

Universidade de Brasília (UnB)  
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas  
(FACE)  
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)  
Bacharelado em Ciências Contábeis

**ERICA PATRÍCIA MODESTO CLEMENTINO**

**O ALINHAMENTO ENTRE O DISCURSO E A PRÁTICA: UMA ANÁLISE DO  
*SOCIAL DISCLOSURE* E OS *RATINGS* DE CRÉDITO EM EMPRESAS  
BRASILEIRAS ABERTAS**

BRASÍLIA-DF  
2018

**ERICA PATRÍCIA MODESTO CLEMENTINO**

**O ALINHAMENTO ENTRE O DISCURSO E A PRÁTICA: UMA ANÁLISE DO  
*SOCIAL DISCLOSURE* E OS *RATINGS* DE CRÉDITO EM EMPRESAS  
BRASILEIRAS ABERTAS**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília, como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves.

BRASÍLIA-DF  
2018

**ERICA PATRÍCIA MODESTO CLEMENTINO**

**O ALINHAMENTO ENTRE O DISCURSO E A PRÁTICA: UMA ANÁLISE DO  
*SOCIAL DISCLOSURE* E OS *RATINGS* DE CRÉDITO EM EMPRESAS  
BRASILEIRAS ABERTAS**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília, como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovado em:

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves  
Universidade de Brasília  
Orientador

---

Prof. Dr. Bruno Vinícius Ramos Fernandes  
Universidade de Brasília  
Avaliador

BRASÍLIA-DF  
2018

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, que em sua infinita bondade e misericórdia me trouxe vida e me permitiu chegar até aqui.

Ao meu pai Luís e minha mãe Beta, que me amaram incondicionalmente e, apesar de todas as dificuldades, nunca desistiram de mim.

Aos meus irmãos, Augusto e Eduarda, por sempre estarem dispostos a me ajudar.

Ao Guilherme, meu companheiro de vida, por me incentivar e me apoiar durante toda a graduação e por entender minhas ausências nesse momento final do curso.

Agradeço imensamente ao meu orientador, Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves, que me ajudou não só durante a preparação desse trabalho, mas durante toda a graduação.

Ao Prof. Prof. Dr. Bruno Vinícius Ramos Fernandes, por aceitar avaliar esse trabalho e por todas as contribuições feitas.

Aos professores da Universidade de Brasília com quem tive o prazer de conviver.

A todos que fizeram parte da minha jornada na Universidade de Brasília e que contribuíram para a realização dessa etapa, meus sinceros agradecimentos.

## RESUMO

O objetivo desse trabalho é testar se há uma relação positiva entre *social disclosure* e *ratings de crédito* de empresas brasileiras abertas. Para medir o nível de *social disclosure* das empresas foram analisados os relatórios anuais e relatórios de sustentabilidade das empresas seguindo o método proposto e validado por Gonçalves et al. (2013) no período de 2007 a 2016. Coletaram-se também as informações referentes aos ratings de crédito das empresas e as variáveis de controle que poderiam, além do índice de *social disclosure*, influenciar na determinação dos ratings de crédito. O estudo é relevante para análise acerca da incorporação e divulgação de informações sociais nos modelos de avaliação dos agentes do mercado, principalmente no que diz respeito às agências de *rating*. Os resultados da pesquisa revelam que as variáveis endividamento, lucratividade, desempenho no mercado financeiro e internacionalização foram estatisticamente significativas. Os resultados também indicam que a variável índice de *social disclosure* tem relação relevante e positiva com os *ratings* de crédito, corroborando a hipótese do trabalho de que empresas com maiores níveis de *social disclosure* apresentam melhores classificações de *ratings* de crédito. Demonstrando assim que as agências de *rating* consideram como positivo os esforços das empresas em interagir com a sociedade na forma de ações ou programas sociais.

**Palavras-chave:** *Ratings* de crédito. Determinantes do *rating* de crédito. *Social Disclosure*. Responsabilidade Social Corporativa (RSC).

## SUMÁRIO

<b>LISTA DE QUADROS.....</b>	<b>6</b>
<b>LISTA DE TABELAS.....</b>	<b>7</b>
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>8</b>
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>11</b>
2.1 <i>Rating</i> de Crédito.....	11
2.2 Responsabilidade Social Corporativa e sua evidenciação.....	13
2.3 <i>Social Disclosure</i> e <i>Rating</i> de Crédito.....	15
<b>3 METODOLOGIA.....</b>	<b>18</b>
3.1 Tipo de pesquisa.....	18
3.2 Objeto de estudo.....	18
3.3 Variável dependente – <i>Rating</i> de Crédito .....	19
3.4 Variáveis independentes.....	21
3.4.1 Determinantes do <i>Rating</i> de Crédito.....	21
3.4.2 Métrica para medir o <i>social disclosure</i> .....	23
3.5 Limitações da Pesquisa.....	26
<b>4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>27</b>
4.1 Análise descritiva – <i>rating</i> de crédito e seus determinantes.....	27
4.2 Análise descritiva – <i>rating</i> de crédito e <i>social disclosure</i> .....	28
4.3 Análise da regressão com dados em painel – determinantes do <i>rating</i> de crédito.....	31
<b>5 CONCLUSÕES.....</b>	<b>35</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>36</b>
<b>APÊNDICES.....</b>	<b>41</b>

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Quantidade de empresas analisadas por ano.....	19
Quadro 2 – Indicadores do índice de <i>social disclosure</i> .....	24
Quadro 3 – Ranking das empresas por nível de <i>Rating</i> de Crédito.....	27
Quadro 4 – Quartis do nível de <i>social disclosure</i> – total.....	29
Quadro 5 – Quartis do nível <i>rating</i> de crédito – total.....	29
Quadro 6 – Resumo dos resultados – <i>rating</i> de crédito e variáveis independentes.....	34

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Conversão do <i>Rating</i> de crédito em escala ordinal – padrão inicial.....	19
Tabela 2 – Conversão do <i>Rating</i> de crédito em escala ordinal – padrão final.....	20
Tabela 3 – Quantidade de empresas por nível de ISD e <i>Ratings</i> de crédito.....	30
Tabela 4 – Teste de Hausman para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios em <i>cross-section</i> .....	31
Tabela 5 – Resultados da regressão em painel com efeitos fixos, corrigido pela Matriz de SUR, para a variável dependente <i>Rating</i> de crédito.....	32



## 1. INTRODUÇÃO

O *rating* de crédito representa a opinião de uma determinada agência sobre risco de inadimplência de uma empresa e, frequentemente, é utilizado pelos investidores como auxílio na tomada de decisão. A agência de rating faz a análise da situação econômico-financeira da empresa, que geralmente é baseada, dentre outras fontes, nas demonstrações financeiras de modo a determinar seu risco de crédito (LANGOHR, LANGOHR, 2010). Embora as informações financeiras sejam um fator primordial para análise de crédito, alguns estudos demonstram que as agências de *ratings* têm considerado um amplo conjunto de fatores, incluindo fatores não financeiros, como a responsabilidade social corporativa (RSC) (KIM, KIM, 2014; CHANG, LI, SHIM, 2017; DEVALLE, FIANDRINO E CANTINO, 2017).

A RSC pode ser definida como um conjunto de ações discricionárias que vão além do objetivo fim da empresa, que é a obtenção de lucro (CARROLL, 1979), e que impactam outras partes interessadas além dos acionistas (MCGUIRE et al., 1988; GALI, HAJJAR, JAMALI, 2016). Dentre essas ações, têm-se as ações ou programas sociais, que evidenciam a preocupação da empresa com a comunidade onde esta inserida (GONÇALVES et al. 2013).

Nos últimos anos a responsabilidade social passou a ter maior destaque nas organizações e com isso as empresas passaram a divulgar mais informações voluntárias, principalmente no que diz respeito a questões sociais (KRASODOMSKA, CHO, 2017).

Contudo, há autores como Bhandari, Javakhadze (2017) que afirmam que tais iniciativas demonstram na realidade uma tentativa dos gestores de promover sua própria imagem com o uso dos recursos dos acionistas e demais fornecedores de capital. Por outro lado, há autores (MCWILLIAMS, SIEGEL, WRIGHT, 2006; GONÇALVES et al. 2013; BUSCH, LEHMANN, HOFFMANN, 2012) que tal iniciativa revela o esforço da empresa na busca de sinalizar que estão preocupadas em reduzir as externalidades negativas causadas pela existência do negócio, bem como divulgar informações que contribuam para a tomada de decisão do usuário externo.

A relação da empresa com responsabilidade social, especialmente os programas sociais, traz benefícios para a sociedade como um todo (GONÇALVES et al. 2013) e tem sido associada a empresas com melhor reputação corporativa (PÉREZ, 2015; ODRIOZOLA, BARAIBAR-DIEZ, 2017). Essas empresas demonstram melhor gestão e transparência dos recursos recebidos (BARAIBAR-DIEZ, SOTORRIO, 2018; LEE, 2017) e assim seus *stakeholders* as percebem como menos arriscadas (EL GHOUL et al., 2011).

Desse modo, tem-se que empresas envolvidas com RSC são expostas a um menor grau de risco (ORLITZKY, BENJAMIN, 2001; PELOZA, 2006; WEBER et al., 2010; BUSCH, LEHMANN, HOFFMANN, 2012; JO, NA, 2012; ATTIG et al., 2013), e conseqüentemente recebem melhores classificações de crédito pelas agências de *rating*.

Há uma série de estudos brasileiros que evidenciam as implicações de se introduzir aspectos de responsabilidade social no ambiente corporativo (CRUZ, LIMA, 2010; VAZ et al., 2010; TEIXEIRA, NOSSA, FUNCHAL, 2011; ALMEIDA-SANTOS et al., 2013; BARROSO, GONÇALVES, MEDEIROS, 2014; ALMEIDA, SANTOS, 2016). Com relação aos estudos destinados a identificar variáveis que influenciam nas classificações de crédito emitidas pelas agências de *rating* para empresas brasileiras, poucos se dedicaram a verificar a influência das informações não financeiras e estes ainda se restringiram a analisar a variável governança corporativa (SILVA, SANTOS, ALMEIDA, 2012; SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; PEREIRA, MARTINS, 2015).

Assim, não há estudos que verifiquem em que medida a evidenciação social contribui para a melhoria das notas atribuídas pelas agências de *rating* de crédito no mercado brasileiro. Nesse sentido, surge a seguinte pergunta: empresas brasileiras abertas com maiores níveis de *social disclosure* apresentam melhores *ratings* de crédito?

Assim, o presente estudo tem por objetivo analisar se empresas brasileiras abertas com maiores níveis de *social disclosure* recebem melhores *ratings* de crédito por partes das principais agências de *rating*.

Para que o objetivo geral proposto fosse alcançado, buscou-se, como objetivos específicos: a) mensurar o nível de *social disclosure* das empresas estudadas; b) identificar variáveis que fossem consideradas como determinantes dos *ratings* de crédito em empresas de brasileiras abertas; e c) testar a relação entre nível de *social disclosure* e nota atribuída pelas agências de *rating* às empresas brasileiras abertas.

Portanto, esse estudo mostra sua relevância na medida em que contribui no cenário brasileiro sobre aspectos relevantes na determinação dos *ratings* de crédito, analisando se empresas que incorporam questões sociais em suas atividades são consideradas de menor risco de inadimplência e, se tal fator é precificado por meio dos *ratings* de crédito que estas recebem.

O trabalho é apresentado em mais quatro seções, sendo elas: referencial teórico, metodologia, análise dos resultados e conclusão. O referencial teórico traz estudos que discutem a questão de pesquisa proposta, de forma que dê sustentação teórica ao estudo. A seção de metodologia traz o percurso realizado durante a coleta de dados e o tratamento

conferido a estes dados, assim como as principais limitações do estudo. A análise dos resultados busca, através da aplicação de procedimentos estáticos, responder a questão de pesquisa e dizer quais as evidências encontradas. Finalmente, a conclusão traz a síntese do que foi feito no trabalho e seus principais resultados.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 *Rating* de Crédito

A decisão de investir passa por um processo de análise dos riscos envolvidos, dentre eles o risco de crédito (BRITO, ASSAF NETO, CORRAR, 2009). Nesse sentido surgem as agências de *rating* que tem como objetivo analisar as probabilidades de *default* e emitir uma classificação para empresas, títulos específicos ou países, com finalidade de auxiliar investidores e entidades na tomada de decisão (MURCIA et al., 2014).

*Rating* de crédito é umas das ferramentas utilizadas para avaliação de risco de crédito, tanto do setor público quanto do setor privado, que tem por objetivo a avaliação sobre a capacidade da entidade de honrar seus compromissos financeiros dentro de um prazo determinado (BRITO, ASSAF NETO, CORRAR, 2009; SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012).

*Rating* também é definido como uma classificação de risco, feita por analistas de empresas especializadas, que deve facilitar a análise de investimentos uma vez que, formam junto aos investidores, uma opinião sobre a qualidade dos títulos emitidos por determinada empresa e ainda serve como parâmetro para determinação das taxas de juros que esses títulos oferecem (SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; LIMA, FONSECA, SILVEIRA, 2017).

As classificações de crédito permitem que os investidores avaliem facilmente as propriedades de risco de um grande número de empresas usando uma escala simples e normalmente conhecida pelos agentes que atuam no mercado financeiro, bem como, parte do público em geral (CANTOR, PACKER, 1995). Adicionalmente, as classificações de crédito se apresentam como um mecanismo útil para que os investidores identifiquem em que medida estão dispostos a assumir uma posição de maior ou menor risco (JIRAPORN et al., 2014).

Apesar de o *rating* ser considerado uma ferramenta que auxilia os investidores na sua tomada de decisão, visto que atua para redução da assimetria informacional (RODRIGUES, GALDI, 2017; LIMA, FONSECA, SILVEIRA, 2017), por sua vez, ele não deve ser tido como recomendação sobre comprar, vender ou manter uma obrigação financeira, pois não comenta sobre a adequação do preço de mercado de um título e não leva em consideração aspectos pessoais sobre o perfil de risco do investidor (FITCH, 2018; STANDARD & POOR'S, 2017). Portanto, a decisão de investimento deve levar em consideração outros

aspectos como o risco de mercado, liquidez, rentabilidade do ativo e o perfil do investidor (SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012).

O fato do *rating* de crédito atuar como redutor da assimetria informacional existente entre a entidade emissora e seus investidores traz benefícios não somente para os investidores, mas também para as empresas, pois assim há redução das incertezas relacionadas ao não pagamento da dívida e conseqüentemente estas empresas conseguem captar recursos no mercado a um custo menor (LANGOHR, LANGOHR, 2010; RODRIGUES, GALDI, 2017).

Mundialmente conhecidas, há três grandes empresas especializadas, apontadas como as mais relevantes, em atribuir classificações de *rating*: Standard & Poor's (S&P), Fitch Ratings e Moody's. Essas agências de *rating* utilizam informações financeiras e não financeiras na avaliação do *rating* de crédito das empresas, mas não evidenciam as variáveis e mecanismos utilizados em sua avaliação (SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; MURCIA et al., 2014).

Apesar da não evidenciação de quais variáveis são utilizadas para formular a classificação do risco pelas agências de *rating*, algumas pesquisas recentes se dedicaram a estudar quais variáveis financeiras (BRITO, ASSAF NETO, CORRAR, 2009; DAMASCENO, ARTES, MINARDI, 2008; FERNANDINO et al., 2014; MURCIA et al., 2014; LIMA, FONSECA, SILVEIRA, 2017) e não financeiras (SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; PEREIRA, MARTINS, 2015) que podem influenciar na determinação do *rating* de crédito das empresas brasileiras abertas.

Brito, Assaf Neto e Corrar (2009), argumentam que a probabilidade de *default* das empresas está relacionado ao seu desempenho econômico-financeiro. Assim, índices contábeis que demonstrem a situação da empresa são capazes de capturar os riscos da empresa antes da ocorrência do *default*. Portanto, alguns desses índices podem ser considerados como relevantes na determinação dos *ratings* de crédito.

Por sua vez, o tamanho da empresa pode ser considerado um fator determinante do *rating* (FERNANDINO et al., 2014), visto que empresas maiores são consideradas como melhores pagadoras de suas dívidas (BHOJRAJ, SENGUPTA, 2003). Assim, por possuírem menor probabilidade de inadimplência recebem melhores classificações de crédito (SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; LIMA, FONSECA, SILVEIRA, 2017).

Damasceno, Artes e Minardi (2008) identificaram que empresas brasileiras abertas que apresentam menor endividamento tendem a ter uma melhor classificação no *rating*. Lima, Fonseca e Silveira (2017) reforçaram esse estudo mostrando que empresas com maior endividamento são consideradas de maior risco, pois possuem maiores chances de não

honrarem com seus compromissos e assim acabam recebendo classificações de crédito mais baixas.

Além disso, Soares, Coutinho e Camargos (2012) afirmam que o índice de cobertura de juros pode influenciar na percepção de risco que se tem da empresa e com isso melhorar a avaliação das empresas e seus *ratings* de crédito, pois mede a capacidade da empresa de pagar suas despesas financeiras (BRITO, ASSAF NETO, CORRAR, 2009).

Adicionalmente Murcia et al. (2014) também buscaram identificar os fatores determinantes da *rating* de crédito no Brasil, e revelam que as variáveis endividamento, lucratividade, crescimento, desempenho do mercado financeiro e internacionalização são relevantes no processo de avaliação e classificação de crédito realizado pelas agências de *rating*.

Por fim, Pereira e Martins (2015) evidenciam que a adoção de mecanismos de governança corporativa também pode ser considerada um importante fator na determinação do *rating* de crédito, uma vez que dispõe entre os seus objetivos ações que projetam os investidores, sobretudo aqueles que não estão envolvidos na gestão organizacional. Concluindo assim que, não apenas o desempenho econômico-financeiro tem sido observado na determinação das classificações de risco das empresas, mas também aspectos não financeiros, como a governança corporativa.

## **2.2 Responsabilidade Social Corporativa e sua evidenciação**

As empresas são geralmente consideradas socialmente responsáveis quando, de forma voluntária, praticam ações que beneficiam não só os seus acionistas, mas também grupos mais amplos de partes interessadas, bem como a sociedade em geral (GONÇALVES et al. 2013; JIRAPORN et al., 2014). Exemplos de atividades voluntárias de RSC incluem filantropia, conformidade ambiental, engajamento da comunidade e melhorias para a mesma, a exemplo da implantação de segurança dos produtos e promoção dos direitos humanos (ORLITZKY; BENJAMIN, 2001; JIRAPORN et al., 2014).

A divulgação de informações sociais, ambientais e de governança são práticas inerentes à implementação de uma estratégia de RSC (ODRIOZOLA, BARAIBAR-DIEZ, 2017). A divulgação dessas informações faz parte do chamado *disclosure* voluntário, sendo uma decisão dos gestores por divulgar informações, além do que é de caráter obrigatório, a fim de auxiliar no processo decisório (MURCIA, SANTOS, 2009; MOURA, NASCIMENTO, LUCA, 2010).

Alguns estudos realçam os benefícios do envolvimento das empresas com atividades sociais, como menor risco, menor custo de capital, melhor gestão de recursos financeiros e melhor imagem empresarial (MCGUIRE et al., 1988; GONÇALVES et al. 2013; JO, NA, 2012; CAHAN et al., 2014; ABERNATHY et al. 2017). Entretanto, há outros estudos que apontam que essas atividades, caso não sejam bem direcionadas, podem ir de encontro aos interesses do acionista (MCWILLIAMS, SIEGEL, WRIGHT, 2006; COOPER, OWEN, 2007; BARNEA, RUBIN, 2010; BHANDARI, JAVAKHADZE, 2017).

Nesse sentido, têm-se visões antagônicas sobre o impacto da responsabilidade social corporativa nas empresas, a visão da mitigação do risco e a visão do superinvestimento (JIRAPORN et al., 2014).

Uma política de divulgação de informações de qualidade, sejam elas financeiras ou não financeiras, figura o diálogo entre empresa e seus *stakeholders* e deixa o mercado mais bem informado sobre a situação da empresa, fazendo com que os credores reduzam suas incertezas com relação à empresa (CORMIER, LEDOUX e MAGNAN, 2011).

A evidenciação social traz maior transparência e atua como uma forma de minimizar o problema de agência entre gestores e acionistas ao buscar reduzir a assimetria de informação (CORMIER et al., 2009; LEE, 2017; CUI, JO, NA, 2018). Assim, a empresa melhora sua imagem perante o mercado e os investidores e demais *stakeholders* passam a ter maior credibilidade (PÉREZ, 2015).

O estudo de Cui, Jo e Na (2018) corrobora com a visão da mitigação do risco, onde afirmam que o engajamento em atividades de responsabilidade social reduz o risco das empresas uma vez que desenvolve uma boa reputação para a empresa perante o mercado.

Além disso, o envolvimento com RSC promove bons relacionamentos com o governo e a comunidade reduzindo o risco de que se recebam futuras sanções sociais e governamentais que poderiam comprometer o rendimento da empresa (MCGUIRE et al., 1988; JIRAPORN et al., 2014).

Já a visão do superinvestimento segundo Jiraporn et al. (2014) diz respeito ao fato de o investimento em RSC ser um desperdício de recursos, além de representar um conflito entre os interesses do gestor e do acionista dado que configura como desvio do objetivo primordial da organização (MCWILLIAMS, SIEGEL, WRIGHT, 2006). Os gestores poderiam estar utilizando esses recursos para identificar e financiar boas oportunidades de investimentos financeiros que gerassem riqueza para seus acionistas (BHANDARI, JAVAKHADZE, 2017). Ainda, Barnea e Rubin (2010) argumentam que os investimentos em atividades de responsabilidade social não maximizam o valor da empresa.

Além desses fatores, tais investimentos podem ser também utilizados pelos gestores como forma de obter benefícios particulares à custa dos investidores (COOPER, OWEN, 2007).

Apesar da existência desses dois segmentos de estudos sobre os impactos da RSC nos negócios da empresa, aparentemente há uma redução quanto a linha que argumento de que os investimentos em questões sociais não são adequados e por isso mal vistos pelo mercado (MOURA; NASCIMENTO; LUCA, 2010). De modo que empresas com altos níveis de responsabilidade social passam a ser mais bem vistas pelos intermediários da informação financeira, como os analistas de mercado e agências de *rating* (CAHAN et al., 2014; BASU, NAUGHTON, WANG, 2017) pois estes passam a indica-las como menos arriscadas e conseqüentemente como boas oportunidades de investimento (IOANNOU, SERAFEIM, 2009; DHALIWAL et al., 2012; JO, HARJOTO, 2014; LEE, 2017).

### **2.3 Social Disclosure e Rating de Crédito.**

Alguns estudos internacionais recentes têm investigado a relação entre a responsabilidade social corporativa e os *ratings* de crédito das empresas (ATTIG et al., 2013; JIRAPORN et al., 2014; KIM, KIM, 2014; CHANG, LI, SHIM, 2017; DEVALLE, FIANDRINO E CANTINO, 2017). Tais estudos estão centrados na ideia de que a RSC, com foco nas questões ambientais, sociais e de governança, faz com que a empresa seja considerada menos arriscada. Com isso apresentam uma relação positiva entre responsabilidade social e *ratings* de crédito.

As atividades ambientais e sociais podem ser vistas como redutoras dos custos de agência, isto é, reduz a assimetria informacional entre gestores e acionistas, assim o risco anteriormente associado àquela empresa é reduzido (EL GHOUL et al., 2011; TEIXEIRA, NOSSA, FUNCHAL, 2011).

Entretanto, Cahan et al. (2014), argumentam que para que isso ocorra, a informação precisa chegar ao usuário de forma mais clara e com as informações que o investidor considere como de maior importância, papel que é feito pelas mídias especializadas e pelos intermediários financeiros.

Outro aspecto abordado é que o investimento em responsabilidade social corporativa, especialmente o investimento destinado à sociedade, representa uma forma de criar um capital moral positivo para seus acionistas, semelhante a uma espécie de seguro que os protege de eventos adversos futuros (PELOZA, 2006; GODFREY et al., 2009).



Segundo Chang, Li e Shim (2017), as agências de *rating* valorizam as atividades de RSC como um canal de construção de confiança visto que as preocupações com risco moral são mitigadas, pois evita que a empresa incorra em custos adicionais por exercer atividades socialmente irresponsáveis.

Ainda, a evidenciação social tem um impacto positivo nas companhias dado que é visto como favorável pelos analistas de mercado (JO, HARJOTO, 2014; LEE, 2017), pois influenciam nas suas recomendações e previsões de investimentos (IOANNOU, SERAFEIM, 2009; DHALIWAL et al., 2012). Como resultado disso, o benefício da RSC deve refletir-se nas classificações de crédito da empresa, de forma que empresas consideradas como socialmente mais responsáveis desfrutam de melhores classificações de crédito (JIRAPORN et al., 2014).

Jiraporn et al. (2014) encontraram que empresas de setores semelhantes dispõem de políticas de RSC próximas, sendo isso um possível efeito da segmentação do mercado, das diferentes clientelas de investidores, das interações sociais e da concorrência local. Ainda, afirmam que empresas socialmente responsáveis desfrutam de melhores avaliações de crédito e que o aumento na RSC por um desvio padrão melhora a classificação de crédito em até 4,5%.

Weber et al. (2010) observaram que atividades ambientais e sociais interferem na credibilidade das empresas como parte de seu desempenho financeiro, pois melhora seu risco de crédito assim como na determinação da classificação de crédito feita pelos bancos alemães.

Devalle, Fiandrino e Cantino (2017) argumentam que o desempenho ambiental, social e de governança devem ser considerados na análise de crédito e nas classificações de risco dos tomadores de empréstimos das empresas, pois essas atividades afetam, no longo prazo, positivamente seus fluxos de caixa e reduz sua probabilidade de inadimplência.

Segundo Attig et al. (2013), empresas socialmente responsáveis têm a redução do risco percebida por pelo menos três meios: por melhorar as relações com as partes interessadas aumentando a sustentabilidade de longo prazo da empresa; sinalizando o uso eficiente dos recursos da firma e melhorando o desempenho financeiro e; reduzindo a probabilidade da empresa incorrer em custos de ações socialmente irresponsáveis.

Dessa forma, têm-se as agências de *rating* de crédito que são intermediários financeiros com forte experiência e por isso manejam melhor que o investidor médio as informações recebidas (JIRAPORN et al., 2014). Com isso, os benefícios da responsabilidade social corporativa podem ser percebidos mais rapidamente pelas agências de crédito e seus analistas (BASU, NAUGHTON, WANG, 2017).

Assim, diante do referencial teórico exposto acima e de acordo com o objetivo do trabalho, tem-se como hipótese do trabalho:

H<sub>1</sub> = Empresas brasileiras abertas com maiores índices de *social disclosure* recebem melhores *ratings* de crédito.

### **3. METODOLOGIA**

#### **3.1 Tipo de pesquisa**

A pesquisa tem inicialmente natureza qualitativa quando feita a extração de informações nas demonstrações financeiras, relatórios anuais e relatórios de sustentabilidade das empresas a fim de compor o índice de *social disclosure* (ISD). As informações são extraídas desses documentos com o uso da técnica de análise de conteúdo que, segundo Bardin (1977), compreende um conjunto de técnicas que buscam a explicação e sistematização da mensagem estudada.

A análise qualitativa se mostra importante, pois segundo Richardson et al. (2012), permite descrever a complexidade de determinado problema e analisar a interação de certas variáveis. Nessa pesquisa, foi a partir da análise qualitativa que se pôde compreender e identificar o nível de evidenciação social.

Em outro momento a pesquisa tem-se a utilização do método quantitativo, visto que se utilizou de dados coletados nas demonstrações financeiras das empresas e em sua análise buscou-se a relação entre as variáveis bem como a causalidade entre os fenômenos estudados através de ferramentas estatísticas (RICHARDSON et al., 2012).

#### **3.2 Objeto de estudo**

A amostra dessa pesquisa é composta pelas empresas brasileiras abertas listadas no índice IBrX-100 da BM&FBovespa. A escolha do índice seu deu porque este tem como objetivo ser o indicador do desempenho médio das cotações dos 100 ativos de maior negociabilidade e representatividade dentro do mercado acionário brasileiro (BM&FBOVESPA, 2018).

A amostra inicial contemplou, portanto, as 100 ações que compunham o índice mencionado ao final do ano de 2017. Entretanto, para as empresas que apresentavam tanto ações ordinárias (ON) quanto ações preferenciais (PN), foram excluídas da amostra a classe de ações que apresentava menor histórico de dados a fim de evitar a dupla contagem das empresas. Foram excluídas também as empresas que são controladas por alguma outra integrante do índice, pois a coleta dos dados da controladora já dispõe dos dados da controlada ou subsidiária. Nesse aspecto foram excluídas 12 empresas.

Excluiu-se também os bancos da amostra, totalizando 6, dado as suas peculiaridades com relação a obtenção de índices financeiros.

Considerando que os *ratings* de crédito são o objeto central do estudo, também foram excluídas da amostra empresas que não apresentaram *ratings* de crédito em nenhum dos anos compreendidos no estudo. Com isso, excluíram-se outras 19 empresas da amostra.

Desse modo, a amostra final constituiu-se em um total de 63 empresas, identificando-se a disponibilidade dos dados para um período de 10 anos consecutivos, 2007 a 2016.

A amostra final compõe um painel desbalanceado, pois para compor a amostra as empresas precisariam ter capital aberto e dispor de algum *rating* de crédito para os anos estudados. Assim, conforme apresentado no quadro 1 abaixo, tem-se que apenas 33 empresas tinham em 2007, de forma concomitante, capital aberto e alguma divulgação de *rating* por uma das três principais agências: Standard&Poor's (S&P), Fitch Rating e Moody's.

**Quadro 1 – Quantidade de empresas analisadas por ano.**

Ano	Quantidade de empresas
2007	33
2008	37
2009	40
2010	44
2011	53
2012	54
2013	57
2014	58
2015	60
2016	63

Fonte: Autor.

### 3.3 Variável dependente – *Rating* de Crédito

Para categorizar os *ratings* de crédito das empresas estudadas, seguiu-se o método utilizado pelo estudo de Attig et al. (2013) de forma a transformar os *ratings* de crédito do emissor de longo prazo, da S&P, em uma escala ordinal, de acordo com a tabela 1 abaixo, em que o melhor *rating* de crédito “AAA” é associado ao maior número da escala (8).

**Tabela 1 – Conversão do *Rating* de crédito em escala ordinal – padrão inicial.**

Ratings	Conversão Numérica
AAA	8
AA	7
A	6
BBB	5
BB	4
B	3
CCC	2
CC	1

Fonte: Attig et al. (2013, p. 683)

Entretanto, nem todas as empresas da amostra final (63), apresentaram *ratings* emitidos pela S&P. Com isso, para preservar o tamanho da amostra e manter sua representatividade, optou-se por utilizar também os *ratings* emitidos pela agência Fitch Ratings e Moody's para as empresas que não tiveram *ratings* emitidos pela S&P.

As agências emitem dois tipos *ratings* de crédito de propósito geral, também conhecidos como “tradicionais”, os *ratings* de crédito de emissão e os *ratings* de crédito do emissor. Os *ratings* de crédito de emissão são a opinião da agência sobre a idoneidade de crédito de um devedor com relação a um título ou obrigação específica. Já os *ratings* de crédito de emissor dizem respeito à capacidade de crédito geral do emissor e não de uma obrigação específica (STANDARD & POOR'S, 2017; MOODY'S, 2017).

Para ambos têm-se os *ratings* em escala nacional e em escala global. Os *ratings* em escala nacional levam em consideração aspectos como o risco do setor de atuação, sua posição competitiva e seu risco financeiro. Os *ratings* em escala global, além de todos esses aspectos, levam em consideração também aspectos do país de atuação da empresa, fazendo com que a empresa possa ser comparada com empresas de outros países (SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; STANDARD & POOR'S, 2017; FITCH, 2018).

Optou-se então por utilizar os *ratings* de crédito de emissor de longo prazo em escala nacional, visto que a maior parte das empresas era avaliada nessa escala de *rating*. Os *ratings* em escala nacional têm o indicador “bra” antes ou depois da escala de *rating* global.

Cada uma dessas agências divulgam seus *ratings*, representados por letras, em uma escala que não é padronizada. No entanto, os *ratings* são, geralmente, definidos em uma escala entre AAA que representa menor risco de crédito e D que representa maior risco de crédito. Assim, buscou-se analisar as escalas de cada uma das agências e verificar suas semelhanças a fim de criar uma escala ordinal, seguindo o proposto por Attig et al. (2013) e demonstrado na tabela 1. Com isso, chegou-se a tabela 2 que demonstra a escala ordinal a ser considerada no estudo.

**Tabela 2 – Conversão do *Rating* de crédito em escala ordinal – padrão final.**

S&P	Fitch	Moody's	Conversão Numérica
brAAA	AAA(bra)	Aaa.br	8
brAA+	AA+(bra)	Aa1.br	7
brAA	AA(bra)	Aa2.br	
brAA-	AA-(bra)	Aa3.br	
brA+	A+(bra)	A1.br	6
brA	A(bra)	A2.br	
brA-	A-(bra)	A3.br	
brBBB+	BBB+(bra)	Baa1.br	5
brBBB	BBB(bra)	Baa2.br	

brBBB-	BBB-(bra)	Baa3.br	
brBB+	BB+(bra)	Ba1.br	
brBB	BB(bra)	Ba2.br	4
brBB-	BB-(bra)	Ba3.br	
brB+	B+(bra)	B1.br	
brB	B(bra)	B2.br	3
brB-	B-(bra)	B3.br	
brCCC+	CCC+(bra)	Caa1.br	
brCCC	CCC(bra)	Caa2.br	2
brCCC-	CCC-(bra)	Caa3.br	
brCC	CC(bra)	Ca.br	
brC	C(bra)	C.br	1

Fonte: Adaptado a partir de Attig et al. (2013) e das fontes primárias das agências de rating: S&P (2017), Fitch (2018), Moody's (2017).

### 3.4 Variáveis independentes

#### 3.4.1 Determinantes do Rating de Crédito

Após a identificação dos *ratings* de crédito, variável dependente do estudo, buscou-se identificar a partir de estudos anteriores, variáveis consideradas como fatores determinantes do *rating* de crédito, a fim de serem inseridas no modelo econométrico de como controlar os efeitos sobre a variável dependente, sendo elas: tamanho, endividamento, lucratividade, crescimento, cobertura de juros, desempenho no mercado financeiro, internacionalização e governança corporativa (BHOJRAJ, SENGUPTA, 2003; GRAY ET AL., 2006; DAMASCENO, ARTES, MINARDI, 2008; SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; JIRAPORN et al., 2014; ATTIG et al., 2013; MURCIA et al., 2014; PEREIRA, MARTINS, 2015; FERNANDINO et al., 2014; LIMA, FONSECA, SILVEIRA, 2017).

Tamanho (T): para identificar o tamanho da empresa tomou-se como base o indicador dado pelo logaritmo natural (Ln) do total dos ativos (BHOJRAJ, SENGUPTA, 2003; SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; JIRAPORN et al., 2014; ATTIG et al., 2013; MURCIA et al., 2014; FERNANDINO et al., 2014).

Espera-se uma relação positiva entre o *rating* de crédito e o tamanho da empresa, pois empresas maiores geralmente dispõem de uma gestão mais profissionalizada, podendo influenciar na eficiência dos recursos e melhorar sua capacidade de pagamento (SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; FERNANDINO et al., 2014). Ainda, Bhojraj e Sengupta (2003), acreditam que empresas maiores, por serem consideradas com menor risco de mercado, dispõem de melhores *ratings* de crédito.

Endividamento (E): essa variável é composta pela relação entre o capital de terceiros e o ativo total (DAMASCENO, ARTES, MINARDI, 2008; ATTIG et al., 2013; MURCIA et al., 2014; LIMA, FONSECA, SILVEIRA, 2017). O nível de endividamento influencia na capacidade de pagamento da empresa e nos riscos que esta assume (MURCIA et al., 2014). Com isso, espera-se uma relação negativa entre *rating* de crédito e endividamento, pois quanto maior o capital de terceiros (endividamento) maior o risco assumido pela empresa e menor será seu *rating* recebido.

Lucratividade (L): a lucratividade, nesse estudo, é obtida pelo retorno sobre o patrimônio líquido, indicada pela relação entre lucro líquido e patrimônio líquido (MURCIA et al., 2014). Uma empresa lucrativa, geralmente, apresenta maior capacidade de gerar caixa para o pagamento das suas obrigações (GRAY et al., 2006) e com isso reduz sua probabilidade de inadimplência. Desse modo, espera-se que empresas mais lucrativas tenham uma melhor classificação de crédito.

Crescimento (C): variável obtida pela variação das receitas anuais (ATTIG et al., 2013; MURCIA et al., 2014). Assim como na variável Lucratividade, as taxas de crescimento podem indicar uma condição financeira favorável reduzindo as chances de inadimplência da empresa (ADAMS et al., 2003; GRAY et al., 2006) de forma que passam a receber melhores *ratings* de crédito.

Cobertura de juros (CJ): variável obtida pela divisão do EBITDA pela despesa financeira (SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; MURCIA et al., 2014). Gray et al. (2006) sugerem que os *ratings* são altamente sensíveis a cobertura de juros, pois demonstram que a empresa tem potencial financeiro para honrar com seus compromissos.

Desempenho no Mercado Financeiro (D): essa variável foi adotada na pesquisa tendo por base o estudo de Murcia et al. (2014), em que a utilizou com finalidade de capturar os efeitos do desempenho financeiro das empresas no mercado de ações na determinação de seus *ratings* de crédito. Os autores verificaram que a variável é estatisticamente relevante e positivamente relacionada com os *ratings* de crédito. Esse desempenho foi medido pela relação entre o preço das ações e patrimônio líquido por ação.

Internacionalização (I): para identificar a internacionalização das empresas, foi utilizada uma variável binária em foi atribuído o número 1 (um) para empresas com ações negociadas na bolsa de valores de Nova Iorque (NYSE) e 0 (zero) para as empresas que mantém ações apenas na BM&FBovespa.

Segundo Silva (2013), empresas com American Depositary Receipts (ADR), por negociarem suas ações em países como os Estados Unidos, por exemplo, estão sujeitas a

maior visibilidade e transparência e devem se adequar a padrões mais rigorosos e níveis de *disclosure* e com isso reduzem seu risco perante os usuários da informação. Desse modo espera-se que essas empresas recebam melhores *ratings* de crédito (MURCIA et al., 2014).

Governança Corporativa (GC): utilizou-se uma variável binária para identificar as empresas com boas práticas de governança corporativa, onde se atribuiu o valor 1 (um) para as empresas presentes no Nível 2 ou no Novo Mercado da BM&FBovespa e 0 (zero) para outras (MURCIA et al., 2014; PEREIRA, MARTINS, 2015).

A governança corporativa atua como redutora de potenciais conflitos entre administrador e acionista, visto que demonstra maior monitoramento das ações da empresa. Demonstra também que a empresa é menos propensa a má alocação de recursos, fazendo com que o risco de não pagamento das suas dívidas seja menor (BHOJRAJ, SENGUPTA, 2003; SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012).

Índice de *Social Disclosure* (ISD): utilizou-se a métrica proposta por Gonçalves et al. (2013). Estudos internacionais verificaram uma relação positiva entre responsabilidade social, medida por proxies diversas, e os *ratings* de crédito. Apesar da não existência de estudos nacionais que relacione evidenciação social e rating de crédito, espera-se novamente uma relação positiva entre as variáveis.

### ***3.4.2 Métrica para medir o social disclosure***

A partir da definição dessa amostra foram obtidos os relatórios anuais e de sustentabilidade através do site de relacionamento com investidor de cada empresa e, na falta desses relatórios, as demonstrações financeiras padronizadas (DFP's), para coletar as informações que compõe o ISD.

Para mensurar a evidenciação social, utilizou-se o índice de *social disclosure*, elaborado por Gonçalves et al. (2013), com fundamentação em Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004). O índice de *social disclosure* considera três dimensões que são especialmente úteis para identificar e caracterizar o item evidenciado, sendo elas: avaliação (qualitativa), mensuração (quantitativa) e padrão de relatórios (padronizada) (GONÇALVES et al. 2013). O quadro abaixo nos traz as informações de quais itens são avaliados pelo índice de *social disclosure*.



Quadro 2 – Indicadores do índice de *social disclosure*

Índice de <i>Social Disclosure</i>	Dimensão	Direcionadores	Itens Evidenciados
	Informações passadas	Avaliação (Ramanathan, 1976)	VAR001 – relação dos programas sociais com os valores da empresa
		Avaliação (Ramanathan, 1976)	VAR002 – avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais
		Mensuração (Ramanathan, 1976)	VAR005 – descrição de objetivos e metas para os programas sociais
		Mensuração (Ramanathan, 1976)	VAR006 – recursos financeiros alocados nos programas sociais
		Mensuração (Ramanathan, 1976)	VAR007 – valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado
		Mensuração (Ramanathan, 1976)	VAR008 – valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais
		Mensuração (Ramanathan, 1976)	VAR009 – resultados sociais obtidos nos programas sociais
		Padrão de relatórios (Ramanathan, 1976)	VAR011 – distribuição do valor adicionado
	Prospecções de ações futuras	Avaliação (Ramanathan, 1976)	VAR003 – descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais
Avaliação (Ramanathan, 1976)		VAR004 – descrição dos programas sociais futuros e em andamento	
Mensuração (Ramanathan, 1976)		VAR010 – projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais	
Acessibilidade	Padrão de relatórios (Ramanathan, 1976)	VAR012 – disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social	
	Padrão de relatórios (Ramanathan, 1976)	VAR013 – frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social	

Fonte: Gonçalves et al. (2013, p. 117)

As 13 variáveis destacadas no quadro acima foram analisadas a partir da análise de conteúdo e categorizadas, nos níveis 1 (restrito), 2 (baixo), 3 (médio) ou 4 (amplo), conforme a seguir (GONÇALVES et al., 2013, p. 118):

- a) **Restrito:** o *social disclosure* é classificado nessa categoria se a empresa não divulga a informação avaliada pelo item ora proposto;
- b) **Baixo:** o *social disclosure* é classificado nessa categoria se a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto, entretanto não o faz por programa social ou área de atuação, isto é, a informação é divulgada de modo geral, com uso de expressões como “os programas sociais”, “as ações sociais”;
- c) **Médio:** o *social disclosure* é classificado nessa categoria se a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto, fazendo-a por área de atuação ou por alguns programas sociais;
- d) **Amplo:** o *social disclosure* é classificado nessa categoria se a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto de maneira analítica, ou seja, há informação

referente a cada programa social; a característica dessa informação é de maior precisão e amplitude, como, por exemplo, “o projeto x...”.

Assim, essa categorização permite que as empresas recebam um índice de *social disclosure* mínimo de 13 pontos para as variáveis que obtiveram todos os resultados como restritos e de 52 pontos para as empresas que obtiveram amplo como resultado para todas as variáveis.

Considerando as variáveis independentes mencionadas anteriormente como determinantes dos *ratings* de crédito, utilizou-se a equação (1) a seguir, a fim de testar a hipótese (H<sub>1</sub>) do trabalho:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 T_{it} + \beta_3 E_{it} + \beta_4 L_{it} + \beta_5 C_{it} + \beta_6 CJ_{it} + \beta_7 DES_{it} + \beta_8 I_{it} + \beta_9 GC_{it} + \beta_{10} ISD_{it} + \varepsilon_{it}$$

Onde:

$Y_{it}$ : *Rating* de crédito da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ .

$T_{it}$ : tamanho da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ , variável medida pelo logaritmo natural do ativo total.

$E_{it}$ : endividamento da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ , medido pela divisão do passivo total pelo ativo total.

$L_{it}$ : lucratividade da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ , medido pela divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido.

$C_{it}$ : crescimento da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ , medido pela variação das receitas anuais.

$CJ_{it}$ : cobertura de juros da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ , medido pela divisão do EBITDA sobre as despesas financeiras.

$DES_{it}$ : desempenho no mercado financeiro da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ , medido pela divisão do preço da ação pelo seu valor patrimonial.

$I_{it}$ : internacionalização da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ , variável binária que será 1 caso a empresa esteja listada na NYSE e 0 para outras.

$GC_{it}$ : governança corporativa da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ , variável binária que será 1 caso a empresa esteja listada no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa e 0 para outras.

$ISD_{it}$ : índice de *social disclosure* da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ .

$\varepsilon_{it}$ : termo de erro referente a  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ , tendo por premissa distribuição normal com média zero e variância constante e finita.

$\beta_i$ : coeficiente das variáveis explanatórias, com  $i = 1, 2, 3, \dots, 9, 10$ .

### 3.5 Limitações da pesquisa

Uma das principais limitações do estudo está relacionada à mensuração da evidenciação social através do Índice de *Social Disclosure* (ISD), pois, segundo Gonçalves et al. (2013), o índice busca avaliar somente as informações referentes aos programas sociais externos realizados pelas empresas e contidos nos relatórios sociais propostos, desse modo pode haver informações sociais não capturadas dentro dos relatórios utilizados.

Para a coleta das informações que compõe o ISD utilizou-se os relatórios de sustentabilidade e relatórios anuais e, para as empresas que em algum dos anos analisados não emitiram esses relatórios, as demonstrações financeiras padronizadas. Com isso, tem-se outra limitação na coleta das informações sociais, visto que as demonstrações financeiras não tem o objetivo específico de evidenciar informações socioambientais.

Há ainda as limitações decorrentes da própria técnica de análise de conteúdo utilizada na coleta dos dados do ISD, que segundo Richardson et al. (2012) envolve a análise de dados qualitativos e desse modo não se pode evitar a interpretação pessoal do pesquisador.

Outra limitação a ser considerada, deve-se ao fato da utilização dos *ratings* de crédito emitido por três agências distintas. Apesar das semelhanças que possam existir entre as metodologias de determinação dos *ratings* de crédito dessas agências, não é possível afirmar que estas são iguais em vista das particularidades de cada agência.

## 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esse capítulo tem como objetivo apresentar e discutir os resultados dos testes estatísticos realizados para corroborar ou não a hipótese ( $H_1$ ) do trabalho. Parar tanto, o capítulo compreende a análise descritiva de todas as variáveis, inclusive da relação entre a variável *social disclosure* e *ratings* de crédito; e os resultados da estimação do modelo em painel, conforme equação (1) mencionada anteriormente.

### 4.1 Análise descritiva – *rating* de crédito e seus determinantes.

Para identificar se as empresas da amostra possuem as características consideradas determinantes do *rating*, apresenta-se o ranking abaixo das empresas com maiores e menores classificações de *rating* de crédito acumulado para os 10 anos estudados.

**Quadro 3 – Ranking das empresas por nível de *Rating* de Crédito**

<b>Ranking</b>	<b>Empresa</b>	<b>Ranking</b>	<b>Empresa</b>
1°	PETROBRAS	57°	IOCHP-MAXION
2°	ULTRAPAR	58°	MAGAZINE LUIZA
3°	VALE S/A	59°	QUALICORP
4°	BRASKEM	60°	ECORODOVIAS
5°	ENGIE BRASIL	61°	EMBRAER
6°	LOCALIZA	62°	RAIADROGASIL
7°	MULTIPLAN	63°	SER EDUCA

Fonte: Dados da pesquisa (2018)

Das sete empresas classificadas no ranking com piores classificações no ranking, as empresas Magazine Luiza, Qualicorp, Raia Drogasil e Ser Educacional também foram consideradas as menores da amostra, em 2016, considerando o ativo total. Por outro lado, das empresas no ranking com maior nível de *rating* de crédito, a Petrobrás, a Vale S/A e a Braskem, estas são consideradas as maiores da amostra, reforçando que empresas maiores tendem a receber melhores *ratings* de crédito (BHOJRAJ, SENGUPTA, 2003; ATTIG et al., 2013; MURCIA et al., 2014).

Com relação ao nível endividamento das empresas, das empresas com baixo nível de *rating*, duas estavam entre as mais endividadas e uma estava entre as menos endividadas. Para as empresas classificadas com alto nível de *rating* apenas a Braskem estava entre as mais endividadas e nenhuma estava entre as menos endividadas. Dessa forma não há evidências

suficientes para afirmar que as empresas com menor índice de endividamento possuem melhores *ratings* de crédito (DAMASCENO, ARTES, MINARDI, 2008).

Com relação a variável internacionalização, tem-se que as cinco primeiras empresas do ranking têm ações negociadas na NYSE. Apenas uma das empresas classificadas nas últimas posições do ranking tem ações negociadas na NYSE. Indicando assim que empresas com ações negociadas em mercados que exigem maior transparência, regulação e *enforcement* passam a transmitir uma imagem de maior segurança em suas práticas em virtude do ambiente ao qual estão inseridas e submetidas, trazendo como benefício melhor classificação de crédito (MURCIA et al., 2014).

No que diz respeito a variável Governança Corporativa, todas as empresas com menor índice de *rating* estavam listadas no Nível 2 ou no Novo mercado de governança corporativa da BM&FBovespa e três das mais bem classificadas no ranking de *rating* não estavam listadas nesse índice de governança, não corroborando, a partir dos dados analisados, a tendência de que empresas com melhores práticas de governança corporativa gerenciam melhor seus recursos a ponto de indicar menor risco e assim receberem melhores classificações de *rating* de crédito (BHOJRAJ, SENGUPTA, 2003; PEREIRA, MARTINS, 2015).

A variável *social disclosure*, para fins dessa análise se apresentou relevante, pois as empresas do ranking com menor classificação total de *rating* se encontram entre as dez empresas com menores índices de *social disclosure* total e as sete empresas no topo do ranking se encontram entre as trinta empresas mais bem avaliadas no *social disclosure* total. Apesar disso, essa análise não é suficiente para corroborar a hipótese se trabalho.

As demais variáveis consideradas como determinantes do *rating* de crédito não apresentaram informações relevantes para fins da análise proposta.

#### **4.2 Análise descritiva – *rating* de crédito e *social disclosure***

As variáveis desse estudo foram analisadas para um período de 10 anos, no primeiro ano (2007) analisou-se 33 empresas, chegando a 63 empresas no último ano compreendido no estudo (2016), totalizando 499 observações. Assim, essa seção tem por objetivo analisar a tendência dos *ratings* de crédito, ao longo do tempo, em relação ao nível de *social disclosure*.

Para realização dessa análise, utilizou-se a divisão proposta por Gonçalves et al. (2012), a fim de identificar se as empresas da amostra, para cada ano estudado, apresentam

um nível total de evidência social (*social disclosure*) classificadas como alto, médio, baixo ou ruim. Dessa forma, considerando que o valor total do ISD para cada ano está entre 13 pontos (13 variáveis do ISD avaliadas como restrito) e 52 pontos (13 variáveis do ISD avaliadas como amplo), dividiu-se as pontuações em quartis.

**Quadro 4 – Quartis do nível de *social disclosure* - total**

Quartis	Pontuação	Nível de Disclosure
Primeiro	até 24 pontos	Ruim
Segundo	de 25 a 30 pontos	Baixo
Terceiro	de 31 a 36 pontos	Médio
Quarto	acima de 37 pontos	Alto

Fonte: Gonçalves et al. (2012, p. 102).

A classificação proposta também serviu de parâmetro para classificar a pontuação dos *ratings* de crédito como alto, médio, baixo e muito baixo. A pontuação dos *ratings* está entre 8 pontos (melhor *rating*) e 1 ponto (pior *rating*). Dessa forma, as pontuações de *rating* recebidas pelas empresas também foram divididas em quartis, conforme a seguir.

**Quadro 5 – Quartis do nível *rating* de crédito - total**

Quartis	Pontuação do <i>Rating</i>	Nível de <i>Rating</i>
Primeiro	1 a 5 pontos	Muito baixo
Segundo	6 pontos	Baixo
Terceiro	7 pontos	Médio
Quarto	8 pontos	Alto

Das 499 observações apenas 4 estavam com *ratings* classificados entre 1 e 4 pontos e o restante das observações se dividiu entre 5 e 8 pontos, por esse motivo elaborou-se os quartis do nível de *rating* de crédito conforme demonstrado acima.

A partir das classificações por quartis, pode-se analisar se as empresas classificadas com alto nível de *social disclosure* estavam também identificadas com alto nível de *rating* de crédito. Com isso, têm-se a tabela 3 que inicialmente demonstra qual a tendência do *rating* de crédito para cada nível de evidência social (alto, médio, baixo, ruim) a cada dois anos e, posteriormente demonstra a análise para o conjunto de todos os anos.

Com relação às empresas classificadas no maior nível de evidência social (ISD Alto) em nenhum dos anos estas receberam classificações de *rating* muito baixo. Verificou-se também uma tendência decrescente para as empresas com ISD Alto classificadas com *rating* baixo, onde em 2007-2008 tem-se 26,32%, chegando a não ter nenhuma empresa nessas condições para o período de 2013-2014, terminando em 2015-2016 em 18,18%.

Por outro lado, há uma queda da porcentagem de empresas com ISD Alto que recebiam nível de *rating* alto, passando de 31,58% em 2007-2008 para 18,18% em 2015-2016. Nota-se que essas empresas se concentram, em todos os períodos analisados, no nível de *rating* médio.

Tabela 3 – Quantidade de empresas por nível de ISD e *Ratings* de crédito.

2007 – 2008									2009 -2010								
Ratings de Crédito	Nível de ISD								Ratings de Crédito	Nível de ISD							
	Ruim (abaixo de 24)		Baixo (de 25 a 30)		Médio (de 31 a 36)		Alto (acima de 37)			Ruim (abaixo de 24)		Baixo (de 25 a 30)		Médio (de 31 a 36)		Alto (acima de 37)	
<b>Muito Baixo (1-5)</b>	5	27,78%	2	22,22%	3	12,50%	0	0,00%	<b>Muito Baixo (1-5)</b>	4	19,05%	2	16,67%	2	6,25%	0	0,00%
<b>Baixo (6)</b>	7	38,89%	2	22,22%	6	25,00%	5	26,32%	<b>Baixo (6)</b>	10	47,62%	4	33,33%	7	21,88%	4	21,05%
<b>Médio (7)</b>	6	33,33%	5	55,56%	15	62,50%	8	42,11%	<b>Médio (7)</b>	5	23,81%	5	41,67%	18	56,25%	10	52,63%
<b>Alto (8)</b>	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	6	31,58%	<b>Alto (8)</b>	2	9,52%	1	8,33%	5	15,63%	5	26,32%
<b>Total de empresas</b>	18	100,00%	9	100,00%	24	100,00%	19	100,00%	<b>Total de empresas</b>	21	100,00%	12	100,00%	32	100,00%	19	100,00%
2011 -2012									2013-2014								
Ratings de Crédito	Nível de ISD								Ratings de Crédito	Nível de ISD							
	Ruim (abaixo de 24)		Baixo (de 25 a 30)		Médio (de 31 a 36)		Alto (acima de 37)			Ruim (abaixo de 24)		Baixo (de 25 a 30)		Médio (de 31 a 36)		Alto (acima de 37)	
<b>Muito Baixo (1-5)</b>	2	10,53%	3	10,71%	1	2,38%	0	0,00%	<b>Muito Baixo (1-5)</b>	2	8,00%	3	12,00%	1	2,08%	0	0,00%
<b>Baixo (6)</b>	7	36,84%	6	21,43%	2	4,76%	2	11,11%	<b>Baixo (6)</b>	3	12,00%	4	16,00%	4	8,33%	0	0,00%
<b>Médio (7)</b>	8	42,11%	12	42,86%	26	61,90%	13	72,22%	<b>Médio (7)</b>	16	64,00%	11	44,00%	28	58,33%	14	82,35%
<b>Alto (8)</b>	2	10,53%	7	25,00%	13	30,95%	3	16,67%	<b>Alto (8)</b>	4	16,00%	7	28,00%	15	31,25%	3	17,65%
<b>Total de empresas</b>	19	100,00%	28	100,00%	42	100,00%	18	100,00%	<b>Total de empresas</b>	25	100,00%	25	100,00%	48	100,00%	17	100,00%
2015-2016									2007-2016								
Ratings de Crédito	Nível de ISD								Ratings de Crédito	Nível de ISD							
	Ruim (abaixo de 24)		Baixo (de 25 a 30)		Médio (de 31 a 36)		Alto (acima de 37)			Ruim (abaixo de 24)		Baixo (de 25 a 30)		Médio (de 31 a 36)		Alto (acima de 37)	
<b>Muito Baixo (1-5)</b>	4	13,79%	2	8,33%	2	3,39%	0	0,00%	<b>Muito Baixo (1-5)</b>	17	15,18%	12	12,24%	9	4,39%	0	0,00%
<b>Baixo (6)</b>	6	20,69%	4	16,67%	9	15,25%	2	18,18%	<b>Baixo (6)</b>	33	29,46%	20	20,41%	28	13,66%	13	15,48%
<b>Médio (7)</b>	16	55,17%	13	54,17%	34	57,63%	7	63,64%	<b>Médio (7)</b>	51	45,54%	46	46,94%	121	59,02%	52	61,90%
<b>Alto (8)</b>	3	10,34%	5	20,83%	14	23,73%	2	18,18%	<b>Alto (8)</b>	11	9,82%	20	20,41%	47	22,93%	19	22,62%
<b>Total de empresas</b>	29	100,00%	24	100,00%	59	100,00%	11	100,00%	<b>Total de empresas</b>	112	100,00%	98	100,00%	205	100,00%	84	100,00%

Fonte: Autor.

Percebe-se que maior parte das empresas classificadas com nível de ISD Ruim recebeu nível de *rating* baixo ou muito baixo no início do período (2007-2012). Para os períodos posteriores (2013-2016) a maior parte dessas empresas passou a ser classificada com nível médio de *rating*.

Para o período total 2007 – 2016 tem-se que 84,52% das empresas com melhor índice de *social disclosure* (ISD Alto) receberam classificações de *ratings* de crédito médio ou alto e apenas 15,48% receberam nível baixo ou ruim. Por outro lado, tem-se que 44,64% das empresas com menores níveis de *social disclosure* (ISD Ruim) foram classificadas com *rating* baixo ou muito baixo. Os resultados corroboram com a ideia central do estudo de que empresas com melhores níveis de *social disclosure* recebem melhores classificações de *rating* de crédito.

Outro ponto importante é visualizar como as empresas estão distribuídas com relação ao total de observações do ISD (2007-2016), onde 41% das empresas se concentram no ISD Médio, 22% no ISD Ruim, 20% no ISD Baixo e 17% no ISD alto. Assim, apesar dos benefícios associados ao envolvimento e divulgação de ações sociais, as empresas mantêm a média na qualidade do *social disclosure*, tendo inclusive mais empresas classificadas com ISD Baixo e ISD Ruim que empresas classificadas com ISD Alto.

### 4.3 Análise da regressão com dados em painel – determinantes do *rating* de crédito

Essa seção apresenta os resultados do modelo de regressão proposta pela equação (1) mencionada anteriormente, de forma a responder ao problema de pesquisa e trazer as conclusões sobre a hipótese ( $H_1$ ) do trabalho.

O modelo de regressão foi estimado usando dados em painel, podendo ser com efeitos fixos ou aleatórios. Utilizou-se o teste de Hausman para identificar se o modelo seria estimado com efeitos fixos ou aleatórios. O resultado do teste é apresentado conforme a seguir:

**Tabela 4 – Teste de Hausman para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios em *cross-section***

Test Summary	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Cross-section random	36.442572	9	0.0000

Fonte: Dados da pesquisa (2018)

O resultado do teste Hausman rejeitou a hipótese nula para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios (p-valor <0,05), portanto, os dados foram estimados com efeitos



fixos. Foi realizado o teste Jarque-Bera para verificar a normalidade que indicou que os resíduos estão distribuídos normalmente (p-valor >0,05).

Ainda, a fim de identificar se as series são estacionárias foi realizado o teste de raiz unitária de Levin, Lin e Chut (p-valor <0,00); Im, Pesaran e Shin (p-valor <0,00); ADF-Fisher (p-valor <0,00) e PP-Fisher (p-valor <0,00). Por apresentar raiz unitária, a variável tamanho foi estimada em primeira diferença. Para todas as demais variáveis, os testes rejeitam a hipótese da existência de raiz unitária e, portanto, a série é estacionária.

Assim, tem-se a seguir os resultados da regressão, estimada com efeitos fixos e corrigida pela matriz de SUR que é considerada robusta para regressões que apresentam problemas de heterocedasticidade e autocorrelação dos resíduos.

**Tabela 5 – Resultados da regressão em painel com efeitos fixos, corrigido pela Matriz de SUR, para a variável dependente *Rating* de crédito.**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística <i>t</i>	Prob.
C	6.867450	0.157517	43.59818	0.0000
ISD	0.033777	0.004788	7.053921	0.0000***
T	0.045659	0.172971	0.263972	0.7919
E	-2.022336	0.177985	-11.36237	0.0000***
L	0.595895	0.162234	3.673052	0.0003***
C	0.082873	0.047064	1.760860	0.0790*
CJ	0.000512	0.001222	0.418777	0.6756
DES	0.057097	0.011283	5.060263	0.0000***
GC	-0.071198	0.063536	-1.120605	0.2631
I	0.190618	0.064595	2.950960	0.0033***
Fixed Effects (Period)				
2008—C	-0.312662			
2009—C	-0.510126			
2010—C	-0.189127			
2011—C	-0.003170			
2012—C	0.058027			
2013—C	0.166799			
2014—C	0.235010			
2015—C	0.261432			
2016—C	-0.062401			
<b>Effects Specification</b>				
<b>Period fixed (dummy variables)</b>				
R-squared	0.375393	Mean dependent var		6.853211
Adjusted R-squared	0.349990	S.D. dependent var		0.877045
S.E. of regression	0.707102	Akaike info criterion		2.185123
Sum squared resid	208.9969	Schwarz criterion		2.353466
Log likelihood	-458.3568	Hannan-Quinn criter.		2.251559
F-statistic	14.77770	Durbin-Watson stat		0.557943
Prob(F-statistic)	0.000000			

Fonte: Dados da pesquisa (2018)

Nota: \* significante ao nível de 10%; \*\* significante ao nível de 5% e \*\*\* significante ao nível de 1%. ISD = índice de *social disclosure*; T = tamanho, mensurado pelo Ln do ativo total da empresa *i* no período *t* no período de 2007-2016; E = endividamento, passivo exigível total/ativo total; L = lucratividade, lucro líquido/patrimônio líquido; C = crescimento, variação das receitas anuais; CJ = cobertura de juros, EBITDA/despesa financeira; DES = desempenho no mercado financeiro, preço da ação/valor patrimonial da ação; GC = governança corporativa, 1 para empresas listadas no Nível 2 ou Novo Mercado da BM&FBovespa e 0 para as demais; I = internacionalização, 1 para empresas com ações negociadas na NYSE e 0 para as demais.

A partir dos resultados apresentados, nota-se que o modelo é significativo como um todo, conforme o resultado do teste F (p-valor da estatística  $F < 0,01$ ). As variáveis do modelo explicam, aproximadamente, 35% do comportamento da variável dependente *Rating* de Crédito (R-quadrado ajustado = 0,3499).

A partir dos testes realizados e do resultado do modelo de regressão verifica-se que as variáveis índice de *social disclosure*, endividamento, lucratividade, desempenho no mercado financeiro e internacionalização são estatisticamente significantes ao nível de significância de 1%.

A relação negativa entre a variável *rating* de crédito e endividamento já era esperada conforme estudos anteriores (ATTIG et al., 2013; MURCIA et al., 2014; LIMA, FONSECA, SILVEIRA, 2017) que mencionam que o capital de terceiros é mais oneroso e por isso empresas mais endividadas tem maiores chances de não conseguir honrar com seus compromissos financeiros. Sendo assim, empresas mais endividadas tendem a receber *ratings* de crédito mais baixos.

Além disso, encontrou-se uma relação positiva entre *rating* de crédito e lucratividade, seguindo a mesma linha dos estudos de Gray et al. (2006) e Murcia et al. (2014) em que afirmam que empresas mais lucrativas têm maior capacidade de gerar recursos capazes de pagar suas obrigações.

A relação entre *rating* de crédito e a variável desempenho no mercado financeiro estudada até então apenas no trabalho de Murcia et al. (2014) foi corroborada por esse estudo. A variável teve uma relação positiva e estatisticamente significativa com o *rating* conforme esperado, demonstrando que o desempenho das empresas no mercado financeiro, a partir do preço de mercado das ações, está positivamente relacionado na determinação dos *ratings* de crédito.

A variável internacionalização também apresentou significância, o resultado vai ao encontro de estudos que afirmam que empresas brasileiras com ações negociadas na NYSE, possivelmente por estarem sujeitas a maior rigor e maior transparência de informação, indicam aos usuários da informação menor risco (SILVA, 2013; MURCIA et al., 2014).

O crescimento da empresa está positivamente relacionado com os *ratings* de crédito ao nível de significância de 10%. Indicando que empresas com maiores taxas de crescimento têm melhores chances de se manter lucrativa e gerar recursos financeiros para pagamento de dívidas conforme sugerido por Adams et al. (2003) e Gray et. al (2006).

Empresas maiores, com maior cobertura de juros e melhores práticas de governança corporativa são características que estão relacionadas à capacidade da empresa de obter, manter e gerenciar seus recursos financeiros indicando que terão condições financeiras de pagar suas dívidas (ADAMS et al., 2003; BHOJRAJ, SENGUPTA, 2003; GRAY et al., 2006; SOARES, COUTINHO, CAMARGOS, 2012; JIRAPORN et al., 2014; ATTIG et al., 2013; MURCIA et al., 2014; FERNANDINO et al., 2014), porém os resultados apresentados apesar de possuírem o sentido esperado (exceto governança corporativa) não foram significativos para mencionadas variáveis (tamanho, cobertura de juros e governança corporativa).

Com relação à variável do *social disclosure* (ISD), fonte de apreciação desse estudo, esta foi significativa e teve como resultado uma relação positiva com os *ratings* de crédito conforme estudos que investigaram essa relação (ATTIG et al., 2013; JIRAPORN et al., 2014; KIM, KIM, 2014; CHANG, LI, SHIM, 2017; DEVALLE, FIANDRINO E CANTINO, 2017) e conforme análise descritiva dos dados feita anteriormente.

A seguir tem-se o quadro com o resumo dos resultados observados em relação aos resultados esperados.

**Quadro 6 – Resumo dos resultados – rating de crédito e variáveis independentes**

Variáveis Independentes	Sinal Esperado	Sinal Observado	Significante
Índice de <i>Social Disclosure</i>	(+)	(+)	Sim***
Tamanho	(+)	(+)	Não
Endividamento	(-)	(-)	Sim***
Lucratividade	(+)	(+)	Sim***
Crescimento	(+)	(+)	Sim*
Cobertura de Juros	(+)	(+)	Não
Desempenho no mercado financeiro	(+)	(+)	Sim***
Governança Corporativa	(+)	(-)	Não
Internacionalização	(+)	(+)	Sim***

\* significativa ao nível de 10%; \*\* significativa ao nível de 5% e \*\*\* significativa ao nível de 1%.

Com todos os aspectos já mencionados tem-se que a evidenciação social pode ser vista como um mecanismo de redução das incertezas dos credores com relação aos riscos da empresa, sendo essa redução do risco percebido através dos melhores ratings de crédito emitidos pelas agências. Assim, os resultados corroboram a hipótese (H<sub>1</sub>) do trabalho que empresas com maiores níveis de evidenciação social são mais bem avaliadas pelas agências de rating e assim recebem melhores ratings de crédito.

## 5. CONCLUSÕES

O objetivo central desse estudo é investigar se empresas com maiores índices de *social disclosure* recebem melhores classificações de *rating* de crédito. Para isso, foram analisadas 63 empresas brasileiras abertas nos anos 2007 a 2016, resultando em um total de 499 observações.

Um dos resultados encontrados na análise descritiva dos dados é que em nenhum dos conjuntos de períodos estudados empresas com melhores níveis de *social disclosure* receberam classificações de *rating* muito baixo, recebendo em sua maioria *rating* médio ou alto. As empresas com piores níveis de evidenciação social se concentraram nas classificações de *rating* baixo ou muito baixo entre 2007-2012 e a partir desse período passaram a receber em sua maioria *ratings* de crédito médio. Inicialmente, pode se perceber uma tendência de que as empresas com melhores práticas de evidenciação social passam a receber melhores *ratings* de crédito.

Assim, o modelo estimado com dados em painel apresentou que as variáveis de controle endividamento, lucratividade, desempenho no mercado financeiro e internacionalização foram estatisticamente significantes ao nível de 1% (p-valor < 0,01).

A respeito da variável índice de *social disclosure*, esta também foi significativa (p-valor < 0,01), corroborando a hipótese ( $H_1$ ) do trabalho, uma vez que as empresas podem, por meio da divulgação de ações sociais, sinalizar maior transparência e maior segurança, fazendo com que os agentes do mercado a percebam como menos arriscadas, inclusive as agências de *rating*.

Sugere-se como pesquisas posteriores, a investigação da relação inversa entre as variáveis *social disclosure* e *rating* de crédito, isto é, se as classificações de crédito ou se o risco de crédito das empresas faz com que as empresas evidenciem mais informações de cunho social.

## REFERÊNCIAS

- ABERNATHY, J.; STEFANIAK, C.; WILKINS, A.; OLSON, J. Literature review and research opportunities on credibility of corporate social responsibility reporting. *American Journal of Business*, v. 32, n.1, p. 24-41, 2017.
- ADAMS, M.; BURTON, B.; HARDWICK, P. The determinants of credit ratings in the United Kingdom insurance industry. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 30, n. 3-4, p. 539-572, 2003.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. dos. Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa das empresas brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, v. 18, n. 45, p. 109-126, 2016.
- ALMEIDA-SANTOS, P. S.; DANI, A. C.; KRESPI, N. T.; LAVARDA, C. E F. Desempenho econômico e a responsabilidade social corporativa: uma contribuição para a análise da relação destas variáveis no caso das maiores companhias abertas Brasileiras. *Enfoque: Reflexão Contábil*, v. 32, n. 1, 2013.
- ATTIG, N.; EL GHOUL, S.; GUEDHAMI, O.; SUH, J. Corporate social responsibility and credit ratings. *Journal of Business Ethics*, v. 117, n. 4, p. 679-694, 2013.
- BARAIBAR-DIEZ, E; SOTORRIO, L. L. O efeito mediador da transparência na relação entre responsabilidade social corporativa e reputação corporativa. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 20, n. 1, p. 5-21, 2018.
- BARDIN, Laurence. *Análise de Conteúdo*. Tradução de Luís Antero Reto e Augusto Pinheiro. Lisboa: Edições, v. 70, 1977.
- BARNEA, A.; RUBIN, A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. *Journal of Business Ethics*, v. 97, n. 1, p. 71-86, 2010.
- BASU, R; NAUGHTON, J; WANG, C. The effect of credit rating changes on voluntary disclosure. Working paper, Northwestern University, 2018.
- BEUREN, I. L.; BOFF, M. L.; HORN, J. E.; HORN, M. A. Adequação da evidenciação social das empresas de capital aberto no Relatório da Administração e Notas Explicativas às recomendações da NBC T 15. *Revista de Contabilidade e Organizações*. FEA-USP, v. 4, n. 8, p. 47-68, 2010.
- BHANDARI, A.; JAVAKHADZE, D. Corporate Social Responsibility and Capital Allocation Efficiency (January 14, 2017). *Journal of Corporate Finance*, v. 43, p. 354-377, 2017.
- BHOJRAJ, S.; SENGUPTA, P. Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, v. 76, n. 3, p. 455-476, 2003.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BM&FBOVESPA). Índices Amplos. Disponível em: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-brasil-100-ibrx-100.htm). Acesso em: 11 jan. 2018.

BRITO, G. A. S.; ASSAF NETO, A.; CORRAR, L. J. Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 51, p. 28-43, 2009.

BUSCH, T.; LEHMANN, N.; HOFFMANN, V. H. Corporate Social Responsibility, Negative Externalities, and Financial Risk: The Case of Climate Change. Tinbergen Institute Discussion Papers, n. 12-102/IV/DSF40, 2012.

CAHAN, S. F.; CHEN, C.; CHEN, L.; NGUYEN, N. The Business Press and Corporate Social Responsibility: Reputation, Cost of Capital, and Firm Value. In *American Accounting Association Annual Meeting Session*. Working paper, 2014.

CANTOR, R.; PACKER, F. The Credit Rating Industry. *Journal of Fixed Income*, v. 5, n. 3, p. 10–34, 1995.

CARROL, A. B. A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. Georgia, 1979.

CHANG, K.; LI, Y.; SHIM, H. Do Credit Rating Agencies Value Corporate Social Responsibility? Role of Societal Trust and Consistent Corporate Policy. 2017. Disponível em: [http://www.apjfs.org/resource/global/caf/2017\\_7\\_4.pdf](http://www.apjfs.org/resource/global/caf/2017_7_4.pdf). Acesso em: 20 de abril de 2018.

COOPER, S. M.; OWEN, D. L. Corporate Social reporting and stakeholder accountability: The missing link. *Accounting, Organizations and Society*, v. 32, n. 7-8, p. 649-667, 2007.

CORMIER, D.; AERTS, W.; LEDOUX, M.-J.; MAGNAN, M. Attributes of social and human capital disclosure and information asymmetry between managers and investors. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, v. 26, n. 1, p. 71-88, 2009.

CORMIER, D.; LEDOUX, M.-J.; MAGNAN, M. The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, v. 49, n. 8, p. 1276–1304, 2011.

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.

CUI, J.; JO, H.; NA, H. Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? *Journal of Business Ethics*, v. 148, n. 3, p. 549-572, 2018.

DEVALLE, A.; FIANDRINO, SIMONA.; CANTINO, V. ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays. *International Journal of Business and Social Science*, v. 12, n. 9, p. 53-65, 2017.

DHALIWAL, D. S.; RADHAKRISHNAN, S.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, v. 87 n. 3, p. 723-759, 2012.

EL GHOUL, S.; GUEDHAMI, O.; KWOK, C. C.; MISHRA, D. Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, v. 35, p. 2388–2406, 2011.

FERNANDINO, G. F., R. T. TAKAMATSU, W. M. LAMOUNIER. Impacto dos índices contábeis na aplicação de rating de crédito em empresas brasileiras de capital aberto. *Contabilidade Vista e Revista*, v. 25, n. 3, p. 78-94, 2014.

FITCH RATINGS. Entendendo os ratings de crédito-Usos e Limitações Ações de Ratings. Acesso em 27 de março de 2018. Disponível em: [http://www.fitchratings.com.br/pages/def\\_rtg\\_about](http://www.fitchratings.com.br/pages/def_rtg_about).

GALI, N.; HAJJAR, D.; JAMALI, I. The corporate governance and social responsibility nexus in the Lebanese banking industry. *Corporate Governance*, v. 16, n. 3, p. 609-638, 2016.

GODFREY, P.C.; MERRILL, C.B.; HANSEN, J.M. The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis. *Strategic Management Journal*, v. 30, p. 425-445, 2009.

GONÇALVES, R. D. S.; MEDEIROS, O. R. D.; GONÇALVES, A. D. O. Evidenciação social das empresas brasileiras de capital aberto: uma análise qualitativa das ações em programas sociais externos no período de 2005 a 2009. *Revista Universo Contábil*, v. 8, n. 4, p. 97-118, 2012.

GONÇALVES, R. D. S.; MEDEIROS, O. R. D.; NIYAMA, J. K.; WEFFORT, E. F. J. Social disclosure e custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 24, n. 62, p. 113-124, 2013.

GRAY, S.; MIRKOVIC, A.; RAGUNATHAN, V. The determinants of credit ratings: Australian evidence. *Australian Journal of Management*, v. 31, n. 2, p. 333-354, 2006

IOANNOU, I.; SERAFEIM, G. The impact of corporate social responsibility on investment recommendations, 2009. Disponível em: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1507874](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1507874). Acesso em: 02 de abril de 2018.

JIRAPORN, P.; JIRAPORN, N.; BOEPRASERT, A.; CHANG, K. (2014), Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification. *Financial Management*, v. 43, p. 505-531, 2014.

JO, H.; NA, H. Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from Controversial Industry Sectors. *Journal of Business Ethics*, v. 110, n. 4, p. 441–456, 2012.

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

KRASODOMSKA, J.; CHO, C. H. Corporate social responsibility disclosure: Perspectives from sell-side and buy-side financial analysts. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, v. 8, n. 1, p. 2-19, 2017.

KIM, D.; KIM, J. Effects of Corporate Social Responsibility and Governance on Its Credit Ratings. *The Scientific World Journal*, v. 2014, Article ID 305452, 2014.

LANGOHR, H.; LANGOHR, P. The Rating Agencies and Their Credit Ratings : What They Are, How They Work, and Why They Are Relevant. *John Wiley & Sons, Incorporated*, 2010. ProQuest Ebook Central, <https://ebookcentral.proquest.com/lib/univbrasil-ebooks/detail.action?docID=516967>.

LEE, D. Corporate social responsibility and management forecast accuracy. *Journal of Business Ethics*, v. 140, n. 2, p. 353-367, 2017.

LIMA, F. G.; FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F. Uma análise dos determinantes dos ratings de crédito: evidências entre empresas não financeiras brasileiras. In: XVII USP International Conference in Accounting, 2017, São Paulo. XVII USP International Conference in Accounting, 2017.

MCWILLIAMS, A.; SIEGEL, D.S.; WRIGHT, P.M. Corporate social responsibility: strategic implications. *Journal of Management Studies*, v. 43, n. 1, p. 1-18, 2006.

MOODY'S. Rating Symbols and Definitions. Publicado em: julho de 2017. Acesso em: 27 de março de 2018. Disponível em: <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx>.

MOURA, A. A. F. de; NASCIMENTO, F. S. P. do; LUCA, M. M. M. de. Evidenciação voluntária de informações sociais por empresas de capital aberto sediadas nas regiões Norte, Nordeste, Centro-Oeste e Sudeste do Brasil: um estudo com base em indicadores de responsabilidade social corporativa da ONU. Congresso Brasileiro de Custos. Belo Horizonte, MG, Brasil. Nov, 2010

MURCIA, F.C.S; MURCIA, F.D.; ROVER, S.; BORBA, J.A. The determinants of credit rating: Brazilian evidence, *Brazilian Administration Review*, v. 11, n. 2, p. 188-209, 2014.

MURCIA, F. D. R.; SANTOS, A. dos. Fatores determinantes do nível do disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em contabilidade*, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.

ODRIOZOLA, M. D.; BARAIBAR-DIEZ, E. Is Corporate Reputation Associated with Quality of CSR Reporting? Evidence from Spain. *Corp. Soc. Responsib. Environ. Mgmt.*, v. 24, p.121–132, 2017.

ORLITZKY, M.; BENJAMIN, J. D. Corporate social performance and firm risk: A metaanalytic review. *Business Society*, v. 40, n. 4, p. 369-396, 2001.

PELOZA, J. Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance. *California Management Review*, v. 48, n. 2, p. 52 – 72, 2006.

PEREIRA, L. H. M.; MARTINS, O. S. Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BM&FBovespa. *REGE Revista de Gestão*, v. 22, n. 2, p. 205-221, 2015.



PÉREZ, A. Corporate reputation and CSR reporting to stakeholders: Gaps in the literature and future lines of research. *Corporate Communications: An International Journal*, v. 20, n. 1, p. 11-29, 2015.

RICHARDSON, A.; WELKER, M. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations and Society*, v. 26, n. 7/8, p. 597–616, 2001.

RICHARDSON, R. J. Pesquisa Social: Métodos e Técnicas. 3º Edição. Reimpressão. São Paulo: Atlas, 2012.

RODRIGUES, S. S.; GALDI, F. C. Relações com investidores e assimetria informacional. *Revista Contabilidade & Finanças*, São Paulo, v. 28, n. 74, p. 297-312, 2017.

SILVA, E. D. S.; SANTOS, J. F. D.; ALMEIDA, M. A. Os efeitos dos mecanismos de Governança Corporativa sobre os ratings de crédito das debêntures. *Revista de Negócios*, v. 17, n. 3, p. 80-93, 2012.

SILVA, R. L. M. Adoção completa das IFRS no Brasil: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio. 2013. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis), – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2013.

SOARES, G. O. G.; COUTINHO, E. S.; CAMARGOS, M. A. Determinantes do Rating de Crédito de Companhias Brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, v. 23, n. 3, p. 104-143, 2012.

STANDARD & POOR'S. Definições de Ratings da S&P Global Ratings. Publicado em 26 de junho de 2017. Acesso em: 27 de março de 2018. Disponível em: [https://www.standardandpoors.com/pt\\_LA/web/guest/regulatory/ratings-definitions](https://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/ratings-definitions)

TEIXEIRA, E. A.; NOSSA, V.; FUNCHAL, B. O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Rev. contab. finanç.*, v. 22, n. 55, p. 29-44, 2011. <http://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>.

VAZ, A. C.; GONÇALVES, R. S.; NIYAMA, J. K.; GONÇALVES, A. O. Análise comparativa sobre informações voluntárias divulgadas: o social disclosure das empresas latino-americanas listadas na NYSE. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 4, n. 1, p. 38-59, 2010.

**APÊNDICE A – Ano em que a empresa começou a ser analisada**

<b>NÚMERO</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>AGÊNCIA DE RATING</b>	<b>PRIMEIRO ANO ANALISADO</b>
1	AES TIETE	Standard&Poor's	2007
2	ALL AMERICA LATINA (RUMO S/A)	Fitch Ratings	2007
3	ALUPAR	Fitch Ratings	2013
4	AMBEV S/A	Moody's	2009
5	BM&FBOVESPA (B3)	Moody's	2010
6	BR MALLS PARTICIPAÇÕES	Fitch Ratings	2007
7	BR PROPERTIES AS	Fitch Ratings	2010
8	BRASKEM	Standard&Poor's	2007
9	BRF AS	Fitch Ratings	2011
10	CCR AS	Standard&Poor's	2007
11	CEMIG	Fitch Ratings	2007
12	CESP	Standard&Poor's	2007
13	CIELO	Fitch Ratings	2012
14	COPASA	Moody's	2011
15	COPEL	Fitch Ratings	2007
16	COSAN	Standard&Poor's	2008
17	CPFL ENERGIA	Standard&Poor's	2007
18	CYRELA REALT	Standard&Poor's	2007
19	ECORODOVIAS	Moody's	2015
20	ELETROBRAS	Moody's	2011
21	ELETROPAULO	Standard&Poor's	2008
22	EMBRAER	Fitch Ratings	2016
23	ENERGIAS BR	Moody's	2007
24	ENERGISA	Moody's	2007
25	ENGIE BRASIL	Standard&Poor's	2007
26	ESTACIO PARTICIPAÇÕES	Standard&Poor's	2011
27	FIBRIA	Fitch Ratings	2009
28	FLEURY	Moody's	2011
29	GAFISA	Standard&Poor's	2007
30	GERDAU	Fitch Ratings	2007
31	GOL	Fitch Ratings	2007
32	HYPERMARCAS AS	Standard&Poor's	2010
33	IGUATEMI	Standard&Poor's	2007
34	IOCHP-MAXION	Standard&Poor's	2013
35	JBS	Fitch Ratings	2007
36	KLABIN S/A	Standard&Poor's	2007
37	LIGHT S/A	Moody's	2007
38	LOCALIZA	Standard&Poor's	2007
39	LOJAS AMERICANAS	Fitch Ratings	2007
40	LOJAS RENNER	Standard&Poor's	2011

Continua página seguinte

**continuação – APÊNDICE A – Ano em que a empresa começou a ser analisada**

41	MAGAZINE LUIZA	Standard&Poor's	2014
42	MARFRIG GLOBAL FOODS	Fitch Ratings	2007
43	MINERVA FOODS SA	Fitch Ratings	2007
44	MRV ENGENHARIA	Standard&Poor's	2008
45	MULTIPLAN	Standard&Poor's	2007
46	NATURA	Standard&Poor's	2010
47	P.ACUCAR-CBD	Fitch Ratings	2007
48	PETROBRAS	Fitch Ratings	2007
49	QUALICORP	Standard&Poor's	2015
50	RAIADROGASIL	Fitch Ratings	2016
51	SABESP	Standard&Poor's	2007
52	SANEPAR	Moody's	2013
53	SAO MARTINHO	Standard&Poor's	2011
54	SER EDUCA	Fitch Ratings	2016
55	SID NACIONAL	Standard&Poor's	2007
56	SUL AMERICA	Fitch Ratings	2008
57	SUZANO PAPEL CELULOSE	Fitch Ratings	2007
58	TELEF BRASIL VIVO	Standard&Poor's	2011
59	TRAN PAULIST	Fitch Ratings	2009
60	ULTRAPAR	Standard&Poor's	2007
61	USIMINAS	Standard&Poor's	2007
62	VALE S/A	Moody's	2007
63	VALID SOLUÇÕES E SERVIÇOS	Moody's	2011