reputação corporativa como fator preponderante para a maior transparência corporativa, uma vez que se observa a ausência de reputação e níveis menores de *disclosure* de riscos não financeiros. Oliveira, Rodrigues e Craig (2011) apontaram que empresas com maior visibilidade apresentam maior divulgação de informações. Starks (2009) argumentou que a reputação das empresas impactaria seus riscos. Ainda, Gunawan e Elsa (2020) afirmaram que as empresas com reputação evidenciam em seus relatórios informações financeiras e não financeiras sobre riscos. Contudo, nota-se que nas empresas brasileiras analisadas, não foi possível encontrar uma associação entre um nível Alto ou Muito Alto de *disclosure* de riscos não financeiros e a existência de reputação. A associação entre os três aspectos organizacionais só ficou evidente no grupo sem reputação corporativa.

De forma complementar, para melhor compreensão sobre a associação entre os construtos estudados, foram realizadas novas análises referentes à relação específica entre o nível de *disclosure* de riscos não financeiros por meio de suas quatro subcategorias (operacionais, de dano, de integridade e estratégicos), a reputação e o setor de atuação das empresas. A exemplo da categoria geral (Figura 2), para as subcategorias também foi adotado quartis para a classificação dos níveis de divulgação em Muito Baixo, Baixo, Alto e Muito Alto. Os resultados encontrados são brevemente descritos a seguir.

A partir do *disclosure* de informações da subcategoria de riscos operacionais, observou-se que as empresas sem reputação dos setores Consumo cíclico e Saúde apresentaram nível Baixo de divulgação, e as companhias do setor de Utilidade pública apresentaram Alto nível de *disclosure* de riscos operacionais. Por outro lado, as empresas com reputação corporativa dos setores Materiais básicos e Bens industriais, não apresentaram relação com nenhum dos níveis de divulgação de informações de riscos operacionais. Esse resultado por subcategoria de riscos operacionais reforça o achado da associação do *disclosure* de riscos não financeiros geral (Figura 2), no qual não se pode afirmar que as empresas com reputação corporativa estão associadas a elevados níveis de divulgação de informações de riscos.

Quanto à associação entre o nível de *disclosure* da subcategoria de riscos de dano, a reputação corporativa e o setor, percebeu-se uma proximidade entre as empresas sem reputação, a evidenciação de riscos de dano de nível Baixo e o setor Consumo cíclico, e nível Alto no setor Utilidade pública. No entanto, identifica-se que as empresas com reputação, atuantes nos setores Bens industriais, Consumo não cíclico e Financeiro, estão associadas a um nível Muito Baixo de divulgação de riscos de dano.

Esse resultado indica que as empresas do setor Utilidade pública, que estão relacionadas a serviços como de energia elétrica, água e saneamento e gás, apresentam maior nível de *disclosure* relacionadas a risco de ações judiciais e cobertura de seguro insuficiente, que são segundo Miihkinen (2012) abrangidos pelos riscos de dano. Isto é um indicativo de vulnerabilidade dessas companhias à ocorrência de eventos para as quais não existe seguro contratado ou existe, mas de forma insuficiente, bem como para ações judiciais motivadas por diversos fatores como falta de energia, água ou gás. Para corroborar essa proposição observa-se o relato da empresa Comgás, participante do segmento gás, com relação aos riscos de dano, fator cobertura de seguros insuficientes em seu Formulário de Referência de 2018, página 4:

As responsabilidades oriundas dessas interrupções ou distúrbios que não estejam cobertas pelas apólices de seguro da Companhia ou que excedam os limites de cobertura poderão resultar em custos adicionais significativos, o que poderá causar um efeito negativo relevante sobre a situação financeira e resultados operacionais a Companhia. (...) As apólices de seguro da Companhia poderão não ser suficientes para cobrir totalmente as responsabilidades que poderão ser imputadas à Companhia do decorrer de seus negócios habituais. (...) Os resultados das operações da Companhia poderão ser prejudicados pela ocorrência de acidentes que resultem em danos em relação aos quais a Companhia não esteja totalmente coberta nos termos de suas apólices de seguro em vigor.

Posto isso, a análise da associação entre o nível de *disclosure* da subcategoria de riscos de integridade, a reputação corporativa e o setor de atuação evidenciou que as empresas com reputação, do setor Consumo não cíclico, apresentaram nível de *disclosure* de riscos de integridade Muito Alto. Por outro lado, as companhias sem reputação, do setor Utilidade pública, obtiveram um nível de *disclosure* Muito Baixo de informações de riscos de integridade.

Destaca-se que o setor Consumo não cíclico, associado ao grupo de companhias com reputação corporativa e a um nível Muito Alto de divulgação, trata de produtos ou serviços essenciais, os quais independem dos ciclos econômicos. Os riscos de integridade, segundo Linsley e Shrivies, (2006), estão relacionados a aspectos como fraudes e problemas éticos, ou seja, eventos que podem impactar a integridade das companhias. Na pesquisa, verificou-se, portanto, que as empresas com reputação desse setor demonstram maior interesse em realizar essas divulgações, o que pode estar relacionado a episódios de fraude já ocorridos no setor, como a Operação “Carne Fraca”. Para demonstrar essa relação apresenta-se um trecho relatado pela empresa BRF em seu Formulário de Referência de 2017, página 30:

(...) A Companhia possui uma estrutura de iniciativas antifraude, inclusive antissuborno e anticorrupção, que suporta todos os segmentos de negócios e padrões comerciais em todo o mundo. Entretanto, a Companhia não é capaz de atenuar completamente todos os riscos de fraude. Possíveis violações de leis anticorrupção

foram identificadas ocasionalmente como parte de processos de *compliance* e controle interno da BRF. Além disso, a Companhia foi notificada recentemente de alegações envolvendo possível má conduta de alguns de seus empregados no âmbito da “Operação Carne Fraca”.

Em sequência, a análise da associação entre o nível de *disclosure* da subcategoria riscos estratégicos, a reputação corporativa e o setor das companhias revelou que as empresas sem reputação do setor Saúde, apresentam Baixo nível de *disclosure* de riscos estratégicos, enquanto as companhias com reputação, dos setores Bens industriais, Financeiro e Consumo não cíclico, apresentam nível Muito Alto de divulgação de riscos estratégicos. Assim, depreende-se que as empresas sem reputação corporativa analisadas, tendem a não realizar divulgações sobre seus riscos estratégicos e as que ainda a realizam o fazem com poucos detalhes.

Em síntese, constatou-se, a partir da ACM e testes de qui-quadrado, que não há associação evidente entre as empresas com reputação corporativa, o nível geral de *disclosure* de riscos não financeiros e o setor das empresas. Todavia, as associações entre o nível de *disclosure* de riscos não financeiros das subcategorias de riscos de integridade e riscos estratégicos, o setor e a existência de reputação corporativa mostraram-se significativas.

4.3 *Disclosure* de riscos: comparação entre empresas com reputação e sem reputação

Para alcançar o terceiro objetivo específico de examinar comparativamente o *disclosure* de riscos não financeiros entre empresas classificadas com e sem reputação corporativa, foi realizado o teste T, cujos resultados obtidos estão evidenciados na Tabela 2.

Tabela 2. Comportamento do *disclosure* de riscos não financeiros (geral e por subcategoria) em empresas classificadas com e sem reputação corporativa

Variáveis	Grupos	N	Média	Desvio Padrão	Sig	T
<i>Disclosure</i> de riscos não financeiros (geral)	Com reputação	125	39,22	10,939	0,001(*)	3,406
	Sem reputação	220	35,25	9,367		
<i>Disclosure</i> de riscos operacionais	Com reputação	125	9,59	5,182	0,291	1,06
	Sem reputação	220	9,03	3,768		
<i>Disclosure</i> de riscos de dano	Com reputação	125	5,15	1,04	0,305	-
	Sem reputação	220	5,27	1,055		
<i>Disclosure</i> de riscos de integridade	Com reputação	125	3,28	2,51	0,073(***)	1,801
	Sem reputação	220	2,8	2,2		
<i>Disclosure</i> de riscos estratégicos	Com reputação	125	21,19	5,638	0,000(*)	4,574
	Sem reputação	220	18,19	5,993*		

Nota: (*): significante a 0,001; (**): significante a 0,05; (***) significante a 0,10.

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados do teste T independente mostraram que as variáveis *disclosure* de riscos não financeiros (geral), *disclosure* de riscos operacionais, *disclosure* de riscos de integridade e *disclosure* de riscos estratégicos apresentam comportamento diferente quando comparadas as empresas com e sem reputação corporativa. Especificamente, pode-se aferir estatisticamente que: (i) as empresas com reputação apresentam nível geral de *disclosure* de riscos não financeiros superior ao das empresas sem reputação ($t(345)=3,406$; $p<0,05$); (ii) as empresas com reputação apresentam *disclosure* da subcategoria riscos de integridade superior ao das empresas sem reputação corporativa ($t(345)= 1,801$; $p<0,10$); e (iii) as empresas com reputação apresentam *disclosure* da subcategoria de riscos estratégicos superior ao das empresas sem reputação corporativa ($t(345)= 1,867$; $p<0,01$).

Desse modo, os resultados apresentados na Tabela 2 indicam que as empresas classificadas com reputação apresentam melhor nível geral de *disclosure* de riscos não financeiros em relação às empresas classificadas como sem reputação, fato que está alinhado aos pressupostos da teoria da legitimidade. Tal achado também é confirmado para o *disclosure* de informações sobre riscos de integridade e riscos estratégicos. Estes resultados podem ser entendidos a partir das recomendações de Fobrum (2001) de que ter reputação corporativa afeta as ações da empresa. De modo complementar, Delgado-García, Quevedo-Puente e Díez-

Esteban (2013) e Oliveira, Rodrigues e Craig (2011) apontaram que empresas que possuem maior visibilidade apresentam maior divulgação sobre riscos.

5 CONCLUSÃO

Considerando o ambiente empresarial competitivo e a necessidade de apresentar diferenciais aos seus *stakeholders*, as empresas utilizam-se de atributos como a reputação corporativa. A reputação é considerada uma vantagem competitiva e sob o prisma da transparência, utiliza da divulgação de informações para legitimar-se socialmente. No contexto de 118 empresas listadas no *ranking* das “100 maiores de capital aberto” da revista Exame, de 2017 a 2019, esta pesquisa propôs analisar a possível associação entre o *disclosure* de riscos não financeiros e a reputação corporativa, levando em conta, para maior profundidade da análise proposta, as subcategorias de riscos operacionais, de dano, de integridade e estratégicos.

Para isso, recorreu-se a uma análise cuidadosa da literatura referente aos dois constructos, nos âmbitos nacional e internacional, destacando-se os poucos estudos nacionais sobre *disclosure* de riscos, em especial investigando a relação com a reputação corporativa. Ademais, a pesquisa foi apoiada na teoria da legitimidade tendo em vista que o relato de riscos e a reputação podem ser utilizados como uma forma de legitimar-se.

Os resultados da análise dos nós da Árvore de Regressão (CRT) indicaram que os fatores de riscos da subcategoria de riscos de integridade apresentaram maior importância, sendo apontados como determinantes do *disclosure* de riscos não financeiros.

A partir da Análise de Correspondência Múltipla (ACM), por meio de mapas perceptuais, foram identificadas as associações entre o nível de *disclosure* de riscos (geral e por subcategorias), a reputação corporativa e o setor de atuação das empresas. A partir das proximidades evidenciadas, de forma pontual, identificou-se associação entre: a) *disclosure* de riscos não financeiros Baixo e Muito Baixo e empresas sem reputação dos setores Utilidade pública e Consumo cíclico; b) *disclosure* de riscos de integridade e riscos estratégicos, ambos com nível de divulgação Muito Alto, e empresas com reputação dos setores Bens industriais, Consumo não cíclico e Financeiro; c) empresas com reputação, atuantes nos setores Bens industriais, Consumo não cíclico e Financeiro, e um nível Muito Baixo de divulgação de riscos de dano.

Ademais, os resultados do teste T para amostras independentes revelou as diferenças no *disclosure* de riscos não financeiros (geral e por subcategorias) entre as empresas com e sem reputação corporativa. Desse modo, a partir da aplicação dos testes de diferença entre médias, confirmou-se que, em linhas gerais, as empresas com reputação apresentam *disclosure* de riscos não financeiros superior às demais, comportamento confirmado em relação as subcategorias de riscos de integridade e de riscos estratégicos.

Em suma, os resultados evidenciaram que empresas com reputação apresentaram mais informações sobre os riscos não financeiros de forma geral em seus relatórios institucionais. Assim, a hipótese da pesquisa foi aceita.

Como contribuição da pesquisa, destaca-se o estudo da reputação corporativa como uma variável que pode estar relacionada ao *disclosure* de riscos não financeiros, sendo um indicativo de atenção para os investidores e mercado acionário em geral. Salienta-se que a divulgação de riscos não financeiros nas empresas foi explorada na pesquisa tanto de forma geral quanto a partir de quatro subcategorias, o que permitiu maior nível de detalhamento acerca desses constructos. Para o meio acadêmico, destaca-se ainda a investigação dessa relação em empresas de capital aberto de um país emergente e com poucos estudos empíricos sobre a temática.

No entanto, apesar do cuidado na proposição da hipótese e do delineamento metodológico utilizado, a pesquisa apresentou limitações. A primeira se refere a população utilizada, a qual foi escolhida de forma intencional, o que impede a generalização dos resultados encontrados. A segunda se refere a dificuldade em utilizar uma métrica para capturar a

reputação corporativa e a qualidade do *disclosure* de riscos, uma vez que não há um consenso na literatura. Especificamente em relação à reputação corporativa, sua avaliação poderia ser construída, olhando-se vários aspectos que interferem na reputação.

Diante disso, sugere-se que pesquisas futuras explorem outras métricas para reputação corporativa, como a partir de análise qualitativa, aplicando também a um grupo maior de empresas. Ainda, sugere-se a investigação dos dois constructos em questão de modo *cross country*, bem como a utilização de análise com dados em painel e a perspectiva da causalidade, tendo em vista a relação sinalizada na presente pesquisa entre eles.

REFERÊNCIAS

- ABRAHAM, S.; SHRIVES, P. J. Improving the relevance of risk factor disclosure in corporate annual reports. **The British Accounting Review**, v. 46, p. 91-107, 2014.
- ALDAZ, M.; ALVAREZ, I.; CALVO, J. A. Non-financial reports, anti-corruption performance and corporate reputation. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 17, n. 58, p. 1321-1340, 2015.
- AL-HADI, A.; TAYLOR, G.; AL-YAHYAEE, K. H. Ruling family political connections and risk reporting: evidence from the GCC. **The International Journal of Accounting**, v. 51, n. 4, p. 504-524, 2016.
- 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.
- ALVES, C. A. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. Análise do nível de divulgação do risco operacional segundo recomendações do Comitê da Basileia: Estudo em bancos do país e do exterior. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 10, n. 2, p. 58-86, 2009.
- ALVES, M. T. V. D.; GRAÇA, M. L. Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI20. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 3, p. 163-184, 2013.
- AMEZAGA-ALONSO, M. T. et al. Present and future of risk disclosure in Spanish non-financial listed companies. **Revista de Contabilidad-Spanish Accounting Review**, v. 23, n. 1, p. 18-49, 2020.
- ATES, S. Membership of sustainability index in an emerging market: Implications for sustainability. **Journal of Cleaner Production**, v. 250, p. 119465, 2020.
- BAKSHSH, A.; AKHTAR, M. H.; AKHTAR, A. Impact of corporate reputation on firm risk: an analysis of Pakistan stock exchange listed and PACRA rated firms. **Review of Economics and Development Studies**, v. 5, n. 2, p. 365-372, 2019.
- BARAIBAR-DIEZ, E.; SOTORRÍO, L. L. The mediating effect of transparency in the relationship between corporate social responsibility and corporate reputation. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 20, n. 1, p. 5-21, 2018.
- BARAKAT, A.; HUSSAINEY, K. Bank governance, regulation, supervision, and risk reporting: Evidence from operational risk disclosures in European banks. **International Review of Financial Analysis**, v. 30, p. 254-273, 2013.
- BARNETT, M. L.; JERMIER, J. M.; LAFFERTY, B. A. Corporate reputation: The definitional landscape. **Corporate Reputation Review**, v. 9, n. 1, p. 26-38, 2006.
- BEUREN, I. M.; GUBIANI, C. A.; SOARES, M. Estratégias de legitimidade de Suchman evidenciadas nos relatórios da administração de empresas públicas do setor elétrico. **Revista de Administração Pública**, v. 47, n. 4, p. 849-875, 2013.
- BRAMMER, S.; MILLINGTON, A. Corporate reputation and philanthropy: An empirical analysis. **Journal of Business Ethics**, v. 61, n. 1, p. 29-44, 2005.
- BRAVO, F. Are risk disclosures an effective tool to increase firm value?. **Managerial and Decision Economics**, v. 38, n. 8, p. 1116-1124, 2017.

CARDOSO, V. I. C.; DE LUCA, M. M. M.; GALLON, A. V. Reputação corporativa e o disclosure socioambiental de empresas brasileiras. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 17, n. 2, 2014.

CHUN, R. Corporate reputation: Meaning and measurement. **International Journal of Management Reviews**, v. 7, n. 2, p. 91-109, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 480, de 07/12/2009**. Rio de Janeiro, 2009. Disponível em: www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc. Acesso em: 09 dez. 2019.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1) – Instrumentos financeiros: evidenciação**. Jun. 2012. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/DocumentosEmitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=7>. Acesso em: 01 dez. 2019.

CONCEIÇÃO, S. H. et al. Fatores determinantes no disclosure em responsabilidade social corporativa (RSC): um estudo qualitativo e quantitativo com empresas listadas na Bovespa. **Gestão e Produção**, v. 18, n. 3, p. 461-472, 2011.

COSTA, B. M. N.; LEAL, P. H.; PONTE, V. M. R. Determinantes da divulgação de informações de risco de mercado por empresas não financeiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, v. 16, n. 2, p. 729-756, 2017.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F. The ultimate controlling owner and corporate governance in Brazil. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 19, n. 1, p. 120-140, 2019.

CRUZ, C. V. O. A.; LIMA, G. A. S. F. Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 1, p. 85-101, 2010.

CUNHA, P. R.; SILVA, J. O.; FERNANDES, F. C. Riscos empresariais divulgados nas ofertas públicas de ações no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 13, n. 41, p. 454-471, 2011.

DE LUCA, M. M. M. et al. Reputação corporativa e a criação de riqueza nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista de Ciências da Administração**, v. 17, n. 42, p. 51-63, 2015.

DELGADO-GARCÍA, J. B.; QUEVEDO-PUENTE, E.; DÍEZ-ESTEBAN, J. M. The impact of corporate reputation on firm risk: a panel data analysis of Spanish quoted firms. **British Journal of Management**, v. 24, n. 1, p. 1-20, 2013.

DIAS FILHO, J. M. A pesquisa qualitativa sob a perspectiva da teoria da legitimidade: uma alternativa para explicar e prever políticas de evidenciação contábil. **Interface**, v. 9, n. 1, 2013.

DOWLING, G. R. Perceived risk: the concept and its measurement. **Psychology & Marketing**, v. 3, n. 3, p. 193-210, 1986.

ECKERT, C. Corporate reputation and reputation risk: definition and measurement from a (risk) management perspective. **The Journal of Risk Finance**, v. 18, n. 1, p. 1-21, 2017.

ELAMER, A. A.; NTIM, C. G.; ABDU, H. A. Islamic governance, national governance, and bank risk management and disclosure in MENA Countries. **Business & Society**, p. 1-42, 2017.

ELSHANDIDY, T.; FRASER, I.; HUSSAINEY, K. Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies. **International Review of Financial Analysis**, v. 30, p. 320-333, 2013.

ELSHANDIDY, T.; FRASER, I.; HUSSAINEY, K. What drives mandatory and voluntary risk reporting variations across Germany, UK and US?. **The British Accounting Review**, v. 47, n. 4, p. 376-394, 2015.

ELSHANDIDY, T. et al. Risk reporting: A review of the literature and implications for future research. **Journal of Accounting Literature**, v. 40, p. 54-82, 2018.

ELZAHAR, H.; HUSSAINEY, K. Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. **The Journal of Risk Finance**, v. 13, n. 2, p. 133-147, 2012.

FARIAS, I. F. et al. Internacionalização e reputação corporativa: uma análise das maiores empresas brasileiras de capital aberto. In: VII CONGRESSO NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE - AdCont. **Anais...** 2016.

FILZEN, J. J. The information content of risk factor disclosures in quarterly reports. **Accounting Horizons**, v. 29, n. 4, p. 887-916, 2015.

FOMBRUN, C. J. Reputations: Measurable, valuable, and manageable. **American Banker**, v. 166, n. 101, p. 14-18, 2001.

FOMBRUN, C. J.; SHANLEY, M. What's in a name? Reputation building and corporate strategy. **Academy of Management Journal**, v. 33, n. 2, p. 233-258, 1990.

FREITAS, A. R. P. et al. Indicadores ambientais: um estudo comparativo entre empresas brasileiras e espanholas. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 7, n. 1, p. 34-51, 2013.

GUNAWAN, J.; ELSA, C. Risk disclosures in the most admired company's reputation. **Media Riset Akuntansi, Auditing & Informasi**, v. 20, n. 2, p. 247-262, 2020.

HASSAN, M. K. UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure. **Managerial Auditing Journal**, v. 24, n. 7, p. 668-687, 2009.

KIM, H.; YASUDA, Y. Business risk disclosure and firm risk: Evidence from Japan. **Research in International Business and Finance**, v. 45, p. 413-426, 2018.

KLANN, R. C.; KREUZBERG, F.; BECK, F. Fatores de risco evidenciados pelas maiores empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade**, v. 3, n. 3, p. 78-89, 2014.

LEOPIZZI, R. et al. Nonfinancial risk disclosure: The "state of the art" of Italian companies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 27, n. 1, p. 358-368, 2020.

LI, Y.; HE, J.; XIAO, M. Risk disclosure in annual reports and corporate investment efficiency. **International Review of Economics & Finance**, v. 63, p. 138-151, 2019.

LIEGES, C. S.; ZANCHET, A.; GOMES, M. Divulgação das informações ambientais pelas cooperativas agropecuárias: uma análise a partir da teoria da legitimidade. **Informe GEPEC**, v. 22, n. 1, p. 63, 2018.

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

LOPES, A. C. et al. Disclosure socioambiental, reputação corporativa e criação de valor nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, v. 9, n. 1, p. 364-382, 2017.

LOUHICHI, W.; ZREIK, O. Corporate risk reporting: a study of the impact of risk disclosure on firms' reputation. **Economics Bulletin**, v. 35, p. 2395-2408, 2015.

MAKARIUS, E. E.; STEVENS, C. E.; TENHIÄLÄ, A. Tether or stepping-stone? The relationship between perceived external reputation and collective voluntary turnover rates. **Organization Studies**, v. 38, n. 12, p. 1665-1686, 2017.

MICHELON, G. Sustainability disclosure and reputation: a comparative study. Università Degli Studi di Padova. **Marco Fanno working paper**. Sep./2007.

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

MOUMEN, N.; OTHMAN, H. B.; 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.

NEIFAR, S.; JARBOUI, A. Corporate governance and operational risk voluntary disclosure: Evidence from Islamic banks. **Research in International Business and Finance**, v. 46, p. 43-54, 2018.

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, J.; RODRIGUES, L. L.; CRAIG, R. Risk-related disclosures by non-finance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics. **Managerial Auditing Journal**, v. 26, n. 9, p. 817-839, 2011.

PEDRO, S.; FERREIRA, P. L.; MENDES, J. Aplicação de métodos estatísticos na avaliação da satisfação dos utentes com o internamento hospitalar. **Tourism & Management Studies**, n. 6, p. 175-189, 2010.

POLINSKY, A. M.; SHAVELL, S. Mandatory versus voluntary disclosure of product risks. **The Journal of Law, Economics, & Organization**, v. 28, n. 2, p. 360-379, 2012.

PONZI, L. J.; FOMBRUN, C. J.; GARDBERG, N. A. RepTrak™ pulse: Conceptualizing and validating a short-form measure of corporate reputation. **Corporate Reputation Review**, v. 14, n. 1, p. 15-35, 2011.

ROBINSON, M; KLEFFNER, A.; BERTELS, S. Signaling sustainability leadership: Empirical evidence of the value of DJSI membership. **Journal of Business Ethics**, v. 101, n. 3, p. 493-505, 2011.

ROVER, S.; BORBA, J. A.; MURCIA, F.D.-R. Características do disclosure ambiental de empresas brasileiras potencialmente poluidoras: Análise das demonstrações financeiras e dos relatórios de sustentabilidade do período de 2005 a 2007. **Contextus Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 7, n. 1, p. 23-36, 2009.

SANTOS, J. G. C.; COELHO, A. C. Value-relevance do disclosure: fatores de gestão de riscos em firmas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 29, n. 78, p. 390-404, 2018.

SILVA, M. Z.; GRANEMANN, C. M.; FISCHER, D. Evidenciação de riscos e a relação com a governança corporativa em concessionárias de rodovias brasileiras. **Brazilian Journal of Development**, v. 4, n. 4, p. 1359-1378, 2018.

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

SRIVASTAVA, R. K. et al. The value of corporate reputation: Evidence from the equity markets. **Corporate Reputation Review**, v. 1, n. 1, p. 61-68, 1997.

STARKS, L. T. EFA keynote speech: "Corporate governance and corporate social responsibility: What do investors care about? What should investors care about?". **Financial Review**, v. 44, n. 4, p. 461-468, 2009.

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

WALKER, K. A systematic review of the corporate reputation literature: Definition, measurement, and theory. **Corporate Reputation Review**, v. 12, n. 4, p. 357-387, 2010.

WATSON, A.; SHRIVES, P.; MARSTON, C. Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. **The British Accounting Review**, v. 34, n. 4, p. 289-313, 2002.