

REPUTAÇÃO CORPORATIVA E DISCLOSURE DE RISCOS NÃO FINANCEIROS NAS MAIORES COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL

BEATRIZ ALVES DOS SANTOS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

ANNA BEATRIZ GRANGEIRO RIBEIRO MAIA
UNIVERSIDADE DE FORTALEZA (UNIFOR)

ALESSANDRA CARVALHO DE VASCONCELOS
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

MÁRCIA MARTINS MENDES DE LUCA
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)

Agradecimento à órgão de fomento:
Agradeço o apoio do CNPq, que financiou as pesquisas nas quais o texto se baseia.

REPUTAÇÃO CORPORATIVA E *DISCLOSURE* DE RISCOS NÃO FINANCEIROS NAS MAIORES COMPANHIAS ABERTAS DO BRASIL

1 INTRODUÇÃO

A alta competitividade dos negócios tem provocado mudanças nas demandas de investidores e outros interessados (GUNAWAN; ELSA, 2020). Logo, o ambiente empresarial exige que, além de objetivos financeiros, as empresas atentem para outros fatores determinantes ao desenvolvimento de seus interesses (DE LUCA et al., 2015), como a reputação corporativa, que permite o alcance de vantagens competitivas (GUNAWAN; ELSA, 2020).

No contexto da reputação corporativa, a teoria da legitimidade preconiza que as companhias buscam aceitação social ou alcançar uma imagem positiva no que tange a execução de suas operações (SEHN; ZANCHET; GOMES, 2018). Essa aceitação pode ser refletida como reputação corporativa que, segundo Aldaz, Alvarez e Calvo (2015), é o somatório das diversas percepções que as partes interessadas têm sobre a companhia.

Apesar de não existir um consenso acerca da forma de medir a reputação corporativa (PONZI; FOMBRUN; GARDBERG, 2011), a literatura aponta alguns indicadores. Os índices de sustentabilidade, por exemplo, permitem identificar a relação entre as questões sociais e ambientais e a estratégia das empresas (WAJNBERG; LEMME, 2009) e indicam que a participação da companhia em um desses índices é importante para a imagem junto aos investidores em mercados emergentes (ATES, 2020), considerando o ambiente de crises e escândalos financeiros, aumento do ambiente de negócios, dos mercados e da abertura de capital (COSTA; LEAL; PONTE, 2017).

Neste sentido, Robinson, Kleffner e Bertels (2011) afirmam que a reputação criada pelo compromisso com a sustentabilidade é um recurso intangível que impacta nos fluxos de caixa das organizações, seja no aumento, seja na redução da sua variabilidade. Ressalta-se também a fragilidade da reputação corporativa, uma vez que grandes empresas podem ser totalmente prejudicadas quando a sua reputação for afetada por má conduta, como aconteceu com a empresa Enron.

Ademais, companhias de maior visibilidade são mais atraentes às diversas partes interessadas (O'SULLIVAN; O'DWYER, 2009) e a sua reputação mais vulnerável, com efeitos, dentre outros aspectos, nos riscos das empresas, que vão desde regulamentações e litígios até produtos e riscos físicos (STARKS, 2009). Oliveira, Rodrigues e Craig (2011) apontam a alta visibilidade pública como influenciadora de divulgações de risco pelas organizações, ajudando, inclusive, na melhoria de possíveis danos à reputação da empresa. Assim, além da divulgação de informações gerais, as empresas apontam em seus relatórios anuais informações financeiras e não financeiras de relatos de risco (GUNAWAN; ELSA, 2020).

É importante destacar que risco é algo não programado, que pode ocorrer durante o desenvolvimento das operações empresariais, que não dá para ser controlado e impacta a empresa de forma adversa, com danos e perdas, por exemplo (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2013). Especificamente, os riscos não financeiros, foco deste estudo, se referem a situações e circunstâncias não financeiras, que acontecem ou podem acontecer nas empresas, sejam elas internas ou não (AMARAL; LEMOS, 2015).

Grecco et al. (2013) apontam que, com o objetivo de obter apoio e recursos dos *stakeholders*, as companhias podem vir a apresentar alguns comportamentos de divulgação, tendo como base as expectativas e normas sociais. Desse modo, com base na teoria da legitimidade, considera-se que a divulgação de informações claras e objetivas nos relatórios anuais é parte do contrato social das empresas, sendo o *disclosure* de riscos parte desse contrato (LOUHICHI; ZREIK, 2015).

2 PROBLEMA DE PESQUISA E OBJETIVO

Considerando a contextualização disposta, bem como as evidências da literatura de que companhias de maior visibilidade apresentam maior divulgação (CARDOSO; DE LUCA; GALLON, 2014; CRUZ; LIMA, 2010; LOPES et al., 2017), inclusive no tocante a riscos (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; DÍEZ-ESTEBAN, 2013), esta pesquisa procura responder à seguinte questão: **Qual a relação entre a reputação corporativa e o *disclosure* de riscos não financeiros nas empresas brasileiras?**

Sob este prisma e à luz da teoria da legitimidade, a pesquisa tem por objetivo geral analisar a relação entre reputação corporativa e o *disclosure* de riscos não financeiros nas maiores companhias abertas do Brasil.

A análise entre reputação corporativa e o *disclosure* de riscos 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 (BAKSHSH; AKHTAR; AKHTAR, 2019). Nesta perspectiva, este estudo se diferencia ao analisar a qualidade da divulgação de riscos não financeiros, em geral e de suas subcategorias, e conjecturar uma relação com a reputação corporativa das empresas.

A presente pesquisa se reveste de relevância social por considerar um campo empírico com grandes empresas atuantes no Brasil, que poderá auxiliar na compreensão dos interesses das entidades ao realizar suas divulgações, bem como, na perspectiva gerencial, na previsão de comportamentos e melhores tomadas de decisão. O estudo foi realizado nas maiores companhias abertas do Brasil, um país emergente e com contexto de mercado caracterizado por incertezas políticas e econômicas (SANTOS; COELHO, 2018), cuja linha de pesquisa sobre *disclosure* de riscos ainda é incipiente e pontual (ALMENDRA et al., 2018; SILVA; GRANEMANN; FISCHER, 2018).

3 REFERENCIAL TEÓRICO

O conceito de reputação corporativa é dinâmico e varia de acordo com a área de estudo, perspectiva econômica, financeira e demais lentes de quem está analisando (CRUZ; LIMA, 2010). Na perspectiva organizacional, por exemplo, objeto deste estudo, a reputação está centrada na relação entre os *stakeholders* e os gestores das empresas, de forma que as estratégias são voltadas para a sua melhoria e a consolidação da empresa como detentora de boa reputação (FOMBRUN; VAN RIEL, 1997).

Frombun e Shanley (1990), pioneiros no debate científico sobre reputação corporativa, avaliaram que, devido a competitividade do mercado, as empresas lutam por sua continuidade e que a reputação corporativa pode auxiliar nisso. Os autores apontam a reputação como a percepção que os diversos *stakeholders* formam da entidade, a partir de experiências e informações que obtêm.

As pesquisas acerca da reputação corporativa e o seu conceito têm focado em três tipos de abordagem: como *ativo*, em que a reputação é considerada ativo intangível e estratégico das companhias (DELGADO-GARCIA; QUEVEDO-PUENTE; DÍEZ-ESTEBAN, 2013); como *avaliação*, em que é oriunda da avaliação moral realizada pelas partes interessadas; e como *percepção*, em que se origina da percepção das partes interessadas, em especial dos seus clientes (BARNETT; JERMIER; LAFFERTY, 2006). O presente estudo enquadra-se na linha dos que consideram a reputação corporativa sob a abordagem de um ativo.

Na literatura, constata-se que a reputação corporativa facilita a relação entre os *stakeholders* e as organizações (MAKARIUS; STEVENS; TENHIÄLÄ, 2017) e, portanto, está associada a diversas vantagens estratégicas, bem como benefícios competitivos sustentáveis (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; DÍEZ-ESTEBAN, 2013).

Cruz e Lima (2010) analisaram se a reputação corporativa é um dos direcionadores do nível de *disclosure* voluntário das empresas de capital aberto no Brasil, a partir de uma

amostra de 23 empresas, no período de 2000 a 2004. Os resultados indicaram que a reputação corporativa é associada positivamente com a quantidade de *disclosure* voluntário, sendo, portanto, um dos direcionadores, uma vez que se conjectura que as empresas de forte reputação no Brasil apresentam mais informações voluntárias aos seus *stakeholders*.

Nessa linha, Sethuraman (2019) identificou que as empresas dos Estados Unidos que possuem classificações de crédito corporativo disponibilizam maior quantidade de *disclosure* voluntário quando há uma perda de reputação. De forma complementar, Oliveira e Cintra (2019), em seu estudo de caso sobre a empresa Samarco, encontraram que a reputação de uma empresa, quando afetada negativamente, reflete no *disclosure* como forma de legitimar a empresa.

Sob o enfoque do *disclosure* de riscos, Bravo (2017), pesquisando companhias listadas no Standard & Poor's 500 Index do ano de 2009, apontou a reputação corporativa como parte da relação entre divulgação de informações sobre riscos e o valor das empresas. Segundo Aldaz, Alvarez e Calvo (2015), a divulgação de informações pode ajudar na legitimação das empresas que apresentam pior desempenho.

Dessa forma, as companhias 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). Destaca-se, assim, o alinhamento entre o tema reputação corporativa e a teoria da legitimidade, que se desenvolve a partir de comportamentos e ações das empresas, realizados com o intuito de serem aceitas perante a sociedade (LOPES et al., 2017).

Elshandidy e Neri (2015) afirmam que, de modo geral, o *disclosure* pode possuir caráter proativo, com divulgação voluntária, ou caráter reativo, com divulgação compulsória, especialmente para informações sobre riscos, as quais são provenientes de uma regulamentação que estabelece critérios mínimos para a publicação. Como um dos fatores que podem explicar a adoção por um desses tipos de informações, Elshandidy, Fraser e Hussainey (2015) identificaram que empresas que estão mais expostas aos riscos tendem a divulgar maior quantidade de informações sobre risco, tanto voluntária, quanto obrigatória.

Madrigal, Guzmán e Guzmán (2015) apontam que o *disclosure* de riscos pode ser entendido como uma forma de a empresa responder as pressões por evidenciação, caracterizando-se como parte das práticas de governança corporativa, uma vez que proporciona o aumento da proteção dos interesses dos *stakeholders*.

Cabe destacar que este estudo analisa a categoria dos riscos não financeiros, em virtude da pouca investigação acadêmica dessas informações (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, foram consideradas as categorias não financeiras propostas nos estudos de Linsley e Shrivies (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013), subdividida em quatro subcategorias: riscos operacionais, de dano, de integridade e estratégicos (Quadro 1).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em sua Instrução Normativa CVM N° 480/09, estabeleceu o Formulário de Referência, e o Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1), de 01 de junho de 2012, reforçou a obrigatoriedade da divulgação de riscos. Todavia, as empresas brasileiras de capital aberto possuem discricionariedade para a divulgação de informações sobre riscos e seus fatores, uma vez que, apesar da existência de seção específica para a divulgação dos fatores de risco, item 4 do Formulário de Referência, as companhias podem escolher o que e como realizar essa divulgação.

Oliveira, Rodrigues e Craig (2011), em pesquisa realizada com empresas portuguesas, argumentam que, de acordo com a teoria da legitimidade, as companhias de maior visibilidade divulgam mais informações sobre risco, aumentando a transparência segundo as expectativas de seus *stakeholders*. Hassan (2009), em um estudo com 23 companhias financeiras dos

Emirados Árabes, também identificou que as empresas usam o *disclosure* de riscos para legitimar-se socialmente.

Segundo Gunawan e Elsa (2020), o *disclosure* de riscos é uma importante ferramenta de comunicação entre a empresa e as partes interessadas, uma vez que permite conhecer o perfil de risco da empresa e alinhá-lo com o dos *stakeholders*. Assim, os autores afirmam que esse tipo de divulgação é considerado benéfico por reforçar a transparência empresarial. Aldaz, Alvarez e Calvo (2015) argumentam que a divulgação é um reflexo das ações reais da empresa e, por isso, a maior reputação faz com que os investidores aceitem maiores níveis de risco.

Kim e Yasuda (2018) destacam que a 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. Moumen, Othman e Hussainey (2015) destacam que, apesar do aumento do número de pesquisas, a divulgação de riscos ainda é uma área muito ambígua na evidência organizacional. Isto ocorre, porque, mesmo existindo regulamentação, empresas evitam a divulgação de informações sobre os riscos, no intuito de diminuir os aspectos desfavoráveis do negócio (ALMENDRA et al., 2018).

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. Em estudo realizado por Srivastava et al. (1997), investigando a relação entre reputação corporativa e risco sistemático, os autores constataram que o nível de reputação da organização influencia a aceitação de risco pelos investidores, ou seja, para empresas com maior reputação corporativa há maior número de investidores inclinado a aceitar riscos.

O estudo de Delgado-García, Quevedo-Puente e Díez- Esteban (2013), em companhias abertas espanholas, buscou analisar os efeitos da reputação corporativa no risco sistemático, não sistemático e total. Os resultados apontaram 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 (PSX), investigaram o impacto da reputação corporativa na exposição do risco, no período de 2007 a 2016. Como *proxy* de reputação, os autores utilizaram a classificação de crédito das empresas realizada pela Agência de Classificação de Crédito do Paquistão (PACRA). Os resultados mostraram relação negativa entre a reputação corporativa e o risco total e sistemático da empresa, enquanto não foi encontrada significância com o risco não sistemático.

Ademais, Bravo (2017) aponta que a reputação tem efeito em relação ao *disclosure* de risco. Assim, sob ótica semelhante a desta pesquisa, estudos mostram que companhias de maior visibilidade apresentam mais divulgações (ALDAZ; ALVAREZ; CALVO, 2015; CARDOSO; DE LUCA; GALLON, 2014), inclusive sobre riscos (DELGADO-GARCÍA; QUEVEDO-PUENTE; DÍEZ-ESTEBAN, 2013; OLIVEIRA; RODRIGUES; CRAIG, 2011), e, embora a literatura apresente alguns estudos sobre as temáticas reputação corporativa e *disclosure* de riscos, tanto no contexto internacional quanto nacional, pode-se afirmar que a relação entre elas ainda foi pouco explorada.

Destarte, neste estudo, sugere-se a existência de uma relação entre esses dois construtos, visto que a reputação corporativa pode ser determinante para a divulgação de informações nos relatórios institucionais das empresas. Assim, fundamentado na teoria da legitimidade e nos estudos empíricos prévios, foi formulada a hipótese geral da pesquisa:

H1: A existência de reputação corporativa influencia positivamente o *disclosure* de riscos não financeiros das empresas.

4 METODOLOGIA

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, últimas edições publicadas até a conclusão da coleta de dados. Das 119 empresas que participaram de pelo menos um dos *rankings* do período, apenas a CETIP S.A. foi excluída, pois não apresentou todos os Formulários de Referência do triênio em análise. Assim, o estudo envolveu uma pesquisa quantitativa, reunindo 118 empresas e 345 Formulários de Referência para os três anos analisados, totalizando 17.336 observações.

Para a reputação corporativa das empresas do estudo, foi analisada a presença dessas nas carteiras teóricas do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e/ou do Índice de Carbono Eficiente (ICO2) da B3 S.A. Brasil, Bolsa, Balcão, 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).

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).

A categoria de riscos não financeiros, analisada neste estudo, e sua subdivisão – riscos operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos –, com a descrição dos fatores de risco, estão apresentados no Quadro 1.

Quadro 1– Categoria, subcategorias e fatores de risco

Categoria: Risco Não Financeiro	
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 Shrives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim *et al.* (2013).

Esse *checklist* foi usado como base para a coleta e a análise documental das seções de riscos divulgadas pelas empresas (Formulário de Referência – Seção 4). A mensuração do nível de divulgação dos fatores de riscos das companhias ocorreu a partir da análise de cada fator, de acordo com uma escala de pontos proposta por Van Staden e Hooks (2007), conforme exposto no 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 tem uma pontuação máxima de 4 pontos, totalizando um nível geral 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.

Com base em estudos como o de Góis *et al.* (2017) e o de Pérez-Cornejo, Quevedo-Puente e Delgado-García (2019), foram utilizadas como variáveis de controle algumas características das empresas, especificamente tamanho, endividamento, rentabilidade, idade e setor, obtidas no banco de dados da Economática®, conforme apresentado no Quadro 3.

Quadro 3 – Variáveis de controle

Variável	Definição	Mensuração	Fundamentação
TAM	Tamanho da empresa	Logaritmo natural do total de ativos da empresa	Aldaz, Alvarez e Calvo (2015), Fombrun e Shanley (1990), Musteen, Datta e Kemmerer (2010), Odriozola e Baraibar-Diez (2017), Pérez-Cornejo, Quevedo-Puente e Delgado-García (2019)
ROA	Retorno sobre o ativo	Logaritmo natural da razão entre Lucro Líquido e Ativo Total	Fombrun e Shanley (1990), Musteen, Datta e Kemmerer (2010), Pérez-Cornejo, Quevedo-Puente e Delgado-García (2019)
SET	Setor	Variável categórica, conforme classificação da B3	Amran, Bin e Hassan (2008), Pérez-Cornejo, Quevedo-Puente e Delgado-García (2019)
END	Endividamento	Logaritmo natural da razão entre Passivo Total e Ativo Total	Aldaz, Alvarez e Calvo (2015), Bandeira <i>et al.</i> (2015), Brammer, Millington e Pavelin (2009), De Luca <i>et al.</i> (2015)
IDA	Idade	Logaritmo natural da diferença entre o ano de constituição e o	Bandeira <i>et al.</i> (2015), Musteen, Datta e Kemmerer (2010), Pérez-Cornejo,

		ano de referência do respectivo relatório financeiro	Quevedo-Puente e Delgado-García (2019)
--	--	--	--

Fonte: Elaborado pelos autores.

Após a coleta dos dados e atendidos os pressupostos técnicos, procedeu-se à análise de correlação e regressão múltipla com erros robustos, com base na Equação 1.

$$DR_{i,t} = \beta_1 REP_{i,t} + \beta_2 TAM_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 SET_{i,t} + \beta_5 END_{i,t} + \beta_6 IDA_{i,t} + u_{i,t} \quad (\text{Equação 1})$$

As especificações das *proxies* apresentadas na Equação 1 são assim descritas: *i*, empresa; *t*, ano; β , constante, REP, reputação corporativa; DR, nível de *disclosure* de riscos não financeiros; TAM, tamanho da empresa; ROA, rentabilidade; SET, setor de atuação; END, endividamento; IDA, idade; e, *u* é o erro.

É importante destacar que, à luz da teoria da legitimidade, a proposição da hipótese se direciona à operacionalização técnica da relação entre reputação corporativa (REP) e a categoria do *disclosure* de riscos não financeiros (DR; Modelo 1), testada pela regressão linear múltipla. No entanto, para alcançar maior profundidade sobre o fenômeno estudado, adicionalmente, foram realizados outros testes e análises considerando também a relação entre reputação corporativa e cada uma das quatro subcategorias de riscos não financeiros adotadas na pesquisa, que são: riscos operacionais (DR_O; Modelo 2), de dano (DR_D; Modelo 3), de integridade (DR_I; Modelo 4) e riscos estratégicos (DR_E; Modelo 5).

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Para a apresentação dos resultados, foi realizada a análise descritiva dos dados e, por sua vez, as análises dos testes de correlação e de regressão linear múltipla.

A Tabela 1 apresenta a classificação das empresas analisadas quanto ao atributo reputação corporativa, considerando todas as empresas da amostra, pertencentes ao *ranking* “100 maiores de capital aberto”, em cada ano, bem como o consolidado no triênio (2016-2018) analisado.

Tabela 1 – Reputação corporativa das empresas no triênio 2016-2018

Classificação das empresas	2016		2017		2018		Total	
	N	%	N	%	N	%	N	%
Sem reputação corporativa	55	55,0	57	57,0	57	57,0	169	56,3
Com reputação corporativa	45	45,0	43	43,0	43	43,0	131	43,7
Total	100	100,0	100	100,0	100	100,0	300	100,0

Fonte: Dados da pesquisa.

Observa-se, na Tabela 1, que 2016 foi o ano com mais empresas classificadas “com reputação corporativa”, 45 empresas. Por outro lado, identificou-se que os anos de 2017 e 2018 apresentaram a mesma quantidade de empresas classificadas com e sem reputação, sendo, respectivamente, 43 e 57 companhias.

De forma geral, nota-se que a quantidade de empresas classificadas com e sem reputação apresenta pouca variação durante o período analisado. Isto pode estar relacionado ao fato de que as empresas pertencentes às carteiras ISE e ICO2 se referem a um grupo seletivo e “repetido” de organizações. Por exemplo, na presente pesquisa, as carteiras ISE foram compostas por 35, 34 e 30 empresas em 2016, 2017 e 2018, respectivamente.

O grupo de empresas classificado “com reputação corporativa” apresenta-se homogêneo, tendo em vista que nos três anos ocorreram poucas alterações quanto a sua composição. Dentre as mudanças identificadas, pode-se citar AES Tiête e Fibria que não participaram do *ranking* de 2019, e a Cia de Distribuição Elétrica do Ceará - Coelce e a Light que somente participaram do *ranking* de 2017. Ademais, em virtude de reestruturação societária, algumas empresas mudaram a sua razão social de um *ranking* para o outro, como a B3 S.A., que, no *ranking* de 2017, ainda estava listada como BM&FBovespa.

Em relação ao *disclosure* de riscos não financeiros, a Tabela 2 apresenta os resultados da análise descritiva, a partir da pontuação atingida pelas empresas no triênio 2016-2018 na

divulgação dos 31 fatores de riscos. Destaca-se que a pontuação relativa considerou a pontuação média em relação à pontuação máxima de cada subcategoria de fatores de risco (riscos operacionais: 44 pontos; riscos de dano: 8; riscos de integridade: 12; riscos estratégicos: 60), e do *disclosure* geral de riscos não financeiros, cuja pontuação máxima é 124 pontos.

Tabela 2 – Análise descritiva do *disclosure* de riscos não financeiros no triênio 2016-2018

Item	Ano	Pontuação Média	Pontuação Média Relativa (%)	Pontuação Mínima	Pontuação Máxima	Desvio Padrão
Disclosure de Riscos não financeiros	2016	35,24	28,4	12	66	9,913
	2017	36,17	29,2	12	66	9,969
	2018	38,71	31,2	12	70	10,228
Subcategoria Riscos operacionais	2016	8,49	19,3	1	24	4,212
	2017	8,96	20,4	1	24	4,243
	2018	10,25	23,3	3	25	4,391
Subcategoria Riscos de dano	2016	5,21	65,1	2	8	1,085
	2017	5,17	64,6	2	8	1,074
	2018	5,30	66,2	2	8	0,993
Subcategoria Riscos de integridade	2016	2,54	21,2	0	8	2,239
	2017	2,91	24,2	0	10	2,434
	2018	3,45	28,7	0	10	2,225
Subcategoria Riscos estratégicos	2016	18,99	31,6	4	34	6,167
	2017	19,13	31,9	4	38	6,110
	2018	19,70	32,8	2	36	5,852

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 2, identifica-se uma evolução no triênio (2016-2018) referente à pontuação média relativa do *disclosure* de riscos não financeiros das empresas analisadas (2016: 28,42%; 2017: 29,17%; 2018: 31,22%), entre os pontos possíveis de serem alcançados, considerando a pontuação máxima de 4 pontos em cada um dos fatores de risco estudados. Ademais, destacam-se com pontuação mínima (12 pontos) e máxima (70 pontos) no último período, as empresas Cia Distribuição de Gás do Rio de Janeiro - CEG e Cia Energética de Minas Gerais - CEMIG, respectivamente, considerando o total de 124 pontos possíveis de serem alcançados de *disclosure* de riscos não financeiros.

Os resultados divergem das pesquisas de Oliveira, Rodrigues e Craig (2011) que, em firmas portuguesas, a pontuação média de *disclosure* de risco geral foi de 44,22%; e de Passos et al. (2017), que apontaram um nível de *disclosure* médio de aproximadamente 64,57%, em estudo com companhias abertas brasileiras listadas na B3. Ademais, destaca-se que a variação da pontuação média obtida é maior quando analisado o ano de 2018 em relação a 2016, tanto para a categoria geral de riscos não financeiros quanto para as quatro subcategorias.

Considerando a análise por subcategorias de riscos não financeiros, foram obtidas as seguintes pontuações médias: riscos operacionais (2016: 8,49; 2017: 8,96; 2018: 10,25), riscos de dano (2016: 5,21; 2017: 5,17; 2018: 5,30), riscos de integridade (2016: 2,54; 2017: 2,91; 2018: 3,45) e riscos estratégicos (2016: 18,99; 2017: 19,13; 2018: 19,70). Esses resultados evidenciam a evolução na divulgação de riscos não financeiros de todas as subcategorias, principalmente quando considerado os anos de 2016 e 2018.

Para fins exemplificativos, aponta-se, entre os 31 fatores de riscos estudados, a subcategoria riscos operacionais, na qual se identificou que o fator com maior divulgação, considerando a pontuação máxima do triênio (1.416 pontos) – produto entre o total de pontos por fator de risco (4), o número de empresas (118) e o número de anos (3) –, foi o fator 1.1.8 - Riscos de danos sociais e ambientais (Quadro 1), com 576 pontos.

Ainda para fins de exemplificação, apresenta-se a divulgação exaustiva (pontuação máxima de 4 pontos) do *Fator 1.1.8* da empresa CTEEP, no Formulário de Referência de 2017, página 41:

Questões socioambientais podem impactar a operação da Companhia, o que pode causar efeito material adverso em sua situação financeira. Tais questões abrangem: incêndios florestais acidentais ou provocados por uso indevido do fogo; ocupações irregulares (de pessoas e estruturas) e descarte de resíduos nas áreas de sua responsabilidade (...) A Constituição da República Federativa do Brasil prevê três modalidades de responsabilização: civil, criminal e administrativa, que podem incidir independentemente e cumulativamente (...) O valor da multa administrativa pode variar entre o mínimo de R\$ 50,00 (cinquenta reais) e o máximo de R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais), sendo que a multa máxima é aplicada, geralmente, em casos que causam grande impacto ambiental ou risco à saúde humana.

A Tabela 3 apresenta o *ranking* das cinco empresas com maior pontuação de *disclosure* de riscos não financeiros, considerando a pontuação máxima (124 pontos) por ano.

Tabela 3 – *Ranking* das 5 empresas com maior *disclosure* de riscos não financeiros

2016				
Empresa	Setor	Reputação	Pontuação de <i>disclosure</i> de riscos	%
BRF	Consumo Não Cíclico	Sim	66	53,2
CEMIG	Utilidade Pública	Sim	59	47,6
Atacadão	Consumo Não Cíclico	Não	58	46,8
Braskem	Materiais Básicos	Sim	55	44,3
Azul	Bens Industriais	Não	54	43,5
2017				
Empresa	Setor	Reputação	Pontuação de <i>disclosure</i> de riscos	%
BRF	Consumo Não Cíclico	Sim	66	53,2
Cia Siderúrgica Nacional	Materiais Básicos	Não	62	50,0
CEMIG	Utilidade Pública	Sim	60	48,4
Light	Utilidade Pública	Sim	58	46,8
Braskem	Materiais Básicos	Sim	56	45,2
2018				
Empresa	Setor	Reputação	Pontuação de <i>disclosure</i> de riscos	%
CEMIG	Utilidade Pública	Sim	70	56,4
BRF	Consumo Não Cíclico	Sim	67	54,0
Cia Siderúrgica Nacional	Materiais Básicos	Não	62	50,0
Tim	Comunicações	Sim	59	47,6
Light	Utilidade Pública	Sim	58	46,8

Fonte: Dados da pesquisa.

De acordo com a Tabela 3, verifica-se que a pontuação das cinco empresas com maior nível de *disclosure* de riscos não financeiros varia, em 2016, de 54 a 66; em 2017, de 56 a 66; em 2018, de 58 a 70. Destaca-se a permanência de duas companhias com maior pontuação de *disclosure* de riscos não financeiros durante os anos do triênio analisado: BRF e CEMIG.

Além disso, evidencia-se a predominância de empresas com reputação corporativa entre as cinco que obtiveram maior pontuação de *disclosure* de risco nos três anos (2016, 2017 e 2018), identificando-se como exceções as empresas Atacadão e Azul, em 2016, Cia Siderúrgica Nacional, em 2017 e 2018.

Observa-se que as pontuações obtidas pelas empresas entre 2016 e 2018 são próximas, mas com aumento de pontos no ano de 2018. Contudo, esses valores ainda são baixos quando comparados com a pontuação máxima de 124 pontos possíveis de serem alcançados, uma vez que o percentual máximo de *disclosure* de risco foi de 56,45%, realizado no ano de 2018 pela empresa CEMIG, do setor Utilidade pública, e classificada na pesquisa como detentora de reputação corporativa. Esses resultados apontam que, mesmo as empresas com maior pontuação e, conseqüentemente, maior qualidade de divulgação dos riscos, ainda não atendem de forma completa às recomendações da Instrução Normativa CVM n. 480/2009.

A Tabela 4 apresenta o *ranking* das cinco empresas com menor pontuação de *disclosure* de riscos não financeiros, considerando a pontuação máxima (124 pontos por ano).
Tabela 4 – *Ranking* das 5 empresas com menor *disclosure* de riscos não financeiros

2016				
Empresa	Setor	Reputação	Pontuação de <i>disclosure</i> de riscos	%
CEG	Utilidade pública	Não	12	9,7
Dimed	Saúde	Não	13	10,5
Cielo	Financeiro	Sim	16	12,9
Odontoprev	Saúde	Não	17	13,7
Energisa Mato Grosso	Utilidade pública	Não	19	15,3
2017				
Empresa	Setor	Reputação	Pontuação de <i>disclosure</i> de riscos	%
CEG	Utilidade pública	Não	12	9,7
Dimed	Saúde	Não	13	10,5
Cielo	Financeiro	Sim	16	12,9
Odontoprev	Saúde	Não	18	14,5
Iguatemi	Financeiro	Não	21	16,9
2018				
Empresa	Setor	Reputação	Pontuação de <i>disclosure</i> de riscos	%
Bradespar	Bens industriais	Sim	12	9,7
CEG	Utilidade pública	Não	12	9,7
Dimed	Saúde	Não	13	10,5
Iguatemi	Financeiro	Não	21	16,9
CPFL Renováveis	Utilidade pública	Não	24	19,3

Fonte: Dados da pesquisa.

Conforme a Tabela 4, considerando as cinco empresas com menor nível de *disclosure* de riscos, identifica-se uma variação entre 12 e 19 pontos, em 2016; 12 e 21, em 2017; e 12 e 24, em 2018. Destaca-se a permanência de duas companhias com menor pontuação de *disclosure* de risco durante o triênio: CEG e Dimed.

Observa-se também que, em relação a pontuação máxima possível de 124 pontos, essas companhias obtiveram o máximo percentual de 19,35%, CPFL Renováveis em 2018; e o mínimo percentual de 9,68%, na CEG, nos três anos, e Bradespar, em 2018. Dessas empresas, apenas Cielo e Bradespar estão classificadas com reputação corporativa, indicando que, nesse caso, as menores pontuações de divulgação de risco são obtidas, em sua maioria, por empresas sem reputação.

Destaca-se a tendência das empresas de repetirem as informações divulgadas nos anos seguintes, apresentando poucas alterações, confirmando o que foi apontado por Passos et al. (2017), o que implica na obtenção de quase a mesma pontuação de um ano para outro. Esses resultados reforçam a necessidade apontada na pesquisa de Beretta e Bozzolan (2004), que sugerem às empresas, sempre que possível, quantificar os riscos, pois, assim, os usuários da informação podem avaliar de forma mais coerente os impactos ocasionados na empresa.

Diante disso, ressalta-se que, de forma geral, a divulgação de informações sobre riscos é heterogênea, não havendo um nivelamento quanto à qualidade dos fatores evidenciados. Portanto, os resultados são congruentes ao preconizado por Almendra et al. (2018) e Polinsky e Shavell (2012), uma vez que, apesar da regulamentação existente, as companhias ainda evitam realizar relatos sobre riscos ou apresentam informações superficiais.

Para atender ao objetivo geral do estudo, analisar a relação entre reputação corporativa e o *disclosure* de riscos não financeiros nas maiores companhias abertas do Brasil, procedeu-se a análise dos testes de correlação e de regressão linear múltipla.

Verificada a normalidade da distribuição da variável dependente (DR), realizou-se o teste de correlação de Pearson entre as variáveis do estudo (Tabela 5).

Tabela 5 – Correlação de Pearson

Correlação	DR	REP	TAM	ROA	SET	END	IDA
DR	1	-0,188(**)	0,200(**)	-0,135(*)	-0,055	0,096	0,003
REP	-0,188(**)	1	-0,433(**)	0,218(**)	0,096	-0,253(**)	-0,099
TAM	0,200(**)	-0,433(**)	1	-0,228(**)	0,056	0,304(**)	0,171(**)
ROA	-0,135(*)	0,218(**)	-0,228(**)	1	0,042	-0,351(**)	-0,111(*)

SET	-0,055	0,096	0,056	0,042	1	-0,016	0,188(**)
END	0,096	-0,253(**)	0,304(**)	-0,351(**)	-0,016	1	0,177(**)
IDA	0,003	-0,099	0,171(**)	-0,111(*)	0,188(**)	0,177(**)	1

Nota: (*): significativa a 0,05; (**): significativa a 0,01.

Legenda: DR: nível de *disclosure* de riscos não financeiros; REP: reputação corporativa; TAM: tamanho da empresa; ROA: retorno sobre o ativo; SET: setor; END: endividamento; IDA: idade.

Por meio da Tabela 5, quanto aos dois constructos investigados, verifica-se que o nível de *disclosure* de riscos não financeiros (DR) apresentou correlação significativa positiva com o tamanho (TAM) e negativa com a reputação corporativa (REP) e a rentabilidade (ROA). Além disso, a reputação corporativa (REP) apresentou correlação significativa negativa também com o tamanho (TAM) e o endividamento (END), e positiva com a rentabilidade (ROA).

Tais resultados podem ser confrontados com estudos empíricos anteriores, como a pesquisa de Pérez-Cornejo, Quevedo-Puente e Delgado-García (2019), que também apontou uma correlação positiva entre a reputação corporativa, a rentabilidade a partir do ROA (0,174) e o tamanho (0,715), a nível de significância de 1%. Já nos estudos de Oliveira, Rodrigues e Craig (2011) os resultados indicam que a relação com o tamanho varia com base na listagem da empresa na Euronext Lisboa, de modo que as empresas listadas não apresentaram correlação significativa com o tamanho, enquanto as empresas não listadas apresentaram correlação positiva (2,53), com significância também a 1%.

Atendendo aos pressupostos da regressão linear, além de confirmado o número mínimo de observações para cada variável independente adequado para a análise, procedeu-se a análise de regressão (Tabela 6).

Tabela 6 - Regressão linear múltipla

Variáveis independentes	Variáveis dependentes				
	Modelo 1 DR	Modelo 2 DR_O	Modelo 3 DR_D	Modelo 4 DR_I	Modelo 5 DR_E
REP	-2,278(*)	-0,773	0,198	0,143	-1,750(**)
TAM	0,950(**)	-0,121	0,047	0,363(***)	0,710(***)
ROA	-11,000	-4,997	-2,013(**)	-2,187	-1,774
SET	-0,158	0,163(**)	0,058(***)	0,025	-0,408(***)
END	0,120	-1,479	-0,281	0,558	1,221
IDA	-0,413	0,225	0,055	0,081(*)	-0,745(*)
Constante	27,643(***)	11,997(***)	3,897(***)	-3,842(***)	14,646(***)
Teste F	6,338	6,338	6,338	6,338	6,338
Sig.	0,001(***)	0,187	0,004(***)	0,000(***)	0,000(***)
R quadrado	0,062	0,025	0,054	0,079	0,129
Durbin-Watson	0,866	0,893	0,839	0,830	0,846

Nota: (*): significativa a 0,10; (**): significativa a 0,05; (***): significativa a 0,01.

Legenda: DR: nível de *disclosure* de riscos não financeiros; DR_O: nível de *disclosure* de riscos operacionais; DR_D: nível de *disclosure* de riscos de dano; DR_I: nível de *disclosure* de riscos de integridade; DR_E: nível de *disclosure* de riscos estratégicos; REP: reputação corporativa; TAM: tamanho da empresa; ROA: retorno sobre o ativo; SET: setor; END: endividamento; IDA: idade.

Foi, portanto, utilizada regressão linear para verificar se a reputação corporativa é capaz de influenciar o nível de *disclosure* de riscos não financeiros (DR; Modelo 1), além do nível de *disclosure* de riscos operacionais (DR_O; Modelo 2), de dano (DR_D; Modelo 3), de integridade (DR_I; Modelo 4) e riscos estratégicos (DR_E; Modelo 5). A análise dos quatro modelos, que apresentaram significância estatística, indicou evidências de influência negativa estatisticamente significativa da reputação corporativa (REP) tanto no nível de *disclosure* de riscos não financeiros (DR) ($F(6,338) = 3,719$; $p < 0,10$; $R^2 = 0,062$), como no nível de *disclosure* de riscos estratégicos.

Diferentemente do esperado, a Tabela 6 mostra que a reputação corporativa é capaz de influenciar negativamente o nível de *disclosure* de riscos não financeiros (DR; Modelo 1), ou seja, a existência de reputação presume menor divulgação sobre riscos não financeiros. Esse

achado refuta a hipótese da pesquisa (H1- A existência de reputação corporativa influencia positivamente o *disclosure* de riscos não financeiros das empresas).

Tais resultados corroboram Bakhsh, Akhtar e Akhtar (2019), que evidenciaram relação negativa entre reputação corporativa e risco em companhias paquistanesas. Ademais, podem ser confrontados com outros estudos empíricos anteriores como os de Delgado-García, Quevedo-Puente e Díez-Esteban (2013) e Oliveira, Rodrigues e Craig (2011), que indicaram maior divulgação sobre riscos em empresas que possuem maior visibilidade.

O resultado encontrado pode estar atrelado ao fato de que empresas ranqueadas entre as maiores companhias de capital aberto já possuem algum tipo de reputação, mesmo não sendo a *proxy* utilizada neste estudo, conforme observa-se nos estudos de Baraibar-Diez e Sotorrió (2018) e Odriozola e Baraibar-Diez (2017), que utilizaram o *ranking* MERCO.

Além disso, esse resultado pode indicar que as empresas com reputação corporativa se utilizam desta para validar as suas atividades no mercado, uma vez que, segundo identificado por Srivastava et al. (1997), existe relação entre reputação da organização e aceitação de risco por parte dos investidores. Dessa forma, as companhias podem não priorizar a qualidade da divulgação de risco, mas sim a manutenção de sua reputação.

Em termos das variáveis de controle, os resultados mostram que o tamanho das empresas tem efeito positivo estatisticamente significativo no nível de *disclosure* de riscos não financeiros (DR; Modelo 1), de integridade (DR_I; Modelo 4) e estratégicos (DR_E; Modelo 5). Isto indica que, de modo geral, empresas maiores tendem a divulgar com maior qualidade as informações sobre riscos não financeiros.

Resultados semelhantes foram percebidos nas pesquisas de Elzahar e Hussainey (2012), Linsley e Shrivies (2006) e Miihkinen (2012). De acordo com Odriozola e Baraibar-Diez (2017), empresas maiores possuem maior nível de risco associado. Ainda, segundo Amran, Bin e Hassan (2008), essas companhias possuem maior visibilidade e recebem maior pressão para realizar divulgações. Esse resultado corrobora ainda, o estudo de Oliveira, Rodrigues e Craig (2011) de que, sob os princípios da teoria da legitimidade, empresas maiores realizam mais divulgações sobre risco, o que melhora sua transparência.

Todavia, não foram encontradas evidências de que a rentabilidade, o setor de atuação, o endividamento e a idade da empresa afetem o nível de *disclosure* de riscos não financeiros (DR; Modelo 1). Esses resultados são congruentes com o estudo de Amran, Bin e Hassan (2008) para o endividamento e setor de atuação e com o trabalho de Madrigal, Guzmán e Guzmán (2015), para a rentabilidade.

Quando analisado o *disclosure* de riscos não financeiros a partir das subcategorias de risco, com exceção do endividamento, essas variáveis passam a ser explicativas, como, por exemplo, o setor de atuação e os riscos operacionais, de dano e estratégicos. Dessa forma, observa-se o baixo poder de explicação das variáveis de controle em relação aos relatos sobre riscos não financeiros nas empresas da amostra.

6 CONCLUSÃO

A presente pesquisa propôs, à luz da teoria da legitimidade, analisar a relação entre reputação corporativa e *disclosure* de riscos não financeiros. Para tanto, procedeu-se, a partir de *checklist*, a mensuração do nível de *disclosure* de riscos não financeiros, considerando ainda as subcategorias de tais riscos (operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos). A partir disto, foi possível realizar a análise descritiva do *disclosure* de riscos não financeiros em maior profundidade. Na sequência, foi aplicada a regressão linear para testar a hipótese do estudo, cujos resultados permitiram alcançar o objetivo delimitado.

Os resultados obtidos evidenciaram influência negativa estatisticamente significativa da reputação corporativa no *disclosure* de riscos não financeiros. Ou seja, empresas com reputação mostraram-se mais propensas a evidenciar menos informações sobre os riscos não financeiros em seus relatórios institucionais. Assim, a hipótese da pesquisa não foi aceita.

Logo, conclui-se que a reputação corporativa influencia negativamente o *disclosure* de riscos não financeiros, considerando as empresas da amostra.

Cabe salientar a limitação da pesquisa quanto à população utilizada, que reuniu um grupo já seletivo de empresas, escolhida de forma intencional, o que impede a generalização dos resultados encontrados. Assim, ressalta-se que os resultados se referem a uma parcela de companhias, no caso, as “100 maiores de capital aberto”, as quais, para o grupo com reputação, estão aquelas presentes nas carteiras ISE e ICO2, da B3.

Destaca-se que, ao relacionar a reputação corporativa com o *disclosure* de riscos não financeiros, o estudo evidencia um indicativo para os investidores e mercado acionário em geral, principalmente ao demonstrar que empresas com reputação corporativa tendem a apresentar menor divulgação de risco para o mercado. Isto pode sinalizar potenciais estratégias empresariais, considerando ainda, que são firmas de capital aberto listadas em bolsa de valores em um país emergente, que possui um mercado de capitais limitado.

Para o meio acadêmico, o estudo aponta ainda, indícios quanto a relação desses dois constructos de forma mais acurada, a partir da análise das subcategorias de riscos não financeiros. Do exposto, a pesquisa foi conduzida de modo a explorar a divulgação de riscos não financeiros pelas empresas, tanto de forma geral quanto aqueles referentes às quatro subcategorias – riscos operacionais, riscos de dano, riscos de integridade e riscos estratégicos, o que permitiu maior nível de detalhamento acerca desses tipos de riscos. Esse é um diferencial, principalmente pela análise documental empregada, pois possibilitou identificar os riscos que recebem maior atenção das empresas, no sentido de despender recursos e elaborar estratégias para minimizá-los.

Apesar da dificuldade em estabelecer e utilizar uma métrica para capturar a reputação corporativa e a qualidade do *disclosure* de riscos, o que é uma limitação da pesquisa, uma vez que não há consenso na literatura, foi possível obter resultados confiáveis, dado o rigor metodológico aplicado. Para a continuidade de estudos sobre os temas, sugere-se a análise em empresas de distintos mercados, além da ampliação do espaço temporal e a utilização de dados em painel, aprofundando a perspectiva da causalidade entre os constructos.

REFERÊNCIAS

- 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.
- ALMENDRA, R. S.; VASCONCELOS, A. C.; SILVA, R. B.; DE LUCA, M. M. M. Internacionalização, risco sistemático e disclosure de riscos em empresas listadas na BM&FBovespa. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 37, n. 3, p. 73-91, 2018.
- AMARAL, M.; LEMOS, K. Fatores determinantes do nível de divulgação sobre riscos financeiros no setor bancário português. In: V CONGRESSO DOS TÉCNICOS OFICIAIS DE CONTABILIDADE, Lisboa. *Anais...* 2015.
- AMEZAGA-ALONSO, M. T.; CILLERUELO-CARRASCO, E.; ZARRABEITIA-BILBAO, E.; RUIZ-DE-ARBULO-LÓPEZ, P. 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.
- AMRAN, A.; BIN, A. M. R.; HASSAN, B. C. H. M. Risk reporting: An exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports. *Managerial Auditing Journal*, v. 24, n. 1, p. 39-57, 2008.
- ATES, S. Membership of sustainability index in an emerging market: Implications for sustainability. *Journal of Cleaner Production*, v. 250, p. 119465, 2020.
- BAKSH, 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.

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.

BERETTA, S.; BOZZOLAN, S. A framework for the analysis of firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, v. 39, p. 265-288, 2004.

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.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. *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 nov. 2020.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. *Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1) – Instrumentos financeiros: evidenciação*. 2012. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/DocumentosEmitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=7>>. Acesso em: 01 nov. 2020.

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.

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.

DE LUCA, M. M. M.; GÓIS, A. D.; COSTA, J. A.; MAIA, A. J. R. 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.

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.

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.; 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, 2015.

ELSHANDIDY, T.; SHRIVES, P. J.; BAMBER, M.; ABRAHAM, S. 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.

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.

FOMBRUN, C.; VAN RIEL, C. B. M. The reputational landscape. *Corporate Reputation Review*, v. 1, n. 1/2, p. 5-13, 1997.

GÓIS, A. D.; DE LUCA, M. M.; LIMA, G. A. S. F.; VASCONCELOS, A. C. Reputação gera valor para os acionistas? uma análise nas empresas brasileiras. *Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, v. 16, n. 2, p. 523-546, 2017.

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.

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. The development of accounting regulations in Egypt. *Managerial Auditing Journal*, v. 23, n. 5, p. 467-484, 2008.

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.

LEOPIZZI, R.; IAZZI, A.; VENTURELLI, A.; PRINCIPALE, S. 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.

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.; DE LUCA, M. M. M.; GÓIS, A. D.; VASCONCELOS, A. C. 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.

MADRIGAL, M. H.; GUZMÁN, B. A.; GUZMÁN, C. A. Determinants of corporate risk disclosure in large Spanish companies: a snapshot. *Contaduría y Administración*, v. 60, n. 4, p. 757-775, 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.

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.

ODRIOZOLA, M. D.; BARAIBAR-DIEZ, E. Is corporate reputation associated with quality of CSR reporting? Evidence from Spain. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, v. 24, n. 2, p. 121-132, 2017.

OLIVEIRA, J. A. N.; CINTRA, Y. C. Gerenciamento de riscos à reputação no discurso dos relatórios corporativos da Samarco. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 13, p. e158709-e158709, 2019.

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.

O'SULLIVAN, N.; O'DWYER, B. Stakeholder perspectives on a financial sector legitimation process: The case of NGOs and the Equator Principles. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, v. 22, n. 4, p. 553-587, 2009.

PASSOS, L. C.; ALMENDRA, R. S.; DE LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Disclosure dos riscos de mercado e o custo de capital de empresas. *Revista Base Administração e Contabilidade da UNISINOS*, v. 14, n. 3, p. 169-184, 2017.

PÉREZ-CORNEJO, C.; QUEVEDO-PUENTE, E.; DELGADO-GARCÍA, J. B. How to manage corporate reputation? The effect of enterprise risk management systems and audit committees on corporate reputation. *European Management Journal*, v. 37, n. 4, p. 505-515, 2019.

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.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. *Solutions manual for corporate finance*. McGraw-Hill/Irwin, 2013.

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.

SEHN, L. C.; 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. 63-82, 2018.

SETHURAMAN, M. The effect of reputation shocks to rating agencies on corporate disclosures. *The Accounting Review*, v. 94, n. 1, p. 299-326, 2019.

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.

SRIVASTAVA, R. K.; MCINISH, WOOD, T. H. R. A.; CAPRARO, A. J. 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.

WAJNBERG, D.; LEMME, C. F. Exame da divulgação do relacionamento entre iniciativas socioambientais e desempenho financeiro corporativo nos bancos brasileiros. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, v. 3, n. 1, p. 53-69, 2009.