



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA  
MESTRADO PROFISSIONAL EM ADMINISTRAÇÃO E CONTROLADORIA  
MPAC – 2018-2020

RAQUEL VIDAL VASCONCELOS

**DIVERSIDADE DA ALTA GESTÃO E *DISCLOSURE* DE RISCO NAS  
COMPANHIAS ABERTAS PREMIADAS PELA ABRASCA**

MAIO/2020  
FORTALEZA

RAQUEL VIDAL VASCONCELOS

**DIVERSIDADE DA ALTA GESTÃO E *DISCLOSURE* DE RISCO NAS  
COMPANHIAS ABERTAS PREMIADAS PELA ABRASCA**

Dissertação submetida à Coordenação do Curso de Mestrado Profissional em Administração e Controladoria da Universidade Federal do Ceará, como requisito para a obtenção do grau de mestra em Administração e Controladoria.

Orientadora: Prof.<sup>ra</sup> Alessandra Carvalho de Vasconcelos, D.<sup>ra</sup>

**BANCA EXAMINADORA**

---

Professora D.<sup>ra</sup> Alessandra Carvalho de Vasconcelos – Orientadora  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Professor Dr. Carlos Adriano Santos Gomes  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Professora D.<sup>ra</sup> Denise Maria Moreira Chagas Correa  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Professor Dr. Afonso Carneiro Lima  
Universidade de Fortaleza (Unifor)

**FORTALEZA  
2020**

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Universidade Federal do Ceará  
Biblioteca Universitária  
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

---

V1d VASCONCELOS, RAQUEL.  
DIVERSIDADE DA ALTA GESTÃO E DISCLOSURE DE RISCO NAS COMPANHIAS ABERTAS  
PREMIADAS PELA ABRASCA / RAQUEL VASCONCELOS. – 2020.  
96 f.

Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração,  
Atuária e Contabilidade, Mestrado Profissional em Administração e Controladoria, Fortaleza, 2020.  
Orientação: Prof. Dr. Alessandra Carvalho de Vasconcelos .

1. DIVERSIDADE. 2. ALTA GESTÃO. 3. GOVERNANÇA CORPORATIVA. 4. DISCLOSURE DE  
RISCO. I. Título.

CDD 658

---

## AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus pelo dom da vida e por mais esta oportunidade de realização pessoal e profissional.

Aos meus pais, Leopoldo e Theresa, que sempre foram exemplos para mim, pelo incentivo desde cedo para lutar pelos meus objetivos, mostrando que, com honestidade, fé e dedicação, tudo é possível.

Meu “muito obrigada” ao meu esposo, Júnior e às nossas filhas, Thais e Sofia, os mais impactados pela minha ausência durante o período de dedicação ao mestrado, pelo apoio e paciência em todas as fases do curso, cujos momentos me fizeram compreender o quanto é importante, mesmo com tantos obstáculos, lutar pelos meus objetivos.

Aos meus irmãos, Gustavo, Eduardo e Marcelo e às minhas cunhadas, Carol, Rafaela e Ana Paula, pelo apoio e orações para que eu concluísse com sucesso essa importante etapa de minha trajetória.

A minha orientadora, Professora D.<sup>ra</sup> Alessandra Vasconcelos, pela atenção permanente, não deixando, em nenhum momento, que a distância atrapalhasse o andamento do trabalho; e pelo enorme volume de conhecimentos transmitido; um exemplo de profissionalismo e competência.

Não poderia esquecer os colegas de jornada, por tanta experiência compartilhada e pelo apoio que recebi de cada um para superar minhas dificuldades, cujos momentos ficarão para sempre em minha memória.

Aos meus professores do mestrado, pela competência nos ensinamentos.

Aos componentes da banca de exame, Prof. Dr. Carlos Adriano Santos, Professora D.<sup>ra</sup> Denise Correa e Prof. Dr. Afonso Lima, pelas críticas e sugestões fundamentais para o sucesso do trabalho.

A minha colega Anna Beatriz Maia, pelo grande apoio durante a elaboração desta dissertação.

À Universidade Federal do Ceará (UFC) e à Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade (FEAAC), pelo suporte acadêmico.

*A educação é a arma mais poderosa que  
você pode usar para mudar o mundo.*

*(Nelson Mandela)*

## RESUMO

A contribuição da diversidade da alta gestão nas estratégias corporativas tem sido alvo de acalorados debates nas organizações. O conselho de administração é um instrumento central de governança e um mecanismo essencial para o monitoramento da administração, enquanto a diretoria executiva desempenha o papel decisório e de cumprimento das estratégias estabelecidas. Assim, é válido considerar que a estrutura desses órgãos pode contribuir para uma aproximação entre as partes interessadas, colaborando com práticas orientadas para dar maior visibilidade e transparência às informações empresariais, inclusive sobre riscos corporativos. O presente estudo tem por objetivo pesquisar e analisar a relação entre a diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva e o *disclosure* de risco nas companhias abertas premiadas pela Abrasca. De caráter descritivo, com abordagem predominantemente quantitativa, a pesquisa envolve 47 empresas. Foi procedida à análise de conteúdo de 94 formulários de referência publicados pelas empresas da amostra no biênio 2017-2018, seguida da estatística descritiva dos dados, testes de diferenças entre médias, testes de correlação, análise de correspondência múltipla (ACM) e regressão linear múltipla, para se verificar se a diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva impactam o *disclosure* de risco. Para tanto, foram consideradas a participação de mulheres, as faixas etárias e a heterogeneidade da formação acadêmica dos membros do conselho e da diretoria executiva para medir a diversidade da alta gestão. O *disclosure* de risco das empresas foi avaliado a partir das categorias de risco financeiro e não-financeiro, e suas respectivas subcategorias, e no geral. Os resultados mostraram que o objetivo geral foi atingido, demonstrando-se indícios das relações entre os construtos. A pesquisa contribui, assim, para a investigação da influência da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco, tendo em vista que o comportamento da gestão e as características da empresa constituem determinantes da divulgação de risco.

**Palavras-chave:** Diversidade. Alta gestão. Governança corporativa. Conselho de administração. Diretoria executiva. *Disclosure* de risco.

## ABSTRACT

Today's business environment has proven to be increasingly competitive, and organizations continually seek better corporate governance strategies. There is a debate about the real contribution of the diversity of high management in corporate strategies. The board of directors is a central instrument of governance and an important source for management monitoring, while the executive board has a decision-making role and compliance with established strategies. Thus, it is worth considering that the organizational structure of these bodies can contribute to an approximation between stakeholders, collaborating with practices oriented to give greater visibility and transparency to business information, including risk. The aim of this research is to analyze the relationship between diversity of the board of directors and executive board and the *disclosure* of risk in publicly awarded companies by ABRASCA. We evaluated 94 reference forms published by the companies in the years 2017-2018. The research used descriptive statistical analysis of the data to verify whether the diversity of the board of directors and the executive board impact the *disclosure* of risk. For this, we considered the participation of women, the average age and the heterogeneity of academic training to measure the diversity of high management. The results showed that the general objective was achieved, demonstrating evidence of the relationships between the constructs. The research thus contributes to the investigation of the influence of the diversity of high management and the *disclosure* of risk, considering that the behavior of management and the characteristics of the company are determinants of risk *disclosure*.

**Keywords:** Diversity. High management. Board of Directors. Executive Board. Risk disclosure.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Frequência do risco operacional .....	66
Figura 2 – Frequência do risco de dano .....	67
Figura 3 – Frequência do risco de integridade .....	68
Figura 4 – Frequência do risco estratégico .....	69
Figura 5 – Mapa perceptual da associação entre diversidade do conselho de administração, <i>disclosure</i> de risco e setor de atuação .....	71
Figura 6 – Mapa perceptual da associação entre diversidade da diretoria executiva, <i>disclosure</i> de risco e setor de atuação .....	72

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Escala de mensuração do nível de <i>disclosure</i> adotada na pesquisa.....	47
Quadro 2 – Categorias, subcategorias e fatores de risco .....	48
Quadro 3 – Descrição das variáveis .....	51
Quadro 4 – Informações sobre risco divulgadas no Formulário de Referência .....	59
Quadro 5 – Síntese das correlações entre diversidade da alta gestão e <i>disclosure</i> de risco.....	80
Quadro 6 – Confronto das hipóteses com os achados da pesquisa .....	81

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da amostra .....	44
Tabela 2 – Distribuição da amostra por setor de atuação .....	45
Tabela 3 – Estatística descritiva da proporção de mulheres no conselho de administração e na diretoria executiva .....	54
Tabela 4 – Frequência de mulheres no conselho de administração .....	55
Tabela 5 – Frequência de mulheres na diretoria executiva .....	55
Tabela 6 – Estatística descritiva da faixa etária dos membros do conselho de administração .....	56
Tabela 7 – Estatística descritiva da faixa etária dos membros da diretoria executiva.....	57
Tabela 8 – Estatística descritiva da multidisciplinaridade na formação acadêmica dos membros do conselho de administração .....	57
Tabela 9 – Estatística descritiva da multidisciplinaridade na formação acadêmica dos membros da diretoria executiva .....	58
Tabela 10 – Estatística descritiva do <i>disclosure</i> de risco .....	62
Tabela 11 – Demonstrativo dos quantitativos de pontos por construto .....	63
Tabela 12 – Estatística descritiva do nível de <i>disclosure</i> de risco .....	63
Tabela 13 – Nível de <i>disclosure</i> de risco financeiro (DisclRFin) .....	64
Tabela 14 – Nível de <i>disclosure</i> de risco não-financeiro (DisclRNFin) .....	66
Tabela 15 – Resumo da frequência do <i>disclosure</i> de risco .....	69
Tabela 16 – Teste Qui-quadrado das correspondências com nível de significância até 10%...71	
Tabela 17 – Regressão múltipla do modelo para o <i>disclosure</i> de risco financeiro (DisclRFin)...74	
Tabela 18 – Regressão múltipla do modelo para o <i>disclosure</i> de risco não-financeiro (DisclRNFin) .....	76
Tabela 19 – Regressão múltipla do modelo para o <i>disclosure</i> de risco geral (DisclRG).....	78

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABRAPP – Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar  
ABRASCA – Associação Brasileira das Companhias Abertas  
ABVCAP – Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital*  
ACM – Análise de Correspondência Múltipla  
ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais  
APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais  
B3 – B3 S/A – Brasil, Bolsa, Balcão  
BOD – Board of Directors  
CODIM – Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado  
COSO – Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission  
CTASP – Pauta na Comissão de Trabalho, de Administração e Serviços Públicos  
CVM – Comissão de Valores Mobiliários  
DVA – Demonstração do Valor Adicionado  
ECSR – Responsabilidade Social Corporativa Ambiental  
FR – Formulário de Referência  
IASB – International Accounting Standards Board  
IBEF – Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças  
IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa  
IBRACON – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil  
IBRADEMP – Instituto Brasileiro de Direito Empresarial  
IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores  
ICTS – International Centre for Theoretical Sciences  
IPO – Oferta Pública Inicial  
KLD – Kinder Lydenberg Domini  
OIT – Organização Internacional do Trabalho  
ONU – Organização das Nações Unidas  
ROA – Retorno Sobre o Ativo  
RSC – Responsabilidade Social Corporativa  
SEC – Securities and Exchange Commission  
SPSS – Statistical Package for the Social Sciences  
WOB – Women on Board

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	11
1.1 Contextualização .....	11
1.2 Problema de pesquisa .....	17
1.3 Objetivos.....	17
1.4 Justificativa.....	18
1.5 Estrutura da pesquisa .....	20
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	21
2.1 Diversidade da alta gestão .....	21
2.2 <i>Disclosure</i> de risco .....	26
2.3 Estudos empíricos sobre diversidade e desenvolvimento das hipótes.....	30
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	41
3.1 Enquadramento metodológico.....	41
3.2 População e amostra .....	42
3.3 Coleta dos dados.....	43
3.4 Análise dos dados .....	44
<b>4 RESULTADOS</b> .....	52
4.1 Características da diversidade da alta gestão.....	52
4.2 Descrição do comportamento do <i>disclosure</i> de risco .....	57
4.3 Associação entre diversidade da alta gestão, <i>disclosure</i> de risco e setor de atuação .....	68
4.4 Análise da influência da diversidade da alta gestão no <i>disclosure</i> de risco .....	71
<b>5 CONCLUSÃO</b> .....	80
<b>6 SUMÁRIO EXECUTIVO</b> .....	83
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	86
<b>APÊNDICE – EMPRESAS DA AMOSTRA</b> .....	96

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

No contexto da literatura sobre governança corporativa, o conceito de diversidade refere-se à variedade na composição da alta gestão (KANG *et al.*, 2007). A diversidade no conselho de administração é uma temática discutida e estudada no Brasil e no exterior. A literatura nacional ainda é incipiente, enquanto, por outro lado, a estrangeira é vasta, principalmente sobre o efeito da presença feminina em cargos da alta administração e no desempenho empresarial (LENARD *et al.*, 2014).

A governança corporativa surgiu como um dispositivo de controle, cuja adoção auxilia no fortalecimento da competitividade e influencia o desempenho empresarial. Cada empresa busca maior credibilidade no mercado, maior resultado financeiro, aumento de participação de mercado e manutenção da sua competitividade. A globalização da economia e o acirramento da competição em âmbito mundial elevaram a escala de produção, com a conseqüente busca pela redução de custos. O grande desafio da empresa consiste em buscar formas de ser competitiva e sustentável ao mesmo tempo. Entretanto, entende-se que o processo de desenvolvimento sustentável depende da relação entre governança, sustentabilidade e competitividade (CORREIA; AMARAL, 2009). Com vistas ao aprimoramento do processo decisório, práticas de governança corporativa como a transparência e a prestação de contas objetivam amenizar impasses entre principal e agente; ou seja, procuram alinhar as ações dos executivos da organização com os interesses dos acionistas.

De acordo com Bertucci, Bernardes e Brandão (2006, p. 184), a governança corporativa abrange um conjunto de políticas e práticas orientadas para diversos propósitos, “dentre os quais, dar maior visibilidade e transparência às decisões empresariais, minimizando os potenciais conflitos de interesses entre os diferentes agentes das organizações e aumentando o valor da empresa e o retorno do acionista”. No contexto da diversidade da alta gestão, aqui considerada pelos construtos gênero, faixa etária e formação acadêmica, Harjoto, Laksmana e Lee (2014) complementam que a diversidade do conselho de administração ajuda a aumentar a capacidade dos seus membros de entender os anseios das partes interessadas. Assim, no que diz respeito à transparência corporativa, as empresas em que é evidente a diversidade do conselho divulgarão informações úteis e relevantes, a fim de melhorar o processo decisório (AL-JANADI; RAHMAN; OMAR, 2012).

O conselho de administração é um instrumento central de governança e uma importante fonte para o monitoramento da administração, com maior flexibilidade que os controles externos para ajustar o comportamento dos gestores. De acordo com Stiles e Taylor (2001), o conselho têm sido o centro dos esforços para melhorar a governança corporativa. A diretoria executiva, por sua vez, relaciona-se com o conselho de administração no sentido da implementação das estratégias estabelecidas. Os papéis e responsabilidades da diretoria executiva são focados na permanente busca de eficácia estratégica, na excelência operacional, na criação de valor e na maximização do retorno dos proprietários. São atributos e posturas esperados do CEO e de sua equipe: integração com o conselho de administração e compromisso com as expectativas dos proprietários; alinhamento eficaz da estratégia e das operações; visão sistêmica e multidisciplinar; liderança; capacidade de escuta e decisão; e geração de resultados positivos (ANDRADE; ROSSETTI, 2011).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (2015), por meio do *Código de melhores práticas de governança corporativa*, introduz boas práticas com o intuito de aprimorar o processo decisório. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios básicos (transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa) em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para aumentar a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum (IBGC, 2015).

Entre as boas práticas propostas pelo IBGC (2015), destaca-se a diversidade do conselho de administração (AL-SHAER; ZAMAN, 2016; ASSENGA; ALY; HUSSAINEY, 2018; FUENTE; GARCÍA-SÁNCHEZ; LOZANO, 2017).

O conselho de administração deve ser composto tendo em vista a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e de gênero. Ele deve garantir que a diretoria estabeleça e divulgue políticas que propiciem igualdade de oportunidades para o acesso de mulheres a posições de alta liderança na organização (IBGC, 2015, p. 42)

Ibrahim e Hanefah (2016) compreendem a diversidade da alta gestão como uma combinação variada de atributos, características e experiências referentes ao processo decisório. Segundo Campbell e Mínguez-Vera (2008), gênero, idade, etnia, nacionalidade, formação acadêmica e experiência profissional são medidas de diversidade que podem ser consideradas na análise da alta gestão nas empresas.

Como alta gestão, consideram-se os membros do conselho de administração e todo o corpo de diretores executivos. Enquadramento semelhante foi adotado em estudos diversos sob diferentes perspectivas temáticas (BERNARDI; THREADGILL, 2010; BUENO, 2016; CAMPBELL; MÍNGUEZ-VERA, 2008; FERNANDES; NUNES; BORNIA, 2017; HAFSI; TURGUT, 2013; PEREIRA; ALVES, 2017; POST; RAHMAN; RUBOW, 2011; PRUDÊNCIO *et al.*, 2019; SANTOS; GUEVARA; AMORIM, 2013; ZUCCO, 2015).

Ademais, destaca-se que foi a partir dos escândalos financeiros e contábeis ocorridos no decorrer da primeira década deste século 2000 que as práticas de governança corporativa, sobretudo do conselho de administração, receberam mais atenção (OLIVEIRA, 2013). Rost e Osterloh (2009) enfatizam que a homogeneidade dos conselhos, ou seja, a ausência de uma diversidade na sua composição, foi a principal razão para os membros de conselhos das organizações não terem percebido os problemas que resultariam em escândalos financeiros, como a crise financeira de 2008.

Em tempos de turbulência política e econômica, torna-se importante adotar estratégias bem definidas, para se enfrentar e sair das crises sem perder a confiança do mercado. De acordo com o IBGC (2015), a necessidade de gerenciar e mitigar riscos exige cada dia mais que as empresas adotem um processo estruturado de análise e controle de riscos, e nesse cenário o conselho de administração e a diretoria executiva possuem responsabilidade direta, e são considerados essenciais nos processos críticos e estratégicos da organização.

Nesse contexto, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2009) emitiu a Instrução Normativa nº 480/2009, que exige a divulgação dos fatores de risco pelas empresas de capital aberto que atuam no país, devendo evidenciar informações quantitativas e qualitativas sobre riscos ligados à própria empresa, ao controlador, aos acionistas, às controladas, aos fornecedores e aos clientes.

Em outros países, como, por exemplo, os Estados Unidos, várias organizações destacam o papel do conselho de administração na melhoria da emissão dos relatórios de risco. Em julho de 2019, a Securities and Exchange Commission (SEC) propôs um aprimoramento nas divulgações sobre as práticas de supervisão de risco nas empresas, e ressaltou o papel do conselho de administração na estratégia de divulgação (BRAVO, 2018). Ademais, o Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission – COSO (2017) também enfatizou a necessidade de o conselho de administração entender e gerenciar as informações sobre os riscos da companhia. Diretores diversos têm capital humano

diferente, e são mais sensíveis às preocupações das partes interessadas; assim, podem melhorar o processo decisório dentro do conselho, de forma a incentivar uma maior divulgação de informações sobre riscos.

Nesse aspecto, tem-se o *disclosure* corporativo, com o objetivo de fornecer dados relevantes aos usuários, divulgando informações quantitativas e qualitativas por canais formais e informais (GIBBINS; RICHARDSON; WATERHOUSE, 1990). Segundo Bushman, Piotroski e Smith (2004) e Dutta e Nezhobin (2017), o *disclosure* é definido como a abrangente disponibilidade de informações da empresa para seus *stakeholders* externos, possibilitando-lhes uma avaliação mais precisa quanto a sua condição financeira, desempenho, perfil de risco e práticas de gestão de risco, conforme o Bank for International Settlements (BIS, 1998).

Diante do exposto, o *disclosure* de risco desempenha papel fundamental no fornecimento de informações sobre a exposição da empresa aos riscos e apresentação das práticas adotadas para a gestão dos riscos, possibilitando, assim, que os gestores avaliem os efeitos correspondentes na organização, bem como em cenário futuro da empresa (DOBLER, 2005; WOODS; DOWD; HUMPHREY, 2004).

No que diz respeito ao *disclosure* de risco, na literatura acadêmica não há consenso quanto às diferentes categorias e subcategorias. Para os fins desta pesquisa, foi adotada, a partir da leitura de diversos estudos nacionais e estrangeiros, a classificação do *disclosure* de risco em financeiro e não-financeiro, assim como em Linsley e Shrives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013). A categoria risco financeiro envolve a subcategoria de mesma denominação; e na categoria não-financeiro, que não tem definição padronizada das subcategorias nos estudos citados, consideraram-se risco operacional, risco de dano, risco de integridade e risco estratégico. Para fins de análise empírica, foram investigados na pesquisa o *disclosure* de risco financeiro, o *disclosure* de risco não-financeiro e o *disclosure* de risco geral.

Para tanto, será considerado o construto adaptado de Linsley e Shrives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013), mensurado a partir de um *checklist* que reúne 38 fatores de risco. Sob o aspecto do risco financeiro, serão abordados fatores relacionados a mudanças em taxa de juros, taxa de câmbio, liquidez, crédito, inadimplência, cotação de ações, instrumentos financeiros e volatilidade nas *commodities*. Nas subcategorias de risco não-financeiro, em relação ao risco operacional, serão considerados diversos fatores, a saber: os efeitos do *marketing* negativo, reclamações de terceiros, indisponibilidade de

recursos, riscos no processo de fabricação/desenvolvimento de produtos, risco de violação de direitos de propriedade, falhas de tecnologia da informação (TI), riscos de recursos humanos, danos sociais e ambientais, redução de receita, erosão de marcas e saúde e segurança no trabalho. No tocante ao risco de dano, será tratado o risco da cobertura insuficiente de seguros e das decisões judiciais desfavoráveis referentes às ações significativas. Em relação ao risco de integridade, serão discutidas as ações fraudulentas, impacto negativo na sua reputação ou imagem e problemas éticos e de corrupção nos negócios. Por fim, o risco estratégico, com abordagem sobre o nível de competitividade e concorrência, instabilidade geopolítica, mudanças específicas do setor, regulatórias, políticas, econômicas e na legislação, alterações na taxa de inflação, ocorrência de desastres naturais, riscos associados a perda de controle e dependência de fornecedores e clientes, lançamentos de novos produtos e preferências de clientes, riscos relacionados a aquisição e fusão, obrigação soberana de risco político e associados à diversificação de portfólio (LINSLEY; SHRIVES, 2006; MIIHKINEN, 2012; NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013).

A Associação Brasileira das Companhias Abertas (Abrasca), em parceria com Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp), Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital (ABVCAP), Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec), Brasil, Bolsa, Balcão S. A. (B3), Comitê de Orientação para Divulgação de Informações ao Mercado (Codim), IBGC, Instituto Brasileiro de Direito Empresarial (Ibrademp), Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (Ibef), Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (Ibri) e Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (Ibracon), criou em 1999 uma premiação anual, com o propósito de incentivar o aprimoramento da elaboração de relatórios mais claros, transparentes, com qualidade e quantidade de informações e caráter inovador. Nas edições de 2017 (19ª) e 2018 (20ª), foram premiadas 78 e 68 empresas, respectivamente. Ao todo, foram 91 companhias contempladas na categoria de capital aberto, sendo algumas delas agraciadas nos dois exercícios. Para a premiação do conteúdo e qualidade do *disclosure*, a Abrasca avalia as seguintes informações espontâneas: quadro-resumo dos principais indicadores de desempenho operacional e não-operacional, inclusive medidas de produtividade e socioambientais; perfil e identidade corporativos da empresa, inclusive missão, visão e valores; mensagem de abertura do presidente do conselho e/ou do presidente executivo; informações sobre os mercados, segmentação das vendas (produtos ou áreas); análise

econômico-financeira, com destaque para a Demonstração do Valor Adicionado (DVA); aspectos socioambientais; estratégia e investimentos; gestão de riscos; governança corporativa; ativos intangíveis e aspectos gerais da organização.

Na presente pesquisa, utilizou-se como fonte dos dados o Formulário de Referência, documento instituído pela CVM por meio da Instrução Normativa nº 480/2009, com o intuito de aproximar as regras brasileiras dos padrões recomendados pelas instituições internacionais especializadas no mercado de valores, como a Securities and Exchange Commission (SEC), dos EUA.

Considera-se que a compreensão das informações divulgadas nos relatórios e demais documentos corporativos possibilita melhores condições de julgamento e decisão a profissionais de mercado e investidores, pois demonstra a preocupação da organização em mitigar seus riscos e evidenciá-los para o mercado, proporcionando maior credibilidade à sua imagem institucional (ANDRADE; NIYAMA; SANTANA, 2009; MOUMEN; OTHMAN; HUSSAINEY, 2016; TAN; ZENG; ELSHANDIDY, 2017). Segundo Linsley e Shrivess (2006), a maior transparência quanto aos riscos corporativos faz aumentar a capacidade das partes interessadas de gerenciar suas posições de risco. A temática *risco* mostra-se de interesse tanto por parte dos órgãos reguladores, como por *stakeholders* e pelas próprias organizações, demarcando que a evidenciação transparente traz benefícios ao mercado em geral.

O tema deste estudo foi definido a partir da ponderação de diversos achados nacionais e estrangeiros sobre o impacto da diversidade da alta gestão no desempenho da organização, em que esse fator é avaliado por diversas variáveis, entre elas gênero, idade, etnia, nacionalidade, formação acadêmica e experiência profissional. Portanto, para os fins desta pesquisa, considerou-se a diversidade de gênero, por ser a característica mais discutida pelos estudiosos, além da faixa etária e da formação acadêmica, de modo a elucubrar a influência desses construtos no processo decisório das empresas quanto à transparência, conjecturando-se que um grupo com idades, pensamentos, formações e experiências diversos possibilita uma análise mais detalhada das estratégias, o que é muito desejável dentro do conselho de administração e da diretoria executiva. Segundo o IBGC (2015), a composição do conselho deve levar em conta a diversidade de conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero. Nessa perspectiva, a diversidade da alta gestão oferece maior variedade de experiências e conhecimentos, o que pode ajudar a implementar melhores estratégias de divulgação, haja vista competir a esse colegiado a responsabilidade

de definir e supervisionar as estratégias e políticas de divulgação nos relatórios corporativos (GUL; LEUNG, 2004; HANIFFA; COOKE, 2002).

Considera-se ainda que a diversidade da alta gestão interfere no aprimoramento do processo decisório, sendo seus componentes responsáveis pelo controle dos processos críticos e estratégicos da organização, envolvendo o nível de transparência e confiabilidade das informações relevantes divulgadas e a significância e necessidade do gerenciamento e mitigação de seus riscos, sendo objeto deste estudo a conexão entre a diversidade e o nível de *disclosure* de risco da organização.

Ante a relevância das temáticas *diversidade* e *relato de risco* e a identificação de lacunas teórico-científicas sobre o relacionamento entre elas, espera-se que o presente estudo venha a colaborar para novas pesquisas que abordem essas três dimensões de diversidade e sua intercessão com a divulgação dos riscos.

## 1.2 Problema de pesquisa

Em função da contextualização exposta na seção anterior, formula-se o seguinte problema de pesquisa: **Qual a correlação entre a diversidade da alta gestão e o *disclosure* de risco nas companhias abertas premiadas pela Abrasca?**

## 1.3 Objetivos

### 1.3.1 Objetivo geral

Com o intuito de viabilizar uma resposta ao questionamento ora apresentado, elege-se como objetivo geral analisar a relação entre a diversidade da alta gestão e o *disclosure* de risco nas companhias abertas premiadas pela Abrasca.

### 1.3.2 Objetivos específicos

Para facilitar o alcance do objetivo geral, formulam-se os seguintes objetivos específicos:

- 1) caracterizar os membros da alta gestão nas empresas da amostra quanto à diversidade, no que tange a gênero, faixa etária e formação acadêmica;
- 2) descrever o comportamento do *disclosure* de risco financeiro, não-financeiro e geral nas empresas da amostra; e

- 3) verificar a associação entre a diversidade (gênero, faixa etária e formação acadêmica) da alta gestão, o *disclosure* de risco e o setor de atuação das empresas da amostra.

#### 1.4 Justificativa

Com as configurações anteriormente elencadas, a presente pesquisa se justifica pelo interesse em analisar as informações relacionadas ao *disclosure* de risco nas companhias abertas premiadas pela Abrasca. Conjectura-se que as companhias abertas assumem compromisso maior com a transparência da gestão, e assim se preocupam mais com o *disclosure*, particularmente para atender às exigências de investidores atuais e potenciais.

A ocorrência recente de rumorosos escândalos econômico-financeiros envolvendo empresas nacionais e multinacionais fez com que a relação entre empresa e investidor fosse abalada, necessitando de medidas que melhorassem a confiança dos investidores nas demonstrações contábeis. Nesse cenário, a evidenciação de informações contábeis relevantes com transparência tem ganhado destaque, o que, por sua vez, está diretamente relacionado ao nível de risco atribuído à empresa, visando à redução do nível de incerteza dos acionistas (CARVALHO; TRAPP; CHAN, 2004).

Nesse aspecto, o *disclosure* de risco desempenha papel fundamental no fornecimento de informações sobre a exposição da empresa aos riscos e apresentação das práticas adotadas para a gestão dos riscos, possibilitando, assim, que os gestores avaliem os correspondentes efeitos imediatos na organização, bem como em cenário futuro (DOBLER, 2005; WOODS; DOWD; HUMPHREY, 2004).

Diante da importância do *disclosure* de risco para a organização, seja financeiro ou não-financeiro, utiliza-se neste estudo o grupo de empresas de capital aberto premiadas pela Abrasca em 2017 e 2018. Para a premiação, é analisada a qualidade do conteúdo divulgado no relatório anual de cada organização habilitada a participar do certame.

A seleção das companhias premiadas pela Abrasca se justifica por se presumir que são empresas com alta qualidade de *disclosure* de risco e nível diferenciado de divulgação espontânea de informações relevantes para os *stakeholders*, proporcionando maior volume e mais qualidade de evidenciação.

Destaca-se também a importância da diversidade do conselho nas organizações. Rost e Osterloh (2009) enfatizam que a homogeneidade dos conselhos, ou seja, a ausência de diversidade na sua composição, foi a principal razão para os membros desses colegiados nas

organizações não terem conseguido evitar os problemas causadores dos rumorosos escândalos financeiros, como a crise financeira de 2008.

Portanto, diante do exposto, abre-se um campo interessante de pesquisas acadêmicas acerca da evidenciação de informações de gestão de risco em países emergentes como o Brasil, e de como essa divulgação pode estar relacionada com a diversidade da alta gestão nas entidades. Adams e Ferreira (2007) estabelecem, também, que desempenho empresarial e risco são questões desafiadoras e possuem uma relação com diversidade de gênero. As características do conselho não são variáveis, aleatórias e exógenas, mas sim um conjunto de escolhas de cada empresa para se adequar ao seu ambiente operacional e contratual (JASIEWICZ; KLEIN, 2007).

Estudos estrangeiros sugerem que a diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva – no presente estudo denominados alta gestão –, compreendendo gênero, faixa etária e formação acadêmica, pode gerar efeitos sobre as decisões estratégicas da organização (ASSENGA; ALY; HUSSAINEY, 2018; BEAR; RAHMAN; POST, 2010; JIZI, 2017; KILIÇ, KUZZEY, 2016; POST; RAHMAN; RUBOW, 2011; RAO; TILT, 2016; TAGHIZADEH; SAREMI, 2013), inclusive no processo decisório fora dos limites da empresa, por meio de relatórios institucionais que têm por objetivo prover informações úteis para subsidiar decisões de natureza econômica (CALIXTO; BARBOSA; LIMA, 2007).

Especialmente na literatura nacional, vários estudos tratam da diversidade da alta gestão, muito frequentemente relacionada ao desempenho empresarial (FRAGA; SILVA, 2012; OLIVEIRA, 2013; SEGURA *et al.*, 2016; SILVA JÚNIOR; MARTINS, 2016). Também são encontradas pesquisas associadas à Responsabilidade Social Corporativa – RSC (FERRERO-FERRERO; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO; MUÑOZ-TORRES, 2015; POST; RAHMAN; RUBOW, 2011; PRUDÊNCIO *et al.*, 2019). Entretanto, não foi identificado estudo relacionando diversidade da alta gestão e *disclosure* de risco, especificamente.

Dessa forma, a presente pesquisa pretende contribuir com discussões acerca do nível de *disclosure* de risco nas companhias abertas brasileiras, e do impacto que a diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva pode produzir nesse cenário. Ademais, pesquisas nacionais envolvendo diversidade da alta gestão tratam frequentemente do gênero, e em menor incidência sobre faixa etária e formação acadêmica dos membros dos dois citados colegiados de forma conjunta. Portanto, o estudo apresenta relevância tanto para o contexto acadêmico quanto para o mercado, haja vista que traz à tona

tanto o tratamento isolado quanto a interação dos temas, bem como pode ajudar a abrir caminhos para o aprofundamento das discussões em futuras pesquisas.

### 1.5 Estrutura da pesquisa

O presente estudo foi estruturado em cinco seções. A primeira apresenta os elementos introdutórios, contendo uma contextualização acerca da diversidade da alta gestão e do *disclosure* de risco. Em seguida, são explicitados o problema de pesquisa, os objetivos geral e específicos, bem como a justificativa e a importância do tema em estudo.

A segunda seção explora o referencial teórico que serviu de base para a pesquisa. Inicialmente é frisado como a diversidade no conselho de administração e na diretoria executiva impacta o processo decisório na organização, considerando as variáveis gênero, idade e formação acadêmica como atributos importantes na composição dos dois colegiados. São apontados também a evolução e o comportamento da participação feminina nas organizações nacionais e estrangeiras. Nessa seção também é discutida a importância do *disclosure* de risco para a empresa, como as informações devem ser fornecidas aos acionistas e *stakeholders* de forma transparente para que os recursos sejam aplicados de maneira assertiva. Finalizando, a seção mostra como os estudos empíricos anteriores evidenciam a convergência entre os temas e os principais resultados encontrados em pesquisas nacionais e estrangeiras.

A terceira seção apresenta a metodologia utilizada na pesquisa, com seu enquadramento metodológico. Adicionalmente, traz os critérios adotados para obtenção da população, amostra e coleta dos dados. Explicita ainda os procedimentos para análise dos resultados com vistas ao atendimento dos objetivos geral e específicos propostos na pesquisa.

A quarta seção apresenta a análise dos resultados encontrados no estudo. Foi observado cada objetivo específico, utilizando após análise de conteúdo dos formulários de referência, estatística descritiva, testes de diferenças entre médias, análises de correlação e de correspondência múltipla e regressão linear múltipla, além de trazer análise comparativa dos resultados encontrados.

A quinta seção traz as conclusões do estudo, mediante resumo dos principais resultados encontrados, ressaltando as contribuições da pesquisa, assim como as principais limitações do estudo e as sugestões para futuras pesquisas.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção, apresentam-se inicialmente os aspectos relacionados à diversidade da alta gestão; na sequência, aborda-se sobre o *disclosure* de risco. Posteriormente, apresentam-se estudos empíricos anteriores e a construção das hipóteses, que sustentam o desenvolvimento e os resultados desta pesquisa.

### 2.1 Diversidade da alta gestão

O conselho de administração é um dos principais instrumentos de governança corporativa, com ações voltadas para subsidiar o processo decisório e execução das estratégias definidas (SILVA; MARGEM, 2015). Segundo Blair (1995), o conselho de administração representa os acionistas em busca de maximização de valor da empresa, como também todos os *stakeholders*. Hafsi e Turgut (2013) alegam que os *stakeholders* desejam a diversidade na alta gestão, de modo a garantir uma maior sensibilidade da gestão quanto às preferências, aspirações e preocupações das partes interessadas. O sucesso e a sobrevivência de uma organização dependem da sua capacidade para criar riqueza, valor ou satisfação suficientes para as partes interessadas (CLARKSON, 1995; DANI; PICOLO; KLANN, 2019; GALBREATH, 2018).

Em seu *Código de melhores práticas de governança corporativa*, o IBGC (2015) introduz novas práticas com o intuito de aprimorar o processo decisório, incluindo a diversidade do conselho de administração (AL-SHAER; ZAMAN, 2016; ASSENGA; ALY; HUSSAINEY, 2018; FUENTE; GARCÍA-SÁNCHEZ; LOZANO, 2017). A diversidade constitui tema relevante para o IBGC (2015), de maneira que a instituição elegeu a “valorização e incentivo à multiplicidade de ideias e opiniões” como um de seus quatro valores. Totalmente em linha com as recomendações do citado código, o IBGC (2015) incentiva que a composição de seu conselho contemple a diversidade de experiências, gênero, conhecimentos e origem regional, sendo seu colegiado avaliado a cada ano. Post, Rahman e Rubow (2011) acrescentam que a presença da diversidade no conselho de administração e na diretoria executiva pode oferecer diferentes conhecimentos, perspectivas, valores e ideias no processo decisório da organização. Por sua vez, a participação feminina visa a influenciar positivamente a *performance* da organização, por meio de algumas características comportamentais das mulheres, como comunicação, empatia, aversão ao risco, busca pelo consenso e democracia, que tendem a motivar as ações do conselho de administração (DEZSO; ROSS, 2012; LAZZARETTI; GODOI, 2012).

No cenário internacional, com destaque para os países europeus, nos últimos anos tem evoluído a participação feminina em cargos de gestão, devido à criação de leis que estipulam porcentagens mínimas de cotas para as mulheres em conselhos (TERJESEN; AGUILERA; LORENZ, 2015). A Noruega foi pioneira ao aprovar lei que define cotas de participação de mulheres nos conselhos das grandes empresas, determinando que pelo menos 40% dos cargos disponíveis no conselho de administração e na diretoria sejam ocupados por elas (TERJESEN; AGUILERA; LORENZ, 2015).

De acordo com a Organização Internacional do Trabalho (OIT), a empresa com mulheres em postos de liderança obtém melhor desempenho nos negócios, e isso acontece também no Brasil. Segundo Moreira (2019), o relatório da OIT *Mulheres na gestão empresarial: argumentos para uma mudança* baseia-se em pesquisa com 13 mil empresas de 70 países. Mais de 75% das empresas participantes da pesquisa afirmam que suas iniciativas em favor da diversidade de gênero contribuem para melhorar seu rendimento nos negócios. Quase três entre quatro empresas que promovem a diversidade de gênero em cargos de direção dizem ter obtido aumento de 5% a 20% nos lucros. Na alta gestão, a OIT considera que o equilíbrio de gênero corresponde a mulheres ocuparem entre 40% e 60% das posições. Ainda segundo a OIT, é possível constatar efeitos benéficos da diversidade de gênero quando as mulheres detêm pelo menos 30% dos cargos de gestão. No entanto, perto de 60% das empresas não alcançam esse objetivo. Cerca de 57% das companhias participantes dizem que a diversidade ajudou a atrair e a reter talentos. Mais de 54% apontam melhora na criatividade, inovação e abertura, além de a diversidade de gênero ter beneficiado suas reputações. Para 37%, a inclusão possibilitou avaliar de forma mais eficaz a opinião de seus clientes. No caso do Brasil, de 451 empresas participantes da pesquisa da OIT, mais de 71% afirmam que a adoção de iniciativas pela diversidade e igualdade de gênero ajudou a aumentar seus resultados financeiros. Dessas empresas, 29% dizem que o lucro cresceu entre 10% e 15%, enquanto 26% apontam para um ganho de 5% a 10% maior (MOREIRA, 2019).

Guerra (2017), por sua vez, adverte que, no Brasil, ocorre um movimento suave, com intenção de aumentar a participação feminina nos conselhos de empresas nacionais. Essa iniciativa tem como primeiro passo o Projeto de Lei do Senado nº 112/2010, já aprovado por comissão terminativa e remetida à Câmara dos Deputados, com o Projeto de Lei nº 7179/2017, o qual se encontra pronto para pauta na Comissão de Trabalho, de Administração e Serviços Públicos (CTASP). O PL impõe aos conselhos das empresas públicas, sociedades de economia mista e demais empresas controladas pela União uma cota mínima de 40% de

mulheres em sua composição. O objetivo principal desse projeto de lei é tornar efetiva a presença feminina na composição dos conselhos administrativos, para tentar corrigir distorções na ascensão feminina aos cargos executivos. O debate sobre o assunto, conforme enaltecem IBGC (2015), Hampton-Alexander (2018) e OIT (2017), é realizado nacional e internacionalmente por instituições como o IBGC, a OIT e o Women Corporate Directors.

Em relação à diversidade de gênero nas organizações, em especial nos conselhos de administração, Guerra (2017) e Madalozzo (2011) consideram que ocorre grande disparidade na distribuição de homens e mulheres na ocupação de cargos de gestão estratégica nas grandes empresas listadas na bolsa de valores brasileira. No estudo realizado por Madalozzo (2011) com 370 empresas listadas na B3, constatou-se que os homens são proporcionalmente mais presentes na ocupação de cargos em conselhos das grandes empresas brasileiras. Ainda segundo a autora, existem barreiras invisíveis que impedem o acesso feminino aos cargos da alta gestão nas organizações. Dessa forma, quanto mais alto for o nível hierárquico dentro da organização, menor será a probabilidade de uma mulher vir a ocupar cargo de liderança estratégica (MADALOZZO, 2011).

Essas barreiras são conhecidas como “teto de vidro” (BETIOL; TONELLI, 1991). O preconceito e a discriminação são características do “teto de vidro” que dificultam o crescimento e a manutenção da mulher em cargos executivos, onde, de certa forma, excluem as mulheres das decisões organizacionais. Os estudos apontam para formas de preconceito, entre eles a criação de estereótipo, que faz a associação da capacidade da mulher de chegar a posições mais estratégicas através da sexualidade (BETIOL; TONELLI, 1991).

Alguns pesquisadores identificaram que a proporção de participação feminina subiu levemente nos anos seguintes, conforme estudos realizados por Hanashiro e Samaha (2015), Oliveira (2015), Santos, Tanure e Carvalho Neto (2014) e Vaccari e Beuren (2017), evoluindo de 7%, em 2011, para 10% em 2017. Portanto, mesmo com o tímido aumento da participação feminina nos conselhos, pode-se inferir que a composição de gênero no topo das organizações está longe de ser equalizada, haja vista que os homens estão presentes em aproximadamente 90% dos cargos.

Por possuir cinco mulheres entre os nove membros de seu conselho de administração, em outubro de 2019 o IBGC foi reconhecido por um movimento chamado Women on Board (WOB), que visa a reconhecer, valorizar e divulgar a existência de ambientes corporativos com a presença de mulheres em conselhos de administração. Apoiada pela Organização das Nações Unidas Mulheres (ONU Mulheres), a iniciativa concede um selo

às empresas que tenham pelo menos duas mulheres no conselho. De acordo com o Relatório Anual de 2019 do IBGC (2019), 75% da sua diretoria era então formada por mulheres, na faixa etária entre 30 e 50 anos.

Outras instituições, como o banco Goldman Sachs, da Europa e Estados Unidos, maior do mundo em ofertas públicas iniciais de ações, incentivam a diversidade. Seu presidente, David Solomon, anunciou que a partir de julho de 2020 recusará IPOs de companhias sem mulher no conselho de administração. Outro motivo apontado para a restrição do acesso feminino a cargos superiores está relacionado ao ramo do negócio. Por exemplo, Turnbull (2010) observou que os conselhos com maior participação feminina estão associados aos segmentos de bens de consumo e alimentação; por outro lado, os conselhos com maior participação masculina estão associados aos setores de infraestrutura, energia e eletrônicos. Nesse sentido, há indícios de que a participação feminina está mais relacionada a ramos específicos de negócios.

Além de as pesquisas abordarem temas relacionados à baixa participação das mulheres no conselho de administração, alguns estudiosos analisaram o nível de instrução e experiência profissional das participantes femininas, alguns fundamentados pela Teoria do Capital Humano (TERJESEN; SEALY; SINGH, 2009). Essa teoria originou-se nas Ciências Econômicas, e teve como precursores Gary S. Becker, Jacob Mincer e Theodore W. Schultz. O foco da teoria é a crença de que a aquisição de mais conhecimentos e habilidades aumenta o valor do capital humano das pessoas, ampliando sua empregabilidade, produtividade e rendimento potencial.

Assim, no âmbito da Teoria do Capital Humano, percebe-se a heterogeneidade de formação educacional como uma garantia de melhor monitoramento e eficácia na organização. Williams e O'Reilly (1998) consideram que tanto a diversidade na formação educacional quanto a experiência prática podem levar a melhorias na divulgação. Pereira e Alves (2017) utilizam a variável formação acadêmica, juntamente com a experiência profissional, para investigar a relação entre o conselho de administração e as práticas de manipulação de resultados em empresas portuguesas não-financeiras. Segundo Martins e Rodrigues (2005) e Zahra e Pearce II (1989), dois componentes influenciam a análise das características dos membros do conselho: a formação e a experiência espelhada na idade e a formação acadêmica e valores.

O IBGC (2015) considera fundamental que os membros do conselho de administração detenham a capacidade de ler e entender relatórios gerenciais e financeiros,

perfil para trabalho em equipe e visão estratégica. Nesse contexto, Jackson (1992) aborda se um *background* em finanças influencia o processo decisório do conselho, abrindo o questionamento se conhecimentos e habilidades específicas podem apoiar os membros do conselho no processo decisório, e, conseqüentemente, aumentar a qualidade de divulgação de riscos. Segundo Güner, Malmendier e Geoffrey (2008), há escassez de evidências empíricas sobre a relação entre educação e eficácia. Essa opinião de forma ampliada reforça o ponto de vista dos autores sobre a carência de estudos sobre formação.

De acordo com Bueno (2016) e Post, Rahman e Rubow (2011), os membros do conselho de administração com idade mais elevada tendem a influenciar positivamente o nível de evidencição ambiental. Fernandes, Nunes e Bornia (2017) investigaram a influência das características do conselho de administração no nível de informação ambiental evidenciada voluntariamente, a partir de uma amostra de 100 empresas listadas na B3. Para tanto, os autores consideraram como variáveis independentes o tamanho, a diversidade de gênero e a idade dos membros e o número de diretores independentes.

Poucos estudos nacionais utilizam a idade dos membros de conselho de administração e/ou diretores como *proxy* para avaliação da diversidade (FERNANDES; NUNES; BORNIA, 2017; PRUDÊNCIO *et al.*, 2019; SANTOS; GUEVARA; AMORIM, 2013). Entretanto, identificaram-se alguns estudos estrangeiros que abordam a faixa etária no contexto da diversidade da alta gestão. Ferrero-Ferrero, Fernández-Izquierdo e Muñoz-Torres (2015) apontaram que a diversidade etária da alta gestão possibilita alto nível de poder informativo, como maiores recursos quanto às experiências nos mercados globais. Os autores constataram que a diversidade etária possibilita maior abordagem dos aspectos financeiros e extrafinanceiros. Outros estudiosos que abordaram a faixa etária da alta gestão foram Post, Rahman e Rubow (2011), na pesquisa *Green governance: boards of directors*, onde relatam que a idade do executivo da alta administração retrata o seu nível de experiência geral. Executivos mais jovens são considerados mais sensíveis às questões ambientais, enquanto os executivos de faixa etária mais elevada são sensíveis ao bem-estar da sociedade (POST; RAHMAN; RUBOW, 2011).

Allini, Rossi e Hussainey (2016) sugerem que os membros mais velhos da diretoria são mais inclinados a divulgar informações sobre risco e mais dispostos a melhorar a transparência e reduzir a assimetria informacional. Santos, Guevara e Amorim (2013) mencionam que a idade está relacionada com o comportamento dos membros do conselho de administração e impacta a percepção moral e a predisposição para transgredir as normas. A

diversidade etária entre os diretores favorece o processo decisório mais equilibrado, influenciando o envolvimento da organização com a responsabilidade socioambiental (AGUILERA; JACKSON, 2010).

De acordo com o código de boas práticas do IBGC (2015), os membros do conselho devem possuir perfis diversificados, sendo alguns deles independentes, e o número de seus componentes deve ser suficiente para possibilitar a criação de comitês para o debate de ideias e sugestões técnico-administrativas. A diversificação dos perfis pode beneficiar o processo de planejamento estratégico, haja vista que um leque maior de informações e opiniões surgirá para construir táticas com qualidade e segurança (IBGC, 2015). Ibrahim e Hanefah (2016) compreendem a diversidade da alta gestão como uma combinação variada de atributos, características e experiências referentes ao processo decisório. Segundo Campbell e Mínguez-Vera (2008), gênero, idade, etnia, nacionalidade, formação e experiência profissional são medidas de diversidade. Alinhados aos fins do presente estudo, Allini, Rossi e Hussainey (2016), em sua pesquisa sobre o papel do conselho de administração na divulgação de riscos de empresas italianas, afirmam que a diversidade desse colegiado, em termos de gênero, educação e idade, afeta a divulgação de riscos.

É notoriamente maior a oferta de estudos acadêmicos sobre a diversidade de gênero, em comparação com obras sobre idade e área de formação (AGUILERA; JACKSON, 2010; ALLINI; ROSSI; HUSSAINEY, 2016; BERNARDI; THREADGILL, 2010; BUENO, 2016; CAMPBELL, MÍNGUEZ-VERA, 2008; DEZSO; ROSS, 2012; FERNANDES; NUNES; BORNIA, 2017; FERRERO-FERRERO *et al.*, 2015; GUERRA, 2017; HAFSI; TURGUT, 2013; IBGC, 2015; IBRAHIM; HANEFAH, 2016; LAZZARETTI; GODOI, 2012; MADALOZZO, 2011; PEREIRA; ALVES, 2017; POST; RAHMAN; RUBOW, 2011; PRUDÊNCIO *et al.*, 2019; SANTOS, GUEVARA; AMORIM, 2013; TERJESEN; AGUILERA; LORENZ, 2015; TERJESEN; SEALY; SINGH, 2009; TURNBULL, 2010; ZUCCO, 2015)

## 2.2 *Disclosure* de risco

A presente subseção é dedicada a ilustrar a importância do controle e gestão de riscos na organização, na perspectiva do relato dos fatores de risco financeiro e não-financeiro, a partir das subcategorias operacional, estratégico, de dano e de integridade.

O *disclosure* pode ser definido como a abrangente disponibilização de informações relevantes da companhia para seus investidores externos (BUSHMAN;

PIOTROSKI; SMITH, 2004; DUTTA; NEZLOBIN, 2017). Segundo Madrigal, Guzmán e Guzmán (2015), o *disclosure* de risco desempenha papel importante na estrutura da governança corporativa, tornando crescente a preocupação por maior evidência das informações empresariais. Nesse aspecto, Fama (1970) assevera ser ideal que a organização divulgue informações junto ao mercado, evidenciando de forma precisa sobre a alocação de seus recursos, para que os investidores decidam onde aplicar seu capital e realizar investimentos com assertividade. Andrade, Niyama e Santana (2009), Moumen, Othman e Hussainey (2016) e Tan, Zeng e Elshandidy (2017) reforçam ser de suma importância, para a imagem institucional da organização, que se divulguem de forma transparente as informações dos relatórios corporativos, de modo a apoiar os analistas de mercado e investidores, pois essa atitude demonstra que a empresa se preocupa em mitigar seus riscos e evidenciá-los para o mercado. Segundo Murcia *et al.* (2010, p. 197), pode-se entender *disclosure* como o “ato de divulgar, evidenciar, disseminar, expor, revelar, isto é, tornar algo evidente, público”.

O mundo empresarial se modifica e se ajusta aos ciclos das grandes crises, ditas cíclicas, e das grandes quebras e dos escândalos financeiros. Isso ressalta a importância do gerenciamento de risco, com regras de maior divulgação, transparência nos negócios, seja no setor, mercado financeiro ou de capitais, oportunizando evolução e equilíbrio suficiente e ficar mais saudáveis, seguros e eficientes. O avanço tecnológico, a expansão sem precedentes da comunicação, a crescente mobilidade do capital e recursos humanos, condições geopolíticas instáveis e abertura de mercados estrangeiros não permitem mais que os negócios sejam executados como antes (BROHAWN, 1998).

No propósito de alcançar objetivos e metas estratégicas, a organização se depara com riscos que impedem ou dificultam o seu alcance. Nesse cenário também surgem as oportunidades de diferentes benefícios. A administração desses riscos e oportunidades requer permanente monitoramento de controles internos, com uso equilibrado de competências humanas. Segundo Gupta (2001), a gestão de risco na organização deixou de ser vista como uma ameaça, e tornou-se um potencial de oportunidades. Todos que fazem parte da empresa devem incorporar o mesmo propósito, e a organização deve desdobrar a estratégia a partir dos seus objetivos. Esses objetivos e metas devem ser patrocinados pela presidência, em comum acordo com toda a alta gestão (GUPTA, 2001).

A globalização trouxe para as organizações a necessidade de aperfeiçoamento permanente de seus sistemas de controle. Essa necessidade de maior controle e análise gera

um aumento da preocupação com o gerenciamento dos riscos. Nesse sentido, segundo Zonatto e Beuren (2010), a gestão de riscos representa uma melhor administração dos eventos que possam ameaçar os objetivos da organização, demonstrando para o ambiente empresarial sua real importância. Seu conceito está relacionado com a qualificação e quantificação da incerteza dos lucros, prejuízos e direção de acontecimentos que são planejados, tanto de indivíduos, quanto de organizações (IBGC, 2007).

Segundo Pereira (2006), a organização pode evitar e reduzir custos referentes aos riscos, se sua administração for realizada de forma apropriada. Essa administração de riscos se efetiva com análises e identificação das fontes de risco; estimativa e avaliação dos seus impactos; planejamento e estratégia do controle de riscos; e aplicação da estratégia diante das incertezas. A classificação da gestão de riscos está internamente ligada ao ambiente de controle, objetivos, características e particularidades de cada negócio (IBGC, 2007; MOREIRA, 2009; ZONATTO; BEUREN, 2010).

A divulgação dos fatores de riscos, no Brasil, é regulamentada pela CVM, por meio da Instrução Normativa nº 480/2009, a qual exige que a empresa de capital aberto descreva, quantitativa e qualitativamente, no Formulário de Referência, os fatores de risco atrelados à própria empresa, ao controlador, aos acionistas, a controladas, fornecedores e clientes, ao setor de atuação, à regulação e à atuação em países estrangeiros. É obrigatório também, na gestão de riscos, o reporte sobre a existência de órgão específico na estrutura administrativa (CVM, 2009). É imprescindível que a forma de evidenciação das informações sobre a empresa atenda às expectativas do mercado, de forma a influenciar os *stakeholders* (ANAGNOSTOPOULOU; TSEKREKOS, 2015).

Segundo Savvides e Savvidou (2012), à medida que a empresa procura ampliar seu negócio no mercado interno e externo, surge a necessidade crescente por maior transparência e por mais qualidade na evidenciação das informações para os *stakeholders*.

De acordo com Madrigal, Guzmán e Guzmán (2015), o *disclosure* de riscos é peça fundamental na proteção dos interesses dos *stakeholders*, e também desempenha papel importante na estrutura da governança corporativa. Na mesma linha, Moumen, Othman e Hussainey (2016) reconhecem que o detalhamento das evidências dos riscos constitui fator-chave para redução da assimetria das informações, reduzindo, portanto, o risco sistemático.

Nesse aspecto, o *disclosure* de risco serve para fornecer informações sobre a exposição da empresa aos riscos e evidenciar as práticas adotadas para a gestão dos riscos, possibilitando, assim, que os gestores avaliem seus efeitos imediatos na organização, bem

como na sua posição futura (DOBLER, 2005; WOODS; DOWD; HUMPHREY, 2004). Logo, considera-se que o conjunto de informações sobre riscos constitui parte essencial das informações que a empresa deve divulgar (SEMPER; BELTRÁN, 2014; ZREIK; LOUHICHI, 2017).

De acordo com Dickinson (2001), se as empresas listadas comunicassem todas as informações existentes sobre seus riscos e incertezas, os acionistas e gestores teriam maior capacidade de administrar a diversificação desses elementos em suas carteiras de investimento. Por outro lado, uma comunicação inadequada pode levar a uma falta de confiança dos investidores para com a empresa. De acordo com o IBGC (2015), a comunicação tem por função disponibilizar as informações para os interessados, e não deve restringir-se apenas ao desempenho econômico-financeiro, mas contemplar também fatores que norteiam as ações empresariais e que conduzem à sua criação de valor.

Neste estudo, para avaliação do nível de *disclosure* de risco, considerar-se-ão cinco subcategorias de risco: financeiro, operacional, de dano, de integridade e estratégico, baseadas em Linsley e Shrives (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013).

Segundo Assaf Neto (2015), o risco financeiro está diretamente relacionado com o endividamento e com a capacidade de pagamento da organização. Gitman e Madura (2003) acrescentam que é a probabilidade de a organização não conseguir cumprir suas obrigações financeiras. Segundo o IBGC (2007, p. 19), o risco financeiro está associado à exposição das operações financeiras da empresa; é a incerteza de que os fluxos de caixa não serão geridos efetivamente para “maximizar a geração de caixa operacional, gerenciar os riscos e retornos específicos das transações financeiras e captar e aplicar recursos financeiros de acordo com as políticas estabelecidas”.

Destaca-se que o risco financeiro, geralmente, abrange cinco tipos de risco, definidos pelo International Accounting Standards Board (IASB) (2008, p. 765), que são: risco com taxa de juros, risco com taxa de câmbio, risco de liquidez, risco de preço e risco de crédito. Ademais, na mesma linha, Linsley e Shrives (2006) apontam para risco com taxa de juros, risco com taxa de câmbio, risco com *commodity*, risco de liquidez e risco de crédito.

De acordo com Brito (2000, p. 70), os riscos operacionais, vinculados à categoria de riscos não-financeiros, “decorrem da falta de consistência e adequação dos sistemas de controle interno, sistemas de processamento de informações, o que pode ocasionar perdas inesperadas para a instituição”; portanto, riscos associados ao ambiente interno da empresa, em processos e pessoas. Deloach (2001, p. 226) explica que este, por sua vez, é “o risco de

que as operações sejam ineficientes e ineficazes para executar o modelo de negócios da empresa, satisfazer seus clientes e atender os objetivos da empresa em termos de qualidade, custo e desempenho temporal”. Em alinhamento com esses autores, Linsley e Shrivies (2006) também abordam como risco operacional os efeitos do *marketing* negativo, reclamações de terceiros, indisponibilidade de recursos, riscos no processo de produção/desenvolvimento de produtos, risco de violação de direitos de propriedade, falhas de TI, riscos de recursos humanos, danos sociais e ambientais, redução de receita, erosão de marcas e saúde e segurança no trabalho.

Na classificação de riscos não-financeiros deste estudo, destaca-se o risco de dano, abordado em diferentes contextos, como dano a fornecedor, a cliente, a imagem ou reputação da empresa, dano ambiental. Neste estudo, o risco de dano é considerado na cobertura insuficiente de seguro e nos casos de decisões judiciais desfavoráveis (ações judiciais significativas).

Na sequência, vem o risco de integridade, que faz parte dos riscos relacionados à imagem da organização perante a sociedade, ou seja, seu ambiente externo. Stuchi (2003) explica que o risco de imagem ou de reputação decorre da veiculação de informações que afetam negativamente a imagem da empresa. Esse risco pode ser ocasionado por ações fraudulentas internas e externas.

Por último, destaca-se o risco estratégico, que está relacionado às mudanças externas, como, por exemplo, os impactos causados pela evolução do ambiente econômico. Marshall (2002, p. 20) afirma que “riscos estratégicos são aquelas mudanças ambientais de longo prazo que podem afetar como uma empresa adiciona valor para seus interessados”. Coimbra (2004) conceitua o risco estratégico como consequência de uma decisão estratégica errônea ou de situações em que a implantação da estratégia é inviável ou complexa.

Diante de tais achados, nota-se que ainda são poucos os estudos nacionais no contexto temático da qualidade do *disclosure* de risco. Entretanto, há várias pesquisas, predominantemente estrangeiras, sobre gestão e fatores de risco, além de estudos direcionados ao impacto da diversidade do conselho na divulgação de riscos, que auxiliam diretamente a investigação.

### 2.3 Estudos empíricos sobre diversidade e desenvolvimento das hipóteses

A presente subseção apresenta estudos empíricos sobre a diversidade da alta gestão e sobre *disclosure* de risco de forma isolada, bem como propõe as hipóteses a serem testadas.

Fuente, García-Sánchez e Lozano (2017) pesquisaram acerca do papel desempenhado pelo conselho de administração no que tange à divulgação de informações socialmente responsáveis. Analisou-se uma amostra de 98 empresas espanholas não-financeiras com ações cotadas na Bolsa de Madri no período 2004-2010. Os resultados dessa pesquisa mostram que, em relação à sustentabilidade, a transparência corporativa está diretamente ligada à independência e à diversidade dos diretores e à especialização de funções. Indica que as executivas geram informações mais completas, alcançando uma melhor gestão estratégica.

Segura *et al.* (2016) procuraram identificar se a presença de mulheres no conselho de administração possui correlação com o gerenciamento de resultados. Analisaram uma amostra de 81 empresas com ações negociadas na B3 no período 2008-2011, utilizando a regressão múltipla para o tratamento dos dados. Demonstrou-se uma pequena participação de mulheres, com uma correlação positiva e significativa entre o gerenciamento de resultados e a presença feminina no conselho de administração.

Bernardi e Threadgill (2010) investigaram se o gênero tem efeito tangível nas decisões de uma organização. O estudo utilizou uma amostra de 143 empresas da Fortune 500 por um período de três anos, e examinou se as empresas com uma proporção maior de mulheres no conselho de administração possuem maior responsabilidade social. Os dados foram extraídos de relatórios anuais disponíveis nos *websites* das empresas, e submetidos a uma análise de regressão. Os resultados encontraram uma associação entre o número de mulheres em um conselho corporativo e a incidência de comportamento social corporativo, abrangendo doações para caridade, envolvimento da comunidade e reconhecimento externo dos benefícios dos colaboradores.

Glass, Cook e Ingersoll (2016) examinaram o impacto da presença de mulheres líderes nas estratégias ambientais corporativas. Utilizaram um conjunto de dados de todos os CEOs e membros de conselhos de administração de empresas da Fortune 500 por um período de 10 anos, analisando vários aspectos de gênero na liderança em estratégia ambiental. No estudo, foi testado o impacto das mulheres CEOs, a proporção de mulheres no Board Of Directors (BOD), o número de *interlinks* que as mulheres mantêm e os efeitos interativos e cumulativos das mulheres CEOs e dos diversos conselhos. Os resultados sugerem que as

empresas que possuem diversidade de gênero em suas lideranças são mais eficazes do que outras empresas, em relação às estratégias ambientais.

Carmona, Fuentes e Ruiz (2016) investigaram as condições necessárias e suficientes das boas práticas de governança corporativa para a divulgação de alto risco pelas empresas. Além disso, averiguaram se tais fórmulas se alteraram durante a crise financeira. A amostra reúne 271 empresas espanholas com ações cotadas em bolsa, sendo aplicada uma análise comparativa qualitativa, utilizando conjuntos *Fuzzy* a um banco de dados financeiros e não-financeiros. Os resultados indicaram que estão associados à divulgação de alto risco a independência, o tamanho, o nível de atividade e a diversidade de gênero do conselho de administração, a dualidade do diretor executivo, a independência do comitê de auditoria, o fato de estar sendo auditado pelas empresas de auditoria *Big Four* e a presença de investidores institucionais.

Bravo (2018) oferece um debate significativo sobre a real contribuição da diversidade do conselho nas estratégias corporativas. O estudo tem por objetivo analisar a influência da diversidade do conselho no processo de divulgação dentro de uma empresa, concentrando-se no relatório de risco. A amostra reúne 90 empresas listadas no índice Standard & Poor's 500 em 2009, pertencentes à indústria estadunidense de transformação. As informações sobre divulgação de riscos foram obtidas nos relatórios anuais de 2009, e examinadas por meio de técnicas manuais de análise de conteúdo. Os dados sobre diretores foram extraídos do Risk Metrics Directors, totalizando 933 diretores, e as características das empresas foram obtidas no Compustat. O estudo conclui que a diversidade de gênero e étnica nos conselhos influencia positivamente a divulgação de informações sobre riscos. Essas descobertas contribuem para enriquecer o debate sobre a diversidade, e trazem implicações importantes para o processo de seleção de diretores, pois os resultados destacam a importância de considerar o histórico diversificado dos membros do conselho. Os reguladores também podem se beneficiar dessas evidências para emitir recomendações e/ou regras sobre a composição do conselho de administração.

Lenard *et al.* (2014) pesquisaram sobre a diversidade de gênero no conselho de administração e a sua correlação com o gerenciamento de riscos e o desempenho corporativo, medido pela variabilidade do retorno do mercado de ações. Definiram como amostra as empresas do banco de dados RiskMetrics, no período 2007-2011, o qual contém informações sobre o conselho de administração corporativo. As variáveis financeiras foram coletadas dos bancos de dados Compustat e CRSP para os exercícios de 2005 a 2011. O resultado do estudo

leva a concluir que mais diversidade de gênero no conselho de administração afeta o risco da empresa, contribuindo para uma menor variabilidade do retorno do mercado de ações; e que quanto maior for a porcentagem de mulheres no conselho, menor será a variabilidade do desempenho corporativo. A pesquisa também apresenta evidências adicionais sobre o papel das mulheres nas posições de liderança corporativa e sua associação com o desempenho corporativo.

Costa, Sampaio e Flores (2019) analisaram a influência da participação feminina no conselho de administração sobre o desempenho e risco financeiro da empresa. A amostra reuniu 218 companhias listadas na B3, no período 2010-2016. O estudo também avaliou a influência da participação feminina em empresas de controle familiar. Os autores utilizaram painel com efeitos aleatórios e as variáveis *dummy* de controle familiar e porcentagem de presença feminina no conselho de administração, para analisar como essas variáveis e suas interações podem afetar o desempenho financeiro nas empresas. Embora a representatividade feminina tenha crescido mais de 50% nos últimos anos, a participação no conselho de administração, no caso das empresas brasileiras, ainda é minoritária, próximo de 9%. A estrutura de propriedade em mãos familiares mostra-se relevante, alcançando 63%. Os resultados sugerem uma correlação positiva entre participação feminina e geração de valor, sendo mais fraca nas empresas familiares. Outro resultado identificado é que a volatilidade (*proxy* de risco) é reduzida em empresas de controle familiar.

Prudêncio *et al.* (2019) reconhecem que o conselho de administração tem como funções o aconselhamento e a elaboração de medidas estratégicas para a organização, enquanto a diretoria executiva desempenha papel decisório e de cumprimento das estratégias estabelecidas. Dessa forma, os autores consideram que a estrutura desses órgãos é capaz de influenciar o desenvolvimento e execução de medidas de RSC. Foram utilizadas análise descritiva dos dados e estimação de modelos econométricos para avaliar os efeitos da diversidade na composição do conselho de administração e da diretoria executiva na RSC. A diversidade foi medida pela presença de mulheres, heterogeneidade etária e mais alta faixa etária no conselho e na diretoria. Foram analisadas 191 observações de companhias abertas listadas na B3, referentes ao biênio 2016-2017. Os resultados evidenciam que a diversidade de gênero no conselho de administração e a mais alta faixa etária da diretoria executiva têm efeito positivo sobre as práticas de RSC. Além disso, observou-se que um conselho de administração com heterogeneidade etária exerce influência negativa sobre as práticas de RSC. Conclui-se que a diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva

influencia as estratégias de RSC. A pesquisa contribui para o entendimento do comportamento de conselhos de administração e diretorias executivas diversificados diante do estabelecimento de estratégias de RSC, haja vista que a alta administração pode direcionar a relação da empresa com seus *stakeholders*.

Prudêncio *et al.* (2019) afirmam ainda que são incipientes os estudos nacionais que abordam a idade dos membros de conselho e diretores como variável para avaliação da diversidade da alta gestão. No entanto, identificaram alguns estudos estrangeiros sobre a temática. Ferrero-Ferrero, Fernández-Izquierdo e Muñoz-Torres (2015) apontaram que a diversidade etária da alta gestão possibilita um alto nível de poder informativo, como maiores recursos quanto às experiências nos mercados globais. Adicionalmente, os autores dizem haver constatado que a diversidade etária possibilita maior abordagem dos aspectos financeiros e extrafinanceiros (FERRERO-FERRERO; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO; MUÑOZ-TORRES, 2015).

Post, Rahman e Rubow (2011) avaliaram o relacionamento entre a composição do conselho de administração e a Responsabilidade Social Corporativa Ambiental (ECSR), integrando literaturas na composição do colegiado, RSC firme e diferenças individuais de atitudes e informações sobre questões ambientais. Foram utilizados dados públicos da empresa e dados de classificação do ambiente natural da Kinder Lydenberg Domini (KLD) Inc. para 78 empresas da Fortune 1000. Constatou-se que uma proporção maior de diretores externos está associada à ECSR mais favorável e a maiores escores nos pontos fortes do KLD. As empresas com conselho composto por três ou mais diretoras receberam escores mais altos nos pontos fortes do KLD. E aquelas com conselho cujos diretores têm em média mais de 56 anos de idade e aquelas com uma proporção maior de diretores da Europa Ocidental têm maior probabilidade de implementar estruturas ou processos de governança ambiental. Destacam que a idade dos executivos retrata o nível de experiência geral que detêm os membros da alta administração.

Fernandes, Nunes e Bornia (2017) examinaram a influência das características do conselho de administração no nível de evidenciação ambiental, com base em uma amostra de 100 empresas listadas na B3. As informações ambientais foram obtidas por meio da análise de conteúdo, com base nos relatórios de sustentabilidade e *websites* das empresas, e utilizou-se um modelo de regressão múltipla para verificar a influência das variáveis tamanho do conselho, diversidade de gênero, quantidade de membros independentes e idade dos componentes do colegiado. Os resultados mostraram que apenas a quantidade de membros

independentes apresentou significância estatística de 10%, sugerindo que uma proporção maior desse contingente pode melhorar o monitoramento e o controle da administração, fortalecer a governança corporativa, impulsionar o envolvimento da empresa com as questões ambientais e, conseqüentemente, ajudar a elevar o nível de informações ambientais evidenciadas voluntariamente pela empresa.

Lazzaretti e Godoi (2012) analisaram a correlação entre as características formação acadêmica e experiência profissional e a participação de mulheres no conselho de administração nas empresas brasileiras de capital aberto. O estudo examinou a composição de gênero do conselho em 410 empresas de capital aberto listadas na B3 em 2011, e, por meio da análise de conteúdo, explorou os currículos das 158 mulheres ali identificadas. A pesquisa apontou que 7,3% dos assentos existentes nos conselhos de administração são ocupados por mulheres. A análise curricular mostrou que a maioria dessas mulheres possui graduação universitária e experiências profissionais diversas, sendo que muitas delas acumulam experiências anteriores como membros de conselho em outras empresas.

Pereira e Alves (2017) utilizaram em seu estudo, sobre a manipulação de resultados e as características do conselho e qualidade da administração, a formação acadêmica e a experiência profissional como variáveis de competência do conselho de administração. Outra característica utilizada pelos autores foi a independência dos membros do conselho e sua diretoria executiva. Foram analisadas as sociedades não-financeiras portuguesas cotadas na Euronext Lisbon no período 2005-2011. A metodologia utilizada tomou por base um modelo econométrico, de Aggarwal *et al.* (2009) e Klein (2002), o qual foi reformulado de modo a integrar a qualidade da administração e fiscalização pela sociedade. Os resultados empíricos evidenciam a existência de uma associação estatisticamente significativa entre os *accruals* discricionários e as características do conselho de administração. Também indicaram que os diretores e membros do conselho com formação acadêmica em contabilidade ou auditoria tendem a apresentar menos indícios de manipulação de resultados.

Santos, Guevara e Amorim (2013) procuraram determinar a relevância relativa da educação, idade e gênero na percepção moral da empresa. Utilizaram a análise estatística exploratória baseada em dados secundários fornecidos pela ICTS Global (empresa estrangeira especializada na redução de riscos que envolvem vida humana, objetivos de negócios, ativos, informações e reputação). A pesquisa baseou-se em entrevistas realizadas no período 2004-2008 com 7.574 pessoas, entre colaboradores e candidatos de 74 empresas privadas

brasileiras. Os resultados indicam que a variável *educação* exerce maior influência sobre os indicadores de percepção moral, de modo que quanto mais baixo for o nível de escolaridade, menor será a percepção de irregularidades. Em relação ao gênero, as mulheres têm menor predisposição ao furto, mas são menos dispostas à denúncia de comportamentos corruptos. Mencionam que a idade está diretamente relacionada ao comportamento dos membros de conselho, e impacta a percepção moral e ética do indivíduo e sua disposição para transgredir normas.

Zucco (2015) utilizou as variáveis formação acadêmica, idade e estilo de trabalho para definir as características do comitê de pessoas do conselho de administração em quatro empresas internacionalizadas integrantes do segmento Novo Mercado da B3. Aplicou abordagem qualitativa, de caráter exploratório e descritivo, empregando na coleta dos dados a entrevista semiestruturada. Os dados foram submetidos à análise de categorias, e em sua configuração evidenciam-se as categorias que mais contribuem para o desempenho do comitê. Iniciou-se pela composição do comitê de pessoas, em que prevalece o número de membros internos, a predominância do gênero masculino e ausência de estrangeiros. Como características dos membros, a formação acadêmica dominante é Administração, a média das idades é 54 anos, eles são efetivos e participam de outros comitês do conselho de administração.

Allini, Rossi e Hussainey (2016) investigaram o papel do conselho na divulgação de riscos em empresas italianas. O objetivo da pesquisa consistiu em avaliar o potencial impacto da composição do conselho de administração e as características específicas da empresa na divulgação de riscos. Foram investigadas 17 empresas estatais listadas na bolsa italiana no quadriênio 2008-2011. A análise de conteúdo baseou-se nos relatórios anuais das empresas, especificamente na seção de comentários da administração. O resultado sugere que a diversidade do conselho, em termos de gênero, idade e formação acadêmica, afeta a divulgação de riscos. O estudo também aponta que o tamanho da empresa e a visibilidade digital foram positivamente correlacionados.

Como foi possível perceber pela verificação das relações encontradas nos estudos empíricos levantados na revisão da literatura, não há consenso acerca de quais características da diversidade da alta gestão influenciam a divulgação de informações de risco pelas companhias. Dessa forma, considera-se oportuno o aprofundamento das investigações empíricas sobre o assunto em âmbito nacional. Diante dessas considerações teórico-conceituais, e com base nos estudos de Allini, Rossi e Hussainey (2016), Bernardi e

Threadgill (2010), Bravo (2018), Carmona, Fuente e Ruiz (2016), Costa, Sampaio e Flores (2019), Fernandes, Nunes e Bornia (2017), Fuente, García-Sánchez e Lozano (2017), Glass, Cook e Ingersoll (2016), Lazzaretti e Godoi (2012), Lenard *et al.* (2014), Pereira e Alves (2017), Post, Rahman e Rubow (2011), Prudêncio *et al.* (2019), Santos, Guevara e Amorim (2013), Segura *et al.* (2016) e Zucco (2015), percebe-se a falta de consenso sobre as características da diversidade da alta gestão nas empresas e de sua possível correlação com o *disclosure*, razão pela qual se considera oportuno o aprofundamento das investigações empíricas sobre o assunto.

Ante o exposto, na sequência serão abordadas as hipóteses desta investigação, baseadas na literatura sobre as temáticas envolvidas, sob diversos aspectos e contextos societários distintos, tendo como foco principal a influência da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco da organização.

Adicionalmente, investiga-se a relação individual de três diferentes aspectos da diversidade da alta gestão (gênero, idade e formação acadêmica) e o nível de *disclosure* de risco nas empresas, sob duas categorias: financeiro e não-financeiro (operacional, estratégico, de dano e de integridade).

Alguns estudos evidenciam que a diversidade de gênero na alta gestão, com a participação de um maior número de mulheres, tende a contribuir para melhorar o relacionamento da empresa com a sociedade (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; GALBREATH, 2018). Já as pesquisas de Barako e Brown (2008), Frias-Aceituno, Rodriguez-Ariza e Garcia-Sanchez (2013), Ibrahim e Angelidis (1991), Prado-Lorenzo e Garcia Sanchez (2010) e Santos, Guevara e Amorim (2013) indicaram que as mulheres tendem a prover maior transparência e ética para a empresa.

Outras pesquisas também abordam a influência da participação feminina no conselho de administração e na diretoria executiva no aumento do desempenho da organização (FERRERO-FERRERO; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO; MUÑOZ-TORRES, 2015; FUENTE; GARCÍA-SÁNCHEZ; LOZANO, 2017; SEGURA; FORMIGONI; ABREU; COSTA, 2016). Segundo vários estudiosos, essa melhoria no resultado é motivada, muitas vezes, pela evolução na gestão entre as partes interessadas, o que leva a um aumento na divulgação de informações relevantes, seja no âmbito da responsabilidade social e ambiental (BERNARDI; THREADGILL, 2010; FERNANDES; NUNES; BORNIA, 2017; GLASS; COOK; INGERSOLL, 2016; PRUDÊNCIO *et al.*, 2019), seja no aspecto de risco (ALLINI;

ROSSI; HUSSAINEY, 2016; BRAVO, 2018; CARMONA; FUENTE; RUIZ, 2016; COSTA; SAMPAIO; FLORES, 2019; LENARD *et al.*, 2014).

Diante desse contexto, propõem-se as seguintes hipóteses:

H1a – A participação feminina no conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro.

H1b – A participação feminina no conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco não-financeiro.

H1c – A participação feminina na diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro.

H1d – A participação feminina na diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco não-financeiro.

Conforme mencionado, outra característica que pode afetar o desempenho da alta gestão é a idade dos membros do conselho de administração e da diretoria executiva. De forma geral, Taylor (1975) mostra que os diretores de idade mais avançada analisam as informações com mais cuidado do que os mais jovens. Prudêncio *et al.* (2019) observaram que a última faixa etária da diretoria executiva tem efeito positivo sobre as práticas de RSC; ou seja, os membros com mais idade têm maior preocupação quanto ao social. Por essa mesma perspectiva, Allini, Rossi e Hussainey (2016) sugerem que os membros mais idosos da alta gestão são mais inclinados a divulgar informações sobre risco e dispostos a melhorar a transparência. Em contrapartida, Post, Rahman e Rubow (2011) evidenciam que os executivos mais jovens apresentam maior sensibilidade quanto às questões ambientais. Segundo Bravo (2018), espera-se que os membros de conselho mais jovens sejam mais sensíveis às partes interessadas. Enquanto isso, Fernandes, Nunes e Bornia (2017) apontaram que a variável referente à idade dos membros do conselho não apresentou significância estatística em relação à melhoria no monitoramento e controle da administração, fortalecimento da governança corporativa e crescimento do envolvimento da empresa com as questões ambientais. Dessa forma, constata-se uma falta de convergência entre os estudos consultados no que tange à influência da faixa etária dos membros da alta gestão no *disclosure* de risco.

Com base, portanto, em tais considerações, são propostas as seguintes hipóteses:

H2a – A faixa etária dos membros do conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro.

H2b – A faixa etária dos membros do conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco não-financeiro.

H2c – A faixa etária dos membros da diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro.

H2d – A faixa etária dos membros da diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco não-financeiro.

Outro aspecto relacionado à diversidade da alta gestão é a formação acadêmica de seus membros. A Teoria do Capital Humano considera a diversidade na área de formação uma garantia de melhor monitoramento e eficácia.

Apesar de serem poucas as evidências empíricas sobre o efeito da multidisciplinaridade da formação acadêmica, Zucco (2015) relata que Administração é a formação acadêmica dominante entre os membros do conselho. Entende-se por multidisciplinaridade a quantidade de formações acadêmicas distintas entre os membros da alta gestão. No que tange à ética na empresa, Santos, Guevara e Amorim (2013) indicam que a variável educação exerce grande influência sobre os indicadores de percepção moral. Allini, Rossi e Hussainey (2016) identificaram uma associação negativa, quando investigaram a influência da proporção de membros com formação em Contabilidade e Finanças no nível de divulgação de risco.

Dessa forma, são propostas as seguintes hipóteses:

H3a – A multidisciplinaridade da formação acadêmica dos membros do conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro.

H3b – A multidisciplinaridade da formação acadêmica dos membros do conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco não-financeiro.

H3c – A multidisciplinaridade da formação acadêmica dos membros da diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro.

H3d – A multidisciplinaridade da formação acadêmica dos membros da diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco não-financeiro.

Diante da incipiência de estudos nacionais e estrangeiros que envolvem a diversidade e a divulgação de risco, considera-se, nesta pesquisa, a influência da diversidade no *disclosure* de risco. Entretanto, devido à carência de estudos, não se pode fundamentar cada hipótese como positiva ou negativa.

Cabe mencionar que o estudo de Prudêncio *et al.* (2019) é o que, em âmbito nacional, mais se assemelha com a pesquisa ora proposta, ao analisar a diversidade da alta gestão com construtos semelhantes aos adotados nesta pesquisa e sua relação com a RSC. Fora do Brasil, destacam-se estudos como o de Bravo (2018), que investiga a diversidade do conselho de administração nas empresas estadunidenses e se aproxima da presente pesquisa na medida em que também analisa a diversidade do conselho de administração no que tange a gênero e idade, além de apresentar como variável dependente o nível de divulgação de risco e variável de controle o tamanho da empresa. Outra pesquisa correlata é a de Allini, Rossi e Hussainey (2016), realizada em empresas italianas, por tratar especificamente sobre divulgação de risco e por apresentar as mesmas variáveis acerca do conselho, como diversidade de gênero, idade e formação acadêmica, além do tamanho da empresa (controle). Tal fato ressalta a importância da realização do presente estudo, que explora o contexto organizacional brasileiro.

### 3 METODOLOGIA

A presente seção apresenta a pesquisa em seus aspectos metodológicos para atender aos objetivos do estudo. Inicialmente, é explicitado o enquadramento metodológico, com sua caracterização em termos de objetivos, abordagem e procedimentos. Na sequência, são apresentadas a população e a amostra da pesquisa, a coleta e a análise dos dados.

#### 3.1 Enquadramento metodológico

A pesquisa caracteriza-se como descritiva, quanto aos objetivos, levando-se em conta que analisou a possível correlação entre a diversidade da alta gestão e o *disclosure* de risco nas companhias abertas premiadas pela Abrasca. De acordo com Gil (2010), as pesquisas descritivas têm como principal finalidade descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis. Essa metodologia implica a utilização de técnicas padronizadas de coleta de dados.

Quanto aos procedimentos, classifica-se como pesquisa documental, cujos dados foram coletados de fontes secundárias, como o Formulário de Referência e informações cadastrais das empresas, ambos provenientes do *website* da B3 S. A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Segundo Gil (2010), a técnica documental consiste em um conjunto de informações anteriormente catalogadas e que ainda não recebeu tratamento analítico ou que pode vir a ser reelaborado por ocasião de nova pesquisa, a depender dos objetivos nos quais estiver fundamentada.

Quanto à natureza dos dados, esta pesquisa tem abordagem quantitativa, com uso de procedimentos estatísticos para responder ao problema de pesquisa. Sobre a natureza das abordagens, segundo Martins e Theóphilo (2007, p. 103) “[...] o pesquisador, dependendo da natureza das informações, dos dados e das evidências levantadas, poderá empreender uma avaliação quantitativa, isto é: organizar, sumarizar, caracterizar e interpretar os dados numéricos coletados”. Assim, a relação entre os construtos foi analisada por meio de técnica qualitativa, no caso a análise de conteúdo, e de testes de estatística descritiva, análise de correspondência múltipla e de regressão linear múltipla.

Quanto ao procedimento de análise qualitativa dos dados, de acordo com Bardin (2009), a análise de conteúdo foi dividida em etapas como pré-análise, a exploração do material e o tratamento dos resultados por meio de inferência e interpretação.

### 3.2 População e amostra

A população deste estudo foi constituída pelas empresas premiadas pela Abrasca em 2017 e 2018. Em 2017 foram vencedoras 78 companhias, enquanto em 2018 foram selecionadas 68, entre abertas e fechadas. Na abordagem quantitativa, entende-se por população o “conjunto de todos os casos que concordam com determinadas especificações” (SAMPIERI; COLLADO; LÚCIO, 2006, p. 253). Das 146 companhias premiadas, foram consideradas apenas as participantes do *ranking* de capital aberto, sendo, portanto, excluídas as de capital fechado e as não-empresárias. Foram igualmente desconsideradas sete empresas de serviços financeiros e intermediários financeiros, por possuir regulamentação econômica e contábil bastante específica, e quatro que não detinham informações suficientes para a pesquisa, de modo que a amostra ficou constituída de 47 empresas.

A Tabela 1 exhibe o cálculo efetuado para identificação da amostra do estudo, considerando-se os critérios descritos nesta seção.

Tabela 1 – Composição da amostra

<b>Operação</b>	<b>Descrição</b>	<b>Número de empresas</b>
=	População (empresas premiadas pela Abrasca em 2017 e 2018)	146
(-)	Companhias de capital fechado e organizações não empresárias	55
(-)	Empresas premiadas nos dois exercícios	33
(-)	Instituições financeiras	7
(-)	Empresas que não dispunham de informações suficientes para a pesquisa	4
=	<b>Amostra</b>	<b>47</b>

Fonte: Elaborada pela autora.

Para a premiação de 2017 e a de 2018, a Abrasca considerou as informações referentes aos exercícios contábil-financeiros encerrados em 31/12/2016 e 31/12/2017, respectivamente. Dessa forma, na pesquisa, se a organização tiver sido contemplada em apenas um dos exercícios, ela participou da amostra da pesquisa, e seus relatórios institucionais dos dois exercícios foram analisados no estudo para extração dos dados sobre a diversidade da alta gestão. A listagem das empresas premiadas foi coletada no *website* da Abrasca. As empresas constituintes da amostra estão distribuídas por setor de atuação, conforme classificação da B3 (Tabela 2).

Tabela 2 – Distribuição da amostra por setor de atuação

<b>Setor</b>	<b>Quantidade</b>	<b>Proporção (%)</b>
Bens Industriais	9	19,1
Comunicações	2	4,3
Consumo Cíclico	7	14,9
Consumo Não Cíclico	7	14,9
Financeiro (exploração de imóvel)	1	2,1
Materiais Básicos	5	10,6
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	2	4,3
Saúde	1	2,1
Utilidade Pública	13	27,7
<b>Total</b>	<b>47</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Elaborada pela autora.

Conforme observado na Tabela 2, os setores Bens Industriais e Utilidade Pública são os que apresentam maior representatividade na amostra, com 19,1% e 27,7%, respectivamente. Juntos, os dois totalizam, portanto, 46,8% da amostra. Em seguida, vêm Consumo Cíclico e Consumo Não Cíclico, com 14,9% cada.

### 3.3 Coleta dos dados

Para a operacionalização da pesquisa, foram coletados dados acerca da diversidade (gênero, idade e formação acadêmica) da alta gestão e do *disclosure* de risco nas empresas da amostra. O estudo utilizou fontes secundárias, através de pesquisa documental, no Formulário de Referência e o no *website* da B3.

O Formulário de Referência é um documento de divulgação obrigatória pelas empresas listadas na B3. Sua normatização foi instituída pela CVM por meio da Instrução Normativa nº 480/2009. O inciso II do Art. 21 da citada IN descreve a obrigatoriedade do envio periódico do FR por meio eletrônico, e o § 1º do Art. 24 acrescenta que o documento deve ser disponibilizado em até cinco meses contados da data do encerramento do exercício social, no *website* da B3, conforme modelo disponível no Anexo 24 da citada IN (CVM, 2009).

Dessa forma, por meio da análise da seção 12.5/6 do Formulário de Referência – Assembleia e Administração – Composição e Experiência Profissional da Administração e do Conselho Fiscal, foram coletados os dados referentes aos membros do conselho de administração e da diretoria executiva, como: gênero, idade e formação acadêmica. Além das informações sobre a diversidade da alta gestão, foram coletados, na seção 4 – Fatores de Risco, os dados sobre os fatores de risco financeiro e risco não-financeiro (operacional,

estratégico, de dano e de integridade) que definiram o nível de *disclosure* de risco nas organizações; dados necessários para testar as hipóteses H1a, H1b, H1c, H2a, H2b, H2c, H3a, H3b e H3c do presente estudo. Também foi necessário consultar a seção 3.1 – Informações Financeiras, para obtenção dos dados do Ativo Total e Resultado Líquido, que indicam o tamanho da empresa e o Retorno Sobre o Ativo (ROA), respectivamente.

A obtenção de cada Formulário de Referência deu-se mediante consulta ao *website* b3.com.br, acessando-se o campo Empresas Listadas. Pesquisando o nome da empresa, e acessando a aba Relatórios Estruturados, tem-se acesso ao histórico do respectivo Formulário de Referência. Assim, foi possível realizar a consulta dos dois últimos FRs ativos para 2016 e 2017, publicados em 2017 e 2018, respectivamente. Também foi identificado o setor de atuação de cada empresa da amostra, na página principal do *website* da B3, na aba Dados da Companhia.

O Quadro 1 expõe detalhes quanto às fontes de coleta dos dados, e descreve as variáveis utilizadas no presente estudo, bem como sua respectiva operacionalização e suporte teórico que fundamenta a sua utilização.

#### 3.4 Análise dos dados

Os procedimentos adotados neste estudo visam a atender aos objetivos específicos propostos, para, dessa forma, alcançar o objetivo geral e responder à questão de pesquisa.

O primeiro objetivo específico visa a caracterizar as empresas quanto à diversidade da alta gestão. Para isso, foi procedida análise documental dos FRs, descrevendo-se as informações sobre gênero, idade e formação acadêmica dos membros do conselho de administração e da diretoria executiva de cada empresa da amostra. Para tanto, foram tabulados em planilha eletrônica todos esses dados obtidos na seção 12.5/6 do Formulário de Referência, submetidos, então, a análise através de estatística descritiva.

Para o segundo objetivo específico, que consiste em descrever o comportamento do *disclosure* de risco, considerou-se que os riscos precisam ser controlados, gerenciados, possuindo conotações de ordem física, estrutural, econômica, social e ambiental, com desdobramento em vários componentes e níveis de detalhamento (GUIMARÃES, 2006). Esse gerenciamento auxilia a organização a identificar e avaliar riscos e oportunidades, aspirando a uma tomada de decisões e avaliação de desempenhos (DAVIS; BLASCHEK, 2005). Utilizou-se a análise de conteúdo para exploração do perfil de risco, a partir das informações

divulgadas na seção 4 do Formulário de Referência de cada uma das 47 empresas da amostra, referente aos exercícios de 2016 e 2017, publicados em 2017 e 2018, respectivamente, seguida de estatística descritiva.

Para mensuração do nível de *disclosure* de risco da pesquisa, utilizou-se a escala de cinco pontos proposta por Staden e Hooks (2007); ou seja, foi atribuída a pontuação de 0 a 4 para cada um dos fatores de risco divulgados pelas empresas (Quadro 1).

Quadro 1 – Escala de mensuração do nível de *disclosure* adotada na pesquisa

Pontuação	Nível de <i>disclosure</i>	Descrição
0	Não divulgado	Não há comentário sobre o fator de risco, ou há divulgação de que a empresa não está sujeita ao fator de risco
1	Informação mínima	Informação qualitativa com breve menção Alguns detalhes em termos descritivos
2	Informação descritiva	Informação qualitativa, com explicação das fontes de risco e/ou consequências do risco Políticas de risco são evidenciadas
3	Informação quantitativa	Informação quantitativa, com breve menção Alguns detalhes em termos monetários ou de quantidades físicas reais
4	Divulgação exhaustiva	Informações quantitativas, com identificação das fontes de risco e/ou consequências do risco Políticas, impacto e/ou probabilidade de risco são evidenciados

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Staden e Hooks (2007).

Foi atribuída a seguinte pontuação para a escala adotada para avaliação do nível do *disclosure* de risco: 0 (zero), quando o fator de risco é ausente ou quando a empresa evidencia que não está sujeita ao fator; 1 (um), quando a informação sobre o fator é qualitativa e apresenta alguns detalhes (em termos gerais); 2 (dois), quando a informação divulgada é descritiva; 3 (três) quando a informação é divulgada quantitativamente e apresenta alguns detalhes (em termos gerais); e 4 (quatro) para informações quantitativas divulgadas exhaustivamente (com vários detalhes). Nesse sentido, quanto mais alta for a qualidade da divulgação dos fatores de risco, maior será a pontuação obtida pela empresa.

Para análise da frequência do *disclosure* de risco, foram criados os quartis: Muito baixo, Baixo, Alto e Muito alto. Entretanto, como o risco de dano e o risco de integridade não se dividiram em quatro grupos (quartis), mas em três, consideraram-se apenas os níveis Baixo, Médio e Alto. A lista de verificação desenvolvida para análise do nível de *disclosure* de risco tem como base uma extensa revisão da literatura e uma pesquisa de definições sobre o assunto, distribuídas em duas categorias principais: risco financeiro e risco não-financeiro. O risco não-financeiro é dividido em quatro subcategorias (risco operacional, risco de dano,

risco de integridade e risco estratégico). O Quadro 2 apresenta o resumo das categorias, subcategorias de risco e respectivos fatores de risco considerados na análise de conteúdo.

Quadro 2 – Categorias, subcategorias e fatores de risco

<b>Categoria 1: DISCLOSURE DE RISCO FINANCEIRO</b>		
<b>Subcategoria</b>	<b>Fator</b>	<b>Nível de <i>disclosure</i> (Pontuação)</b>
<b>1.1 Risco financeiro</b>	1.1.1 Mudanças nas taxas de juros	0-4
	1.1.2 Mudanças súbitas nas taxas de câmbio	0-4
	1.1.3 Risco de capital de giro insuficiente (liquidez)	0-4
	1.1.4 Risco de não receber pagamentos (crédito / inadimplência)	0-4
	1.1.5 Mudanças repentinas nas cotações das ações	0-4
	1.1.6 Alterações nos preços e cobertura de instrumentos financeiros	0-4
	1.1.7 Volatilidade dos preços das <i>commodities</i>	0-4
	1.1.8 Outro	0-4
<b>Pontuação máxima da subcategoria 1.1</b>		<b>28</b>
<b>Categoria 2: DISCLOSURE DE RISCO NÃO-FINANCEIRO</b>		
<b>Subcategoria</b>	<b>Fator</b>	<b>Nível de <i>disclosure</i> (Pontuação)</b>
<b>2.1 Risco operacional</b>	2.1.1 Efeitos do <i>marketing</i> negativo (boicote do cliente)	0-4
	2.1.2 Reclamações de terceiros	0-4
	2.1.3 Indisponibilidade repentina de recursos e/ou problemas no abastecimento de matérias-primas	0-4
	2.1.4 Riscos no processo de produção e desenvolvimento de produtos	0-4
	2.1.5 Risco de violação de direitos de propriedade industrial e/ou problemas com sua proteção	0-4
	2.1.6 Risco de falhas na tecnologia da informação e/ou risco cibernético	0-4
	2.1.7 Risco de dependência e/ou indisponibilidade de recursos humanos	0-4
	2.1.8 Risco de danos sociais e ambientais	0-4
	2.1.9 Risco de redução de receita e/ou risco de desconto significativo devido à obsolescência do estoque	0-4
	2.1.10 Risco de erosão de marcas	0-4
	2.1.11 Risco de saúde e segurança no ambiente de trabalho	0-4
	2.1.12 Outro	0-4
<b>Pontuação máxima da subcategoria 2.1</b>		<b>44</b>
<b>2.2 Risco de dano</b>	2.2.1 Risco de cobertura insuficiente de seguro	0-4
	2.2.2 Risco de decisões judiciais desfavoráveis (ações judiciais significativas)	0-4
	2.2.3 Outro	0-4
<b>Pontuação máxima da subcategoria 2.2</b>		<b>8</b>
<b>2.3 Risco de integridade</b>	2.3.1 Ações fraudulentas internas ou externas	0-4
	2.3.2 Impacto negativo na reputação ou imagem da empresa	0-4
	2.3.3 Ocorrência de problemas éticos e corrupção nos negócios	0-4
	2.3.4 Outro	0-4
<b>Pontuação máxima da subcategoria 2.3</b>		<b>12</b>
<b>2.4 Risco estratégico</b>	2.4.1 Elevado nível de competitividade e riscos de concorrência desleal	0-4
	2.4.2 Risco de mudanças específicas do setor	0-4
	2.4.3 Ocorrência de instabilidades geopolíticas	0-4
	2.4.4 Risco de mudanças regulatórias	0-4
	2.4.5 Risco de mudanças políticas, incluindo mudanças na legislação tributária (mudanças na legislação)	0-4
	2.4.6 Risco de mudanças econômicas	0-4

2.4.7 Alterações na taxa de inflação	0-4
2.4.8 Risco de ocorrência de desastres naturais que afetem o ambiente de negócios	0-4
2.4.9 Risco de perda de controle sobre fornecedores e/ou risco de dependência de fornecedores	0-4
2.4.10 Mudanças nas preferências dos clientes	0-4
2.4.11 Risco de perda do controle sobre os clientes e/ou risco de dependência de clientes	0-4
2.4.12 Riscos associados ao lançamento de novos produtos	0-4
2.4.13 Riscos associados à preparação e execução de fusões e aquisições	0-4
2.4.14 Obrigação soberana de risco político	0-4
2.4.15 Riscos associados à diversificação de portfólio de negócios	0-4
2.4.16 Outro	
<b>Pontuação máxima da subcategoria 2.4</b>	<b>60</b>
<b>Pontuação máxima da categoria 2</b>	<b>124</b>
<b>Pontuação total das categorias 1 + 2</b>	<b>152</b>

Fonte: Elaborado pela autora, com base em Linsley e Shrides (2006), Miihkinen (2012) e Ntim *et al.* (2013).

As categorias, subcategorias e fatores de risco adotados no estudo baseiam-se em Linsley e Shrides (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013), com adaptações para o cenário brasileiro, pois não foram encontrados estudos nacionais para subsidiar a análise da qualidade dos riscos financeiros e não-financeiros evidenciados nos relatórios anuais. O *checklist* elaborado reúne 38 fatores de risco, distribuídos em duas categorias (risco financeiro e risco não-financeiro) e cinco subcategorias (risco financeiro, risco operacional, risco de dano, risco de integridade e risco estratégico).

O índice da qualidade do *disclosure* de risco do estudo resulta em um total de 152 pontos, com a seguinte distribuição por categoria de risco: risco financeiro – 28 e risco não-financeiro – 124. O resultado é um índice que mensura o nível da qualidade das informações de risco divulgadas pelas empresas de capital aberto premiadas pela Abrasca.

No terceiro objetivo específico, foi analisada a associação entre a diversidade (gênero, idade e formação acadêmica) da alta gestão, o *disclosure* de risco e o setor de atuação. Para identificação da significância entre as características das empresas e os níveis de *disclosure*, foi utilizado o teste Qui-quadrado, para verificação da existência de dependência entre as variáveis, seguindo-se a Análise de Correspondência Múltipla (ACM). Segundo Fávero *et al.* (2009), a ACM consiste em um teste estatístico de interdependência, utilizado para examinar as associações entre variáveis qualitativas, cujo exame visual por meio de mapas perceptuais possibilita a observação de qualquer padrão ou estrutura nos dados. A partir da Anacor, demonstrou-se o mapa perceptual a fim de se verificar a possível associação entre a diversidade da alta gestão, o nível de *disclosure* e o setor de atuação.

Por fim, para atingir o objetivo geral, que compreende a investigação da influência da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco nas empresas da amostra, aplicou-se o teste não-paramétrico de Wicoxon Mann-Whitney, ou simplesmente Teste de Mann-Whitney, adequado para comparar as funções de distribuição de, pelo menos, uma variável ordinal medida em duas amostras independentes (MAROCO, 2007). Nesta pesquisa, o Teste de Mann-Whitney foi aplicado a fim de se examinar as variáveis idade, gênero e formação acadêmica, comparando-se amostras independentes, com base na distribuição das empresas quanto ao *disclosure* de risco. O propósito é investigar evidências sobre a possível correlação entre a diversidade de gênero, idade e formação acadêmica da alta gestão e o *disclosure* de risco.

Diante do exposto, e na busca de atender ao objetivo geral, o Quadro 3 sumaria as *proxies* utilizadas para mensuração das variáveis dependentes independentes e de controle, sua operacionalização, fontes de coleta dos dados e embasamento teórico.

A variável dependente do estudo é representada de três formas, pelas métricas de avaliação DisclRFin, DisclRNFin e DisclRG.

A variável dependente é representada pelo nível de *disclosure* de risco. As variáveis independentes são compostas por três variáveis de diversidade, além das variáveis de controle. As variáveis de diversidade são: mulheres no conselho de administração e/ou na diretoria executiva, faixa etária dos membros do conselho de administração e/ou da diretoria executiva e multidisciplinaridade da área de formação acadêmica do conselho de administração e/ou da diretoria executiva. As variáveis de controle utilizadas foram setor de atuação, ROA e tamanho.

O Quadro 3 apresenta os construtos, variáveis dos modelos, operacionalização, fontes de coleta dos dados e embasamento teórico utilizados no estudo.

Com base nesses procedimentos, procurou-se atender ao objetivo geral relacionando diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva nas empresas premiadas pela Abrasca com *disclosure* de riscos.

Quadro 3 – Descrição das variáveis

Construto	Variável Dependente	Operacionalização	Fonte de coleta dos dados	Embasamento teórico
<i>Disclosure</i> de Risco Financeiro	DisclRFin	<i>Checklist</i> (Categorias de risco)	Formulário de Referência (seção 4)	Linsley e Shrives (2006) Miihkinen (2012) Ntim, Lindop e Thomas (2013)
<i>Disclosure</i> de	DisclRNFin	<i>Checklist</i> (Categorias		Linsley e Shrives (2006)

Risco Não-Financeiro		de risco)		Miihkinen (2012) Ntim, Lindop e Thomas (2013)
Disclosure de Risco Geral	DisclRG	Checklist (Categorias de risco)		Linsley e Shrives (2006) Miihkinen (2012) Ntim, Lindop e Thomas (2013)
<b>Construto</b>	<b>Variável Independente</b>	<b>Operacionalização</b>	<b>Fonte de coleta dos dados</b>	<b>Embasamento teórico</b>
Diversidade do Conselho de Administração (DIVER_CADM)	PM_CADM	Proporção de mulheres no conselho de administração	Formulário de Referência (seção 12.5/6)	Allini, Rossi e Hussainey (2016) Bear, Rahman e Post (2010) Bernardi e Threadgill (2010) Bravo (2018) Carmona, Fuentes e Ruiz (2016) Dezso e Ross (2012) Fuente, García-Sánchez e Lozano (2017) Galbreath (2018) Glass, Cook e Ingersoll (2016) IBGC (2015) Ibrahim e Hanefah (2016) Lenard <i>et al.</i> (2014) Prudêncio <i>et al.</i> (2019) Segura <i>et al.</i> (2016)
	FE_MED_CADM	Faixa etária média dos membros do conselho de administração		Allini, Rossi e Hussainey (2016) Bravo (2018) Fernandes, Nunes e Bornia (2017) Ferrero-Ferrero <i>et al.</i> (2015) Post, Rahman e Rubow (2011) Prudêncio <i>et al.</i> (2019) Santos, Guevara e Amorim (2013)
	FA_CADM	Multidisciplinaridade de formação acadêmica (graduação universitária) dos membros do conselho de administração		Allini, Rossi e Hussainey (2016) Campbell e Mínguez-Vera (2008) Güner, Malmendier e Geoffrey (2008) Jackson (1992) Lazzaretti e Godoi (2012) Martins e Rodrigues (2005) Pereira e Alves (2017) Williams e O'Reilly (1998) Zahra e Pearce II (1989) Zucco (2015)
Diversidade da Diretoria Executiva (DIVER_DIR)	PM_DIR	Proporção de mulheres na diretoria executiva	Formulário de Referência (seção 12.5/6)	Bear, Rahman e Post (2010) Bravo (2018) Carmona, Fuentes e Ruiz (2016) Dezso e Ross (2012) Fuente, García-Sánchez e Lozano (2017) Galbreath (2018) Glass, Cook e Ingersoll (2016) IBGC (2015) Ibrahim e Hanefah (2016) Prudêncio <i>et al.</i> (2019) Segura <i>et al.</i> (2016)
	FE_MED_DIR	Faixa etária média dos membros da		Ferrero-Ferrero, García-Sánchez, Lozano (2015)

		diretoria executiva		Post, Rahman e Rubow (2011) Prudêncio <i>et al.</i> (2019) Santos, Guevara e Amorim (2013)
	FA_DIR	Multidisciplinaridade de formação acadêmica (graduação universitária) dos membros da diretoria		Campbell e Mínguez-Vera (2008) Pereira e Alves (2017)
Variáveis de Controle (CONT)	Setor de Atuação (SET)	Variável <i>dummy</i> para cada setor de atuação, segundo a classificação da B3	<i>Website</i> da B3 (aba Empresas Listadas)	Brandão <i>et al.</i> (2013) Forti, Peixoto e Alves (2015)
	Rentabilidade (ROA)	Lucro líquido / Ativo	Formulário de Referência (seção 3)	Al-Shaer e Zaman (2016) Fuente, García-Sánchez e Lozano (2017)
	Tamanho (TAM)	Logaritmo natural (ln) do valor do Ativo	Formulário de Referência (seção 3)	Kiliç e Kuzey (2016) Ricardo, Barcellos e Bortolon (2017) Santana <i>et al.</i> (2015)

Fonte: Elaborado pela autora.

Adicionalmente, procedeu-se à análise de regressão linear múltipla; técnica multivariada que analisa a relação entre uma variável dependente, definida como um critério, e variáveis independentes, definidas como preditoras (HAIR JÚNIOR *et al.*, 2009). Nesse sentido, os modelos de regressão investigados podem ser representados pelas três equações a saber:

$$DisclRFin = \beta_0 + \beta_1 PM\_CADMit + \beta_2 FE\_MED\_CADMit + \beta_3 FA\_CADMit + \beta_4 PM\_DIRit + \beta_5 FE\_MED\_DIRit + \beta_6 FA\_DIRit + \beta_7 SETit + \beta_8 ROAit + \beta_9 TAMit + e$$

(Equação 1)

$$DisclRNFin = \beta_0 + \beta_1 PM\_CADMit + \beta_2 FE\_MED\_CADMit + \beta_3 FA\_CADMit + \beta_4 PM\_DIRit + \beta_5 FE\_MED\_DIRit + \beta_6 FA\_DIRit + \beta_7 SETit + \beta_8 ROAit + \beta_9 TAMit + e$$

(Equação 2)

$$DisclRG = \beta_0 + \beta_1 PM\_CADMit + \beta_2 FE\_MED\_CADMit + \beta_3 FA\_CADMit + \beta_4 PM\_DIRit + \beta_5 FE\_MED\_DIRit + \beta_6 FA\_DIRit + \beta_7 SETit + \beta_8 ROAit + \beta_9 TAMit + e$$

(Equação 3)

Como ferramenta computacional para tabulação dos dados e cálculo de valores de menor complexidade, foram utilizadas planilhas eletrônicas. Já para a aplicação dos testes

estatísticos, tanto para a análise descritiva (Estatística Descritiva), como para a análise inferencial (ACM, Testes de Mann-Whitney e Modelos de Regressão), foi utilizado o aplicativo Statistical Package for Social Sciences (SPSS).

## 4 RESULTADOS

Nesta seção, são apresentados os resultados das análises, visando à consecução do objetivo geral do estudo. Inicialmente procedeu-se a uma análise descritiva da diversidade da alta gestão, de modo a caracterizar as informações sobre gênero, idade e formação acadêmica. Para descrição do comportamento do *disclosure* de risco geral, do *disclosure* de risco financeiro e do *disclosure* de risco não-financeiro, utilizou-se a análise de conteúdo referente aos fatores de risco das empresas. Na sequência, verificou-se a associação entre a diversidade da alta gestão, o *disclosure* de risco e o setor de atuação, por meio de análise de correspondência. Por fim, procedeu-se a uma análise de influência da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco, aplicando-se a regressão linear múltipla.

### 4.1 Características da diversidade da alta gestão

A fim de atender ao primeiro objetivo específico, ou seja, caracterizar os membros da alta gestão das empresas da amostra quanto à diversidade, no que tange a gênero, idade e formação acadêmica, realizou-se uma análise descritiva. Foram examinados os dados das 47 companhias, referentes aos exercícios contábil-financeiros de 2016 e 2017. Para avaliação da alta gestão, foram analisadas as informações dos 905 membros efetivos e suplentes dos conselhos de administração das empresas da amostra, assim como dos seus 514 membros das diretorias executivas.

#### 4.1.1 Descrição da diversidade de gênero

Inicia-se a seção com a análise descritiva da diversidade de gênero, verificando-se a proporção de mulheres no conselho de administração e na diretoria executiva, conforme mostra a Tabela 3.

Tabela 3 – Estatística descritiva da proporção de mulheres no conselho de administração e na diretoria executiva

Variável	Quantidade	Média	Mediana	Desvio-padrão	Variância	Mínimo	Máximo
Mulheres no conselho de administração	94	11,14	10,00	11,91	141,80	0,00	42,86
Mulheres na diretoria executiva	94	9,98	0,00	14,32	205,06	0,00	60,00

Fonte: Elaborada pela autora.

A partir dos resultados da Tabela 3, observa-se uma reduzida proporção de mulheres nos conselhos de administração (PM\_CADM), com uma média de 11,14%. Esse resultado confirma aquele encontrado por Prudêncio *et al.* (2019) em empresas brasileiras, de 10%, e, também, por Post, Rahman e Rubow (2011) em empresas estadunidenses, de 12%. Também é demonstrada a média de proporção de diretoras executivas (PM\_DIR), de 9,98%. Esse resultado é semelhante ao encontrado por Prudêncio *et al.* (2019) em empresas brasileiras, de 10%.

Adicionalmente, a Tabela 4 exibe a frequência de mulheres no conselho de administração das empresas da amostra.

Tabela 4 – Frequência de mulheres no conselho de administração

Quantidade por conselho	Número de conselhos	Proporção (%)	Proporção acumulada (%)
0	38	40,4	40,4
1	27	28,7	69,1
2	13	13,8	83,0
3	6	6,4	89,4
4	5	5,3	94,7
5	5	5,3	100,0
Total	94	100,0	

Fonte: Elaborada pela autora.

De acordo com a Tabela 4, 38 dos 94 conselhos de administração analisados não possuem mulher em sua composição, enquanto 65 deles, ou seja, 69,1%, possuem uma mulher, e 5 possuem 5 membros do sexo feminino. Esses números confirmam o entendimento de que a participação feminina nos conselhos de administração ainda é reduzida, tanto no Brasil quanto no estrangeiro (DEZSO; ROSS, 2012; LAZZARETTI; GODOI, 2012).

A seguir, a Tabela 5 exibe a frequência de mulheres na diretoria executiva das empresas.

Tabela 5 – Frequência de mulheres na diretoria executiva

Quantidade por diretoria	Número de colegiados dirigentes	Proporção (%)	Proporção acumulada (%)
0	54	57,4	57,4
1	29	30,9	88,3
2	9	9,6	97,9
3	1	1,1	98,9
4	-	-	98,9

5	1	1,1	100,0
Total	94	100,0	

Fonte: Elaborada pela autora.

A Tabela 5 expõe a frequência de mulheres na diretoria executiva das empresas da amostra, demonstrando que 54 delas, ou seja, 57,4%, não possuem mulher na alta gestão. Ao se somar esse contingente ao das diretorias que possuem 1 membro do sexo feminino, a proporção sobe para 88,3% da amostra. Ressalte-se que apenas 1% das empresas exibe 5 mulheres em sua diretoria executiva. Esses resultados confirmam o entendimento de que nas empresas brasileiras ainda é pouco expressiva a participação feminina na diretoria executiva.

Após a análise das informações evidenciadas nas Tabelas 3, 4 e 5, apesar de ser incipiente a participação feminina na alta gestão das empresas analisadas, percebe-se uma maior diversidade de gênero nas empresas por meio do conselho de administração do que por meio da diretoria executiva.

#### 4.1.2 Descrição da diversidade quanto à faixa etária

Inicialmente, a Tabela 6 apresenta a análise estatística descritiva da diversidade etária dos membros do conselho de administração nas empresas da amostra.

Tabela 6 – Estatística descritiva da faixa etária dos membros do conselho de administração

Variável	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Variância	Mínimo	Máximo
Faixa etária média dos membros do conselho (FE_MED_CADM)	94	56,74	57,49	6,11	37,28	41,64	67,67

Fonte: Elaborada pela autora.

A partir da Tabela 6, identifica-se uma faixa etária média dos membros de conselho (FE\_MED\_CADM) relativamente alta (56,74), com uma idade máxima de 67 anos. Nota-se também uma alta variância (37,28), observando-se, portanto, a existência de heterogeneidade na faixa etária dos membros do conselho nas empresas da amostra. Os resultados desta pesquisa se assemelham aos de Prudêncio *et al.* (2019), que apontam para uma faixa etária média de 58 e idade máxima de 72 anos para os membros dos conselhos de administração de empresas brasileiras. O estudo de Allini, Rossi e Hussainey (2016) se aproxima ainda mais, apresentando, na Itália, uma média de 57 anos e uma idade máxima de 66 anos entre os membros de conselhos de empresas italianas.

Após análise descritiva, a Tabela 7 apresenta os resultados descritivos referentes à faixa etária média dos membros da diretoria executiva nas empresas da amostra.

Tabela 7 – Estatística descritiva da faixa etária dos membros da diretoria executiva

Variável	N	Média	Mediana	Desvio-padrão	Variância	Mínimo	Máximo
Faixa etária média da diretoria executiva (FE MED DIR)	94	49,92	49,58	5,20	27,01	38,67	64,00

Fonte: Elaborada pela autora.

Na Tabela 7, observa-se uma faixa etária média de 49,92 anos para os membros da diretoria executiva nas empresas da amostra (FE\_MED\_DIR) variando de 38 a 64 anos, com uma alta dispersão (27,01). A faixa etária das diretoras executivas identificada nesta pesquisa é semelhante àquela encontrada por Prudêncio *et al.* (2019), com uma média de 51 anos.

#### 4.1.3 Descrição da diversidade quanto à formação acadêmica

Sob a perspectiva da diversidade da alta gestão em relação à formação acadêmica, apresenta-se inicialmente uma multidisciplinaridade na formação dos membros de conselhos de administração nas empresas da amostra (Tabela 8). *A priori*, evidencia-se que foram identificadas 22 formações acadêmicas distintas entre os grupos.

Tabela 8 – Estatística descritiva da multidisciplinaridade na formação acadêmica dos membros do conselho de administração

Número de áreas distintas de formação acadêmica por conselho	Número de conselhos	Proporção (%)	Proporção acumulada (%)
1	1	1,1	1,1
2	5	5,3	6,4
3	27	28,7	35,1
4	26	27,7	62,8
5	24	25,5	88,3
6	9	9,6	97,9
7	2	2,1	100,0
<b>Total</b>	<b>94</b>	<b>100,0</b>	

Fonte: Elaborada pela autora.

De acordo com a Tabela 8, 2,1% dos conselhos possuem 7 formações acadêmicas distintas em seu grupo, e a grande maioria dos conselhos possui 3, 4 ou 5 formações diferentes, perfazendo 81,9% do total. Esse resultado está alinhado com a afirmação de

Williams e O'Reilly (1998) sobre a importância da diversidade na formação educacional e experiência prática para um bom processo de divulgação de informações.

Adicionalmente, foi evidenciado, na estatística descritiva, o alto índice da presença de graduados em Administração de Empresas nos conselhos das empresas da amostra. Identificou-se que dos 94 conselhos avaliados, relativos a 47 empresas nos anos 2016 e 2017, 80 possuem pelo menos um membro com formação na citada área, ou seja, 85% do total.

Na Tabela 9 é demonstrada a estatística descritiva da diversidade na formação acadêmica da diretoria executiva nas empresas da amostra.

Tabela 9 – Estatística descritiva da multidisciplinaridade na formação acadêmica dos membros da diretoria executiva

<b>Número de áreas distintas de formação acadêmica por conselho</b>	<b>Número de colegiados dirigentes</b>	<b>Proporção (%)</b>	<b>Proporção acumulada (%)</b>
1	5	5,3	5,3
2	32	34,0	39,4
3	29	30,9	70,2
4	19	20,2	90,4
5	6	6,4	96,8
6	3	3,2	100,0
<b>Total</b>	<b>94</b>	<b>100,0</b>	

Fonte: Elaborada pela autora.

Verifica-se na Tabela 9 que a diversidade na formação acadêmica dos diretores executivos alcança 6 cursos, e que apenas 3,2% dos grupos registram essa variedade. Observa-se também que 85,1% das equipes de diretores das empresas da amostra, possuem 2, 3 ou 4 formações distintas.

Também foi possível perceber uma significativa presença de graduados em Administração de Empresas na diretoria executiva das empresas da amostra, de forma que, entre as 94 diretorias, 63 possuem pelo menos um membro com formação na citada área, representando 67% do total.

Analisados, assim, os resultados relacionados à diversidade dos membros da alta gestão nas empresas da amostra, constata-se, em linhas gerais, o seguinte comportamento: a) conselho de administração composto por aproximadamente 10 membros (efetivos e suplentes), baixa representatividade feminina (11%), faixa etária média de 57 anos e heterogeneidade da formação acadêmica, apresentando variação entre 1 e 7 formações

distintas, com a presença de graduados em Administração de Empresas em 85% dos conselhos; b) diretoria executiva composta por aproximadamente 5 membros, baixa representatividade feminina (10%), faixa etária média de 50 anos e heterogeneidade da formação acadêmica, apresentando variação entre 1 e 6 formações distintas, com a presença de graduados em Administração de Empresas em 67% das diretorias executivas.

#### 4.2 Descrição do comportamento do *disclosure* de risco

Inicialmente, apresenta-se o Quadro 4 a título de exemplificação e para melhor compreensão da análise de conteúdo realizada no Formulário de Referência (FR) – Seção 4 – Fatores de Risco, conforme *checklist* do Quadro 2, com alguns exemplos de informações divulgadas pelas empresas sobre risco financeiro e não-financeiro, em cada uma das subcategorias, na respectiva pontuação adotada conforme o Quadro 1.

Quadro 4 – Informações sobre risco divulgadas no Formulário de Referência

Item	Descrição de riscos divulgados relacionados à Categoria Risco Financeiro
Pontos	Subcategoria 1.1: Risco Financeiro
1	<b>Fator de Risco 1.1.3 – Risco de capital de giro insuficiente:</b> a volatilidade e a falta de liquidez limitam substancialmente a capacidade dos detentores dos valores mobiliários da companhia de vendê-las ao preço e na ocasião em que desejem (...) (Klabin, FR, 2018)
2	<b>Fator de Risco 1.1.4 – Risco de não receber pagamento:</b> A companhia está exposta a riscos de crédito e outros riscos de contraparte de seus clientes no curso normal dos negócios. Como esses clientes têm diferentes graus de credibilidade, a companhia está exposta ao risco de não recebimento ou inadimplência dos contratos ou acordos celebrados com esses clientes (...) (RUMO, FR, 2018)
3	<b>Fator de Risco 1.1.2 – Mudanças súbitas nas taxas de câmbio:</b> A instabilidade cambial pode prejudicar a economia brasileira e os resultados operacionais da companhia, bem como o valor de mercado de suas ações (...) O governo federal implementou diversos planos econômicos e utilizou diversas políticas cambiais (...) Nos últimos anos, houve flutuações significativas da taxa de câmbio entre o Real e o Dólar e outras moedas. (...) No exercício social findo em 31 de dezembro de 2017, observou-se a desvalorização de 2% da moeda brasileira frente ao Dólar (...) (Tecnisa, FR, 2018)
4	<b>Fator de Risco 1.1.1 – Mudanças na taxa de juros:</b> A queda ou a manutenção das taxas de juros reais pode causar um efeito adverso à economia brasileira e à companhia. A companhia está exposta ao risco de taxa de juros, haja vista que a maior parte de suas obrigações financeiras está atrelada a taxas flutuantes (...) A elevação das taxas de juros pode afetar negativamente a demanda interna dos produtos da Klabin, assim como seu custo de financiamento. Em 31 de dezembro de 2016, 2015 e 2014, as taxas de juros Selic foram 13,75%, 14,25% e 11,75% ao ano, respectivamente (...) utilizando para Selic, IPCA e CDI a mesma taxa em decorrência da proximidade das mesmas, na projeção do cenário I, para o cenário II, essas taxas foram corrigidas em 25%, e, para o cenário III, em 50%. (Klabin, FR, 2017)
Item	Descrição de riscos divulgados relacionados à Categoria Risco Não-Financeiro
Pontos	Subcategoria 2.1: Risco Operacional
1	<b>Fator 2.1.6 – Risco de falhas na tecnologia da informação e/ou risco cibernético:</b> Podemos estar sujeitos a falhas nos sistemas de tecnologia da informação, interrupções e falhas na rede de segurança de dados, que podem afetar substancialmente as nossas operações, condição financeira e resultados operacionais. (Whirlpool, FR, 2018)
2	<b>Fator 2.1.1 – Efeitos do marketing negativo:</b> Publicidade negativa focada nos produtos da companhia ou na forma como a companhia conduz suas operações poderá prejudicar o negócio da

	companhia. (...) Se a aceitação social de cervejas ou refrigerantes declinar de modo significativo, as vendas dos produtos da companhia poderão diminuir de modo relevante. (...). (Ambev, FR, 2018)
3	<b>Fator 2.1.8 – Risco de danos sociais e ambientais:</b> Segundo a legislação, até 0,5% do montante total investido na implantação de um projeto que cause impacto ambiental significativo deverá ser direcionado para medidas ambientais compensatórias, entre outras medidas compensatórias e mitigatórias específicas. Quaisquer taxas impostas às controladas, como resultado dessa regulamentação, podem ser significativas e impactar de forma adversa e relevante seus negócios (...) (Energisa, FR, 2017)
4	<b>Fator 2.1.2 – Reclamações de terceiros:</b> Somos responsáveis por quaisquer perdas e danos decorrentes da prestação inadequada de serviços de energia elétrica, e as nossas apólices de seguro contratadas podem não ser suficientes para cobrir totalmente tais perdas e danos. (...) Até que todos os responsáveis finais sejam identificados, a responsabilidade por tais perdas e danos será alocada entre os agentes, na seguinte proporção: (i) 35,7% para os distribuidores; (ii) 28,6% para as transmissoras; e (iii) 35,7% para as geradoras. Tal proporção é estabelecida de acordo com o número de votos de cada concessionária nas assembleias gerais do ONS (...) (CPFL Energia, FR, 2018)
<b>Item</b>	<b>Descrição de riscos divulgados relacionados à Categoria Risco Não-Financeiro</b>
<b>Pontos</b>	<b>Subcategoria 2.2: Risco de Dano</b>
1	<b>Fator 2.2.1 – Risco de cobertura insuficiente de seguro:</b> (...) Os riscos que envolvem a participação da companhia em tais empreendimentos podem gerar obrigações indenizatórias a terceiros, que eventualmente poderão não estar cobertos em sua totalidade nas apólices de seguros contratadas. (CTEEP, FR, 2018)
2	<b>Fator 2.2.1 – Risco de cobertura insuficiente de seguro:</b> A cobertura de seguro contratada pela companhia pode ser insuficiente para cobrir as perdas em que ela possa vir a incorrer. (...) A ocorrência de sinistros que ultrapassem o valor segurado ou danos que não sejam cobertos pelos seguros contratados pode acarretar custos adicionais. A companhia não pode assegurar que será capaz de manter/renovar apólices de seguro a taxas comerciais razoáveis ou em termos aceitáveis no futuro. (Celulose Irani, FR, 2017)
3	<b>Fator 2.2.1 – Risco de cobertura insuficiente de seguro:</b> Aproximadamente 90% da produção da companhia estão concentrados em unidades fabris situadas em Caxias do Sul-RS. Essas e outras unidades fabris da companhia podem ser afetadas por desastres naturais, condições climáticas desfavoráveis, interrupções no fornecimento de energia, danos a bens e equipamentos, danos ambientais e/ou catástrofes imprevisíveis. (...) As apólices de seguro da companhia e de suas controladas cobrem (...) (Randon, FR, 2018)
4	<b>Fator 2.2.2 – Risco de decisões judiciais desfavoráveis:</b> A companhia e suas controladas são partes em processos administrativos e judiciais no desenvolvimento normal de suas atividades. Tais processos dizem respeito principalmente a demandas de natureza tributária, trabalhista e cível. A companhia apresenta a seguir uma breve descrição dos processos mais relevantes em que figura como parte, todos de natureza tributária, cujo valor soma R\$1.895,2 milhões, dos quais R\$ 203,5 milhões estão provisionados (...). Não há processos trabalhistas, cíveis e de outra natureza que a companhia considere relevantes. Foram considerados relevantes, nos termos da regulamentação em vigor (...) (EMBRAER, FR, 2018)
<b>Item</b>	<b>Descrição de riscos divulgados relacionados à Categoria Risco Não-Financeiro</b>
<b>Pontos</b>	<b>Subcategoria 2.3: Risco de Integridade</b>
1	<b>Fator 2.3.1 – Ações fraudulentas internas ou externas:</b> Estamos expostos a um aumento da quantidade de fraudes no consumo de energia, o que pode resultar num aumento de perdas não técnicas, assim como podemos incorrer num aumento de perdas de energia no sistema (...) (CELESC, FR, 2017)
2	<b>Fator 2.3.2 – Impacto negativo na reputação ou imagem da empresa:</b> Eventuais atrasos ou falhas na prestação de serviços pelas construtoras contratadas pela companhia e no fornecimento de máquinas e equipamentos podem produzir um efeito adverso em sua imagem e em seus negócios. (ENGIE, FR, 2018)
3	<b>Fator 2.3.3 – Ocorrência de problemas éticos e corrupção nos negócios:</b> As investigações em curso sobre a corrupção no Brasil podem afetar negativamente o crescimento da economia brasileira e produzir um efeito adverso relevante nos negócios da companhia. As políticas e procedimentos anticorrupção da companhia que visam a prevenir violações governamentais podem não impedir que a administração da companhia, funcionários ou terceiros atuem em seu nome em países estrangeiros de forma que violem legislações (...) (RUMO, FR, 2018)

4	<b>Fator 2.3.3 – Ocorrência de problemas éticos e corrupção nos negócios:</b> As investigações das autoridades do governo nos termos da lei anticorrupção dos EUA e de outras leis aplicáveis de combate à corrupção podem resultar em multas substanciais e outros efeitos adversos. (...) Adicionalmente, a companhia concluiu um termo de compromisso e de ajustamento de conduta, com o Ministério Público Federal e a CVM, para a resolução de descumprimentos de determinadas leis brasileiras. Nos termos desses acordos, a companhia concordou em pagar um total de US\$ 205,5 milhões à SEC e ao DOJ (...) e um valor total equivalente a US\$20,0 milhões ao Fundo de Defesa dos Direitos Difusos. (EMBRAER, FR, 2017)
<b>Item</b>	<b>Descrição de riscos divulgados relacionados à Categoria Risco Não-Financeiro</b>
<b>Pontos</b>	<b>Subcategoria 2.4: Risco estratégico</b>
1	<b>Fator 2.4.1 – Elevado nível de competitividade:</b> Enfrentamos concorrência significativa de uma variedade de fabricantes brasileiros e multinacionais que vendem seus produtos por meio de vários tipos de canais de distribuição. (Bombril, FR, 2018)
2	<b>Fator 2.4.8 – Risco de ocorrência de desastres naturais:</b> Condições meteorológicas desfavoráveis, tais como chuvas ininterruptas e em quantidades acima ou abaixo dos níveis históricos, podem afetar direta ou indiretamente as atividades desenvolvidas pelas controladas da companhia. (...) (Triunfo, FR, 2017)
3	<b>Fator 2.4.3 – Ocorrência de instabilidades geopolíticas:</b> Até o final de 2016, as atividades industriais encontraram-se localizadas no Brasil, com exceção de três unidades na Colômbia, em que a Duratex possuía 99,6% de participação. Pelas características do ambiente de negócios na Colômbia e tamanho da operação, a companhia estima que os riscos associados sejam baixos. (Duratex, FR, 2017)
4	<b>Fator 2.4.4 – Risco de mudanças regulatórias:</b> Qualquer descumprimento de leis e regulamentos ambientais, (...) No que diz respeito às sanções administrativas, dependendo das circunstâncias, as autoridades ambientais podem: (i) impor advertências e multas que variam de R\$50 mil a R\$50 milhões; (ii) exigir a suspensão parcial ou total de atividades; (iii) suspender ou restringir benefícios fiscais; (iv) cancelar ou suspender linhas de financiamento provenientes de instituições financeiras governamentais; ou (v) nos proibir de celebrar contratos com órgãos, companhias e autoridades governamentais (...) (Cemig, FR, 2017)

A fim de atender ao segundo objetivo específico, qual seja descrever o comportamento do *disclosure* de risco nas empresas, em seu sentido amplo e de forma individualizada, foi utilizado o *checklist* do Quadro 2, baseado em Linsley e Shrides (2006), Miihkinen (2012) e Ntim, Lindop e Thomas (2013), contendo 38 fatores de riscos, distribuídos em duas categorias: financeiro e não-financeiro.

Na análise de conteúdo foram utilizadas as informações da seção 4 do Formulário de Referência (94 relatórios) divulgado pelas empresas da amostra nos exercícios de 2017 e 2018, com dados relativos a 2016 e 2017, respectivamente. Para mensuração do nível de *disclosure* de risco, utilizou-se a escala de cinco pontos baseada em Staden e Hooks (2007), aplicando-se a pontuação de 0 a 4 para cada fator de risco divulgado pelas empresas (Quadro 1). A pontuação máxima para o índice da qualidade do *disclosure* de risco é de 152 pontos, dos quais 28 dizem respeito ao risco financeiro e 124 se referem ao risco não-financeiro. Assim, inicialmente foram geradas as informações expostas na Tabela 10.

Tabela 10 – Estatística descritiva do *disclosure* de risco

Variável	Disclosure de Risco							
	Geral	Categoria		Subcategoria				
	DisclRG	DisclRNFin	DisclRFin	Risco financeiro	Risco operacional	Risco de dano	Risco de integridade	Risco estratégico
Média	54,3936	38,3617	16,0319	16,0319	10,4362	5,5745	1,9468	20,4043
Mediana	52,0000	37,0000	16,0000	16,0000	10,0000	6,0000	2,0000	20,0000
Moda	50,00	36,00 <sup>a</sup>	14,00	14,00	10,00	6,00	0,00	22,00
Desvio-padrão	11,0543	9,3738	3,7886	3,7886	4,0549	1,1685	2,3979	5,5423
Variância	122,198	87,868	14,354	14,354	16,442	1,365	5,750	30,717
Mínimo	32,00	20,00	8,00	8,00	3,00	2,00	0,00	10,00
Máximo	84,00	66,00	24,00	24,00	19,00	8,00	10,00	36,00

Fonte: Elaborada pela autora.

Na Tabela 10, verifica-se que o *disclosure* de risco geral (DisclRG) das empresas da amostra alcançou uma média de 54,3936, significando que as empresas, em média, evidenciaram 54,3936% dos pontos máximos alcançáveis. Observa-se como mínimo 21% (Celesc) e como máximo 55,3% (Cemig e Embraer). Os resultados assemelham-se aos encontrados por Fun (2019), que utilizaram critério de análise semelhante (análise de conteúdo dos relatórios anuais), e identificaram um nível de *disclosure* médio de 58,15% da amostra (130 empresas listadas na bolsa de valores da Malásia). Passos *et al.* (2017), em pesquisa nas empresas brasileiras de capital aberto na B3, identificaram um nível de *disclosure* médio de 64,57%.

No que tange ao risco financeiro, observou-se uma média de 16,03 (mínimo de 8 e máximo de 24) de um total disponível de 28 pontos, ou seja, 57,2%. Já o resultado obtido por Amaral e Lemos (2015) apresentou média de 71,57%, enquanto Fun (2019) obtiveram média de 87,23%.

Com respeito ao *disclosure* de risco não-financeiro, verificou-se uma pontuação média de 38,36 (mínimo de 20 e máximo de 66) de um possível total de 124, assim, 30,9%.

Para uma visão geral dos construtos, a Tabela 11 apresenta os quantitativos de pontos utilizados para avaliação do nível de *disclosure* nas empresas da amostra.

Tabela 11 – Demonstrativo dos quantitativos de pontos por construto

Construto	Quantidade de Pontos Totais	Quantidade de Pontos Obtidos	Proporção de Pontos Obtidos (%)
DisclRNFin	11.656	3.606	30,94
DisclRFin	2.632	1.507	57,26
DisclRG	14.288	5.113	35,79

Fonte: Elaborada pela autora.

Verifica-se que o *disclosure* de risco não-financeiro obteve 3.606 pontos, de um montante de 11.656, ou seja, 30,94%. Em relação ao *disclosure* de risco financeiro, com maior nível de evidenciação entre as empresas, obteve-se 57,26%, ao atingir 1.507 dos 2.632 pontos possíveis. Quanto ao *disclosure* geral, as empresas obtiveram 5.113 pontos, com representatividade de 35,79%.

A Tabela 12 apresenta a estatística descritiva do nível de *disclosure* de risco nas empresas da amostra por categoria e subcategoria, com base nas pontuações auferidas.

Tabela 12 – Estatística descritiva do nível de *disclosure* de risco

Variável	Geral	Categoria		Subcategoria				
	DisclRG	DisclRNFin	DisclRFin	Risco financeiro	Risco operacional	Risco de dano	Risco de integridade	Risco estratégico
Média	2,49	2,49	2,34	2,34	2,26	1,80	1,83	2,40
Mediana	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
Moda	2	2	1	1	1	2	1	3
Desvio-padrão	1,114	1,114	1,196	1,196	1,182	,615	,771	1,091
Variância	1,242	1,242	1,431	1,431	1,396	,378	,594	1,190
Mínimo	1	1	1	1	1	1	1	1
Máximo	4	4	4	4	4	3	3	4

Fonte: Elaborada pela autora.

Na Tabela 12, pode-se destacar a média de pontos observada na avaliação do nível de *disclosure* de risco nas empresas, por categoria e subcategoria. Verifica-se que a evidenciação do risco financeiro (2,34), do risco não-financeiro (2,49) e do risco geral (2,49) apresentou, segundo a escala de pontuação de 0 a 4 de Staden e Hooks (2007), uma média entre o nível 2 (informações qualitativas, com explicação das fontes de risco e/ou consequências do risco, além da evidenciação de políticas de risco) e o nível 3 (breve menção de informações quantitativas, além de alguns detalhes em termos monetários ou de quantidades físicas reais). Dessa forma, é possível constatar que as empresas da amostra possuem um nível satisfatório de divulgação de seus riscos.

A análise do *disclosure* dos riscos não-financeiros contemplou a verificação por categoria, possibilitando identificar as seguintes pontuações médias: risco operacional – 2,26, risco de dano – 1,80, risco de integridade – 1,83 e risco estratégico – 2,40. A partir dessa análise mais detalhada do *disclosure* dos riscos não-financeiros, é possível observar que os riscos de dano e de integridade apresentam menor nível de evidenciação, enquanto os riscos estratégico e operacional apresentam as maiores médias. A pontuação média do risco estratégico supera inclusive a média do *disclosure* do risco financeiro. Observa-se ainda que o risco financeiro registra valores mais distantes da sua média, com a maior variância (1,431), enquanto o risco de dano assume valores mais próximos da média, pelo fato de sua variância ser a menor da distribuição (0,378).

Para um maior detalhamento das subcategorias de *disclosure* de risco, foi procedida uma análise estatística, a começar pela Tabela 12, que demonstra a frequência do nível de *disclosure* do risco financeiro nas empresas da amostra.

#### 4.2.1 *Disclosure* de risco financeiro

O nível de *disclosure* de risco financeiro foi mensurado por meio de análise detalhada seguindo o Quadro 1 (escala de pontuação) e o Quadro 2 (*checklist*), contemplando 7 fatores de risco financeiro – taxa de juros, taxa de câmbio, liquidez, crédito/inadimplência, cotação de ações, instrumentos financeiros e preço das *commodities*, divulgados (ou não) nos 94 relatórios das empresas da amostra.

Tabela 13 – Nível de *disclosure* de risco financeiro (DisclRFin)

Nível	Número de relatórios	Proporção (%)	Proporção acumulada (%)
Muito Baixo	34	36,2	36,2
Baixo	16	17,0	53,2
Alto	22	23,4	76,6
Muito Alto	22	23,4	100,0
<b>Total</b>	<b>94</b>	<b>100,0</b>	-

Fonte: Elaborada pela autora.

Depreende-se que o nível de *disclosure* de risco financeiro apresenta uma concentração no nível de pontuação Baixo ou Muito Baixo, aparecendo em 50 relatórios, que

representam 53,2% do total. Entretanto, percebe-se em outros 44 relatórios uma concentração no nível de pontuação Alto ou Muito Alto, com uma representatividade de 46,8% do total.

Em seguida, verifica-se que, entre os fatores de risco financeiro mais divulgados pelas empresas da amostra, inclui-se o Fator 1.1.1 – Mudanças na Taxa de Juros, apresentado por todas as empresas da amostra, sendo que em 65 delas com pontuação máxima (divulgação exaustiva). Esse resultado vai ao encontro dos achados de Alves e Graça (2013), que identificaram que todas as empresas de sua amostra (13 empresas portuguesas que integram o PSI 20) divulgaram sobre risco de taxa de juros. Por outro lado, o fator de risco financeiro menos divulgado foi o Fator 1.1.7 – Volatilidade do Preço das *Commodities*, com ausência de evidenciação em 53% das empresas. Segue exemplo de divulgação exaustiva procedida pela empresa Minerva:

A companhia está exposta a riscos decorrentes de oscilações nas taxas de juros, que poderão afetar negativamente a sua situação financeira e seus resultados operacionais. Alguns dos passivos da companhia têm taxas de juros pós-fixadas, o que gera uma exposição às oscilações de mercado. Em 31/12/2016 a companhia tinha R\$ 6.827,7 milhões em endividamento, dos quais aproximadamente 15,8% estavam sujeitos a instrumentos ligados ao CDI, à TJLP e à LIBOR. A exposição da companhia às oscilações da taxa de juros está sujeita principalmente às variações da TJLP para empréstimos e financiamentos denominados em moeda nacional. (...). Supondo um hipotético aumento de um ponto percentual nas taxas de juros aplicáveis ao total de empréstimos e financiamentos da companhia, a despesa de juros correspondente aumentaria em aproximadamente R\$ 34 milhões ao ano. (MINERVA FR, 2017)

Por fim, observa-se que, além dos sete fatores de risco financeiro já mencionados, foram identificados outros três não previstos no *checklist* adotado na pesquisa, a saber: indisponibilidade de financiamento (19), endividamento (53) e inadimplência com terceiros (69).

#### 4.2.2 *Disclosure de risco não-financeiro*

Para identificação do nível de *disclosure* de risco não-financeiro em cada empresa, levaram-se em conta as 4 subcategorias do Quadro 2: risco operacional (11 fatores), risco de dano (2 fatores), risco de integridade (3 fatores) e risco estratégico (15 fatores), totalizando 31 fatores de risco analisados a partir da análise de conteúdo do Formulário de Referência – Seção 4 das empresas da amostra. A Tabela 14 mostra a frequência do nível de *disclosure* do risco não-financeiro nas empresas da amostra.

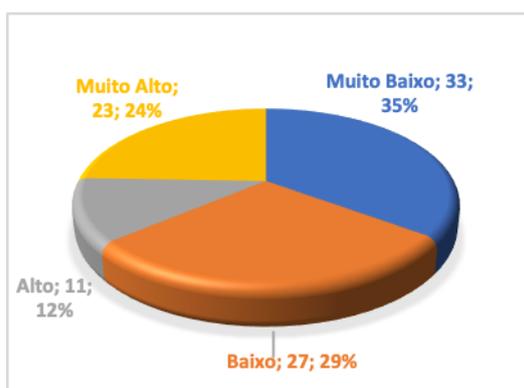
Tabela 14 – Nível de *disclosure* de risco não-financeiro (DisclRNFin)

Nível	Número de empresas	Proporção (%)	Proporção acumulada (%)
Muito Baixo	23	24,5	24,5
Baixo	25	26,6	51,1
Alto	23	24,5	75,5
Muito Alto	23	24,5	100,0
<b>Total</b>	<b>94</b>	<b>100,0</b>	

Fonte: Elaborada pela autora.

Com base na frequência, observa-se que o risco não-financeiro das empresas da amostra não apresenta concentração relevante em nenhum dos quatro níveis de *disclosure*. Nesse sentido, realizou-se análise estatística descritiva das quatro subcategorias relacionadas ao risco não-financeiro. Inicialmente, apresenta-se a frequência do risco operacional (Figura 1).

Figura 1 – Frequência do risco operacional



Fonte: Elaborada pela autora.

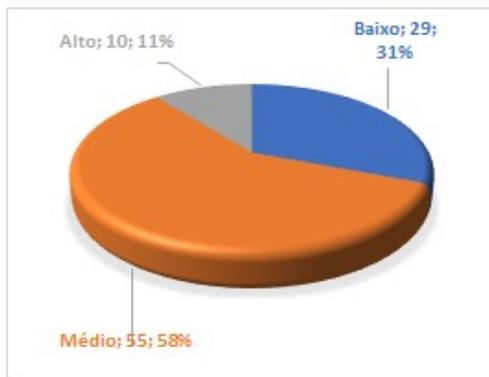
Na Figura 1, não é identificada concentração relevante em um único nível de *disclosure* de risco operacional. O nível de frequência Muito Baixo (33; 35%) foi o mais elevado, presente em 33 relatórios, o que corresponde a 35,1%. Na sequência, em ordem decrescente, vêm os níveis Baixo (27; 28,7%), Muito Alto (23; 24,5%) e Alto (11; 11,7%).

Entre os 11 fatores de risco operacional (Quadro 2), identificou-se, nos relatórios, que o Fator 2.1.8 – Risco de Danos Sociais e Ambientais foi o mais frequente, presente em 98,9% dos Formulários de Referência analisados. Segundo Kusserow (2017), cada organização deve monitorar continuamente suas operações, incluindo no controle dos seus processos a identificação de riscos operacionais. Já o Fator 2.1.10 – Risco de Erosão de Marca foi o menos frequente, com apenas 1,1% de publicação. Segue exemplo de divulgação exhaustiva do risco de dano social e ambiental, procedida pela empresa Ecorodovias:

Somos comprometidos com as melhores práticas de sustentabilidade e proteção ao meio ambiente, e isso requer o investimento de recursos e esforços da nossa administração. Além disso, as nossas operações estão sujeitas a extensa legislação federal, estadual e municipal relativa à proteção do meio ambiente. O cumprimento dessa legislação é fiscalizado por órgãos e agências governamentais, que podem impor sanções administrativas por eventual inobservância. Tais sanções podem incluir, entre outras, a imposição de multas entre R\$ 500,00 e R\$ 50.000.000,00, a revogação de licenças e até mesmo a suspensão temporária ou definitiva de nossas atividades. A aprovação de leis e regulamentos de meio ambiente mais rigorosos pode nos forçar a destinar maiores investimentos de capital nesse campo, e, em consequência, alterar a destinação de recursos de investimentos já planejados. Tais alterações poderiam ter efeito adverso relevante sobre as nossas condições financeiras e sobre os nossos resultados. (...) (ECORODOVIAS, FR, 2017)

Ressalte-se, ademais, que foi identificado outro fator não previsto no *checklist* adotado na pesquisa, no caso o risco de interrupção do trabalho por greve, identificado em 53 relatórios da amostra. Em seguida, passa-se para a análise da segunda subcategoria de risco não-financeiro, a partir da exposição da análise dos fatores de risco de dano (Figura 2).

Figura 2 – Frequência do risco de dano



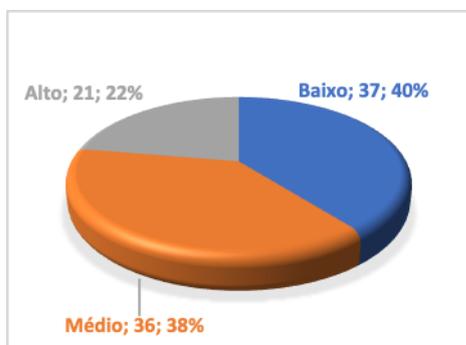
Fonte: Elaborada pela autora.

Na Figura 2, destaca-se a relevante concentração do risco de dano no nível Médio de *disclosure* (55; 58,5%), que quando analisado em conjunto com o nível Baixo (29; 30,9%), corresponde a 89,4% dos relatórios. Dessa forma, apenas 10 empresas apresentaram nível Alto de divulgação de fatores de risco de dano nos relatórios de 2017 e/ou 2018, a saber: CPFL, Duratex, Elektra, Eletrobrás, Engie e Randon. Ressalta-se o Fator 2.2.2 – Risco de Decisões Judiciais Desfavoráveis (ações judiciais significativas), entre os 2 com nível Alto de divulgação, presente em todos os relatórios analisados.

As empresas participantes da amostra apresentam uma distribuição com concentração de frequência em relação aos fatores de risco de integridade, terceira subcategoria de risco não-financeiro. Seu nível de *disclosure* é baseado em 3 fatores de risco: ações fraudulentas internas e externas (18 relatórios), impacto negativo na reputação ou

imagem da empresa (51 relatórios) e ocorrência de problemas éticos e corrupção nos negócios (21 relatórios). A Figura 3 ilustra a frequência do risco de integridade.

Figura 3 – Frequência do risco de integridade



Fonte: Elaborada pela autora.

Com base na Figura 3, verifica-se que o risco de integridade apresentou a maior frequência para o nível Baixo' (37; 39,4%). Na sequência, em ordem decrescente, vêm os níveis Médio, (36; 38,3%) e Alto (21; 22,3%). Isso espelha que o nível de *disclosure* de risco de integridade está concentrado entre os níveis Baixo e Médio, com representatividade conjunta de 77,7%.

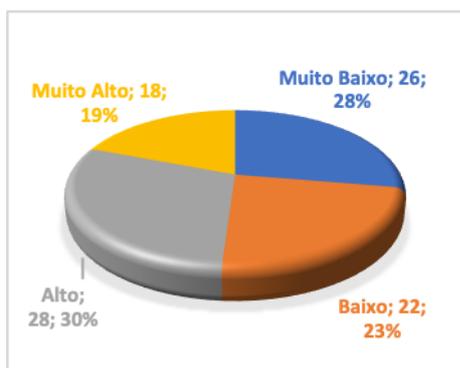
O Fator 2.3.2 – Impacto Negativo na Reputação ou Imagem da Empresa, com evidenciação em 51 dos 94 relatórios analisados, foi o que mais influenciou o resultado. O risco de imagem muitas vezes está relacionado à imagem da entidade perante a sociedade e às informações divulgadas pela organização (ZONATTO; BEUREN, 2010).

Segue exemplo de divulgação descritiva (nível Baixo) do risco de impacto negativo na reputação ou imagem da empresa, procedida pela CSU Cardsystem:

Qualquer falha na execução dessas medidas protetivas poderá prejudicar a nossa reputação perante os clientes, impactando negativamente a necessária credibilidade para a manutenção de relações comerciais estáveis e longevas; expor-nos a possíveis obrigações e até mesmo nos sujeitar ao pagamento de multas e indenizações, o que poderá prejudicar, de forma substancial, o nosso negócio e os resultados operacionais, mesmo sendo resguardado o direito de regresso à companhia, que, visando a se ressarcir dos danos e prejuízos sofridos, poderá acionar quem deu causa à falha. (CSU Cardsystem, FR, 2017)

Na sequência, são apresentados os resultados da frequência da quarta e última subcategoria de riscos não-financeiros, no caso relacionados aos fatores do risco estratégico nas empresas da amostra (Figura 4).

Figura 4 – Frequência do risco estratégico



Fonte: Elaborada pela autora.

A Figura 4 ilustra um resultado com nível de risco estratégico bem diversificado. Ou seja, as divulgações das empresas estão distribuídas entre todos os níveis, sendo 19,1%, no nível Muito Alto, 29,8% no nível Alto, 23,4% no nível Baixo e 27,7% no nível Muito Baixo. Vale destacar que entre os 15 fatores de risco considerados nessa subcategoria, os 3 mais divulgados são Fator 2.4.4 – Mudanças Regulatórias (100%), Mudanças Econômicas (94%) e Risco de Mudanças Políticas e Tributárias (93%). Em contrapartida, o de menor evidênciação foi o Fator 2.4.15 – Diversificação de Portfólio de Negócios, com presença em apenas 6 relatórios.

Miyoshi e Nako (2012) presumem diversas penalidades por parte do Fisco pelo não cumprimento de sua legislação, capazes de impactar significativamente os resultados da organização, podendo até inviabilizar a continuidade de suas operações. Ampliando essa análise, identifica-se que a empresa com maior pontuação na subcategoria de *disclosure* de risco estratégico foi a Embraer, enquanto a Celesc registrou a menor pontuação.

Visando a sintetizar os achados sobre o comportamento do *disclosure* de risco nas empresas da amostra, a Tabela 15 apresenta um resumo da frequência de divulgação dos riscos financeiro, não-financeiro e geral.

Tabela 15 – Resumo da frequência do *disclosure* de risco

Nível de <i>Disclosure</i>	Alto		Muito Alto	
	Quantidade	Proporção (%)	Quantidade	Proporção (%)
<b>Categoria Risco Financeiro</b>	<b>22</b>	<b>23,4</b>	<b>22</b>	<b>23,4</b>
Risco Financeiro	22	23,4	22	23,4
<b>Categoria Risco Não-Financeiro</b>	<b>23</b>	<b>24,5</b>	<b>23</b>	<b>24,5</b>
Risco Operacional	11	11,7	23	24,5
Risco de Dano	10	10,6	0	0

Risco de Integridade	21	22,3	0	0
Risco Estratégico	28	29,8	18	19,1
<b>Categoria Risco Geral</b>	<b>23</b>	<b>24,5</b>	<b>23</b>	<b>24,5</b>

Fonte: Elaborada pela autora.

Com base na escala de Staden e Hooks (2007) – pontuação de 0 a 4 (Quadro 1), foi possível identificar o nível de *disclosure* de risco nas empresas da amostra, e observar, por exemplo, que o *disclosure* de risco financeiro apresentou a menor pontuação (2,34) e o *disclosure* de risco não-financeiro e o *disclosure* de risco geral resultaram igualmente em 2,489. Informação semelhante foi apresentada na Tabela 15, que demonstra a frequência das divulgações de níveis Alto e Muito Alto. O risco estratégico se destaca com o maior nível de divulgação.

Foi possível observar ainda que, ao descrever e divulgar seus riscos, as empresas os evidenciam de forma predominantemente qualitativa, pois, na escala utilizada, a pontuação da maioria das empresas está entre ‘2’ (informação descritiva) e ‘3’ (informação quantitativa). Beretta e Bozzolan (2004) e Linsley e Shrivies (2006) sugerem, para aumentar a qualidade do relatório de risco, que, quando possível, a empresa quantifique o tamanho do risco, pois acreditam que com a valoração do risco, o usuário tem melhor condição de avaliar os impactos na empresa. Ademais, em linhas gerais, foi possível constatar que o nível de detalhamento das divulgações sobre os fatores de risco não é uniforme. Tal fato indica que, mesmo analisando-se empresas premiadas pela Abrasca, as da amostra não atendem por completo às recomendações do IBGC (2015) e da Instrução Normativa CVM n. 480/2009.

#### 4.3 Associação entre diversidade da alta gestão, *disclosure* de risco e setor de atuação

A presente subseção apresenta os resultados da análise da associação entre a diversidade da alta gestão, o *disclosure* de risco e o setor de atuação das empresas da amostra.

Com o propósito de alcançar o terceiro objetivo específico – verificar as associações entre a diversidade na alta gestão, o *disclosure* de risco e o setor de atuação –, aplicou-se a Análise de Correspondência Múltipla (ACM). Para tanto, primeiramente foi realizado o teste Qui-quadrado de Pearson, para se analisar a interdependência das variáveis estudadas, conforme se verifica na Tabela 16.

Tabela 16 – Teste Qui-quadrado das correspondências com nível de significância até 10%

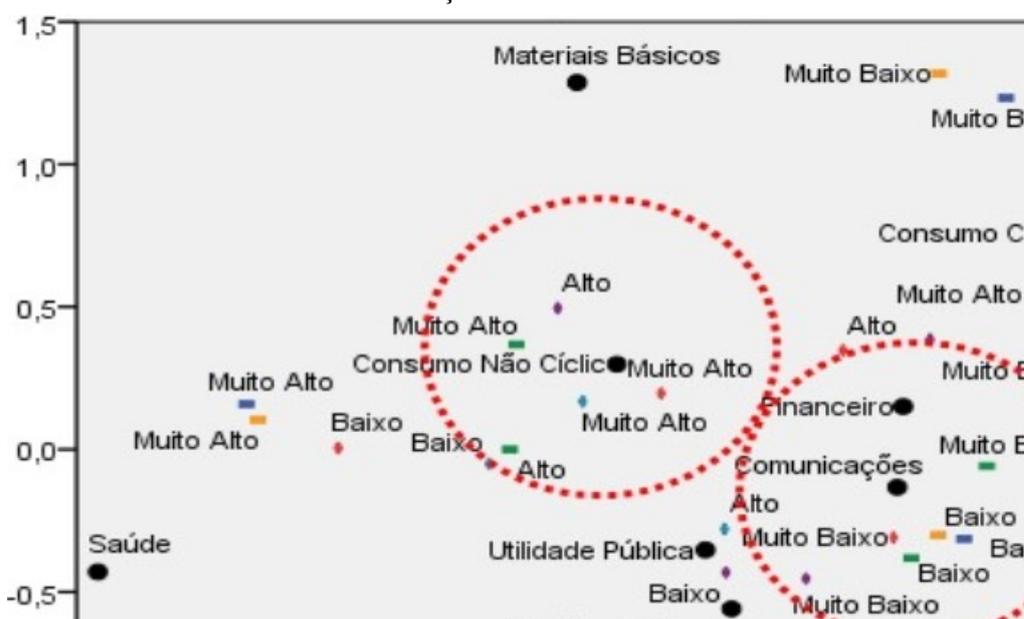
Correspondência	Significância
DisclRFin x PM DIR	0,094
DisclRFin x FE MED CADM	0,007
DisclRFin x FA CADM	0,004
DisclRNFin x PM DIR	0,038
DisclRNFin x FE MED CADM	0,070
DisclRNFin x FE MED DIR	0,008
DisclRNFin x FA DIR	0,012
DisclRNFin x SET	0,001
DisclRG x PM CADM	0,037
DisclRG x PM DIR	0,010
DisclRG x FE MED CADM	0,007
DisclRG x FA CADM	0,008
DisclRG x SET	0,005

Fonte: Elaborada pela autora.

A Tabela 16 mostra as correspondências que apresentaram aceitação de dependência entre as variáveis (diversidade da alta gestão, *disclosure* de risco e setor de atuação) com níveis de significância até 10%, e que viabilizaram a aplicação da ACM. Cabe informar que para melhor identificação da associação entre as variáveis, foram gerados mapas perceptuais individualizados, para o conselho de administração (Figura 5) e para a diretoria executiva (Figura 6).

A Figura 5 apresenta o mapa perceptual da associação entre diversidade do conselho de administração, *disclosure* de risco e setor de atuação, obtido a partir da ACM.

Figura 5 – Mapa perceptual da associação entre diversidade do conselho de administração, *disclosure* de risco e setor de atuação

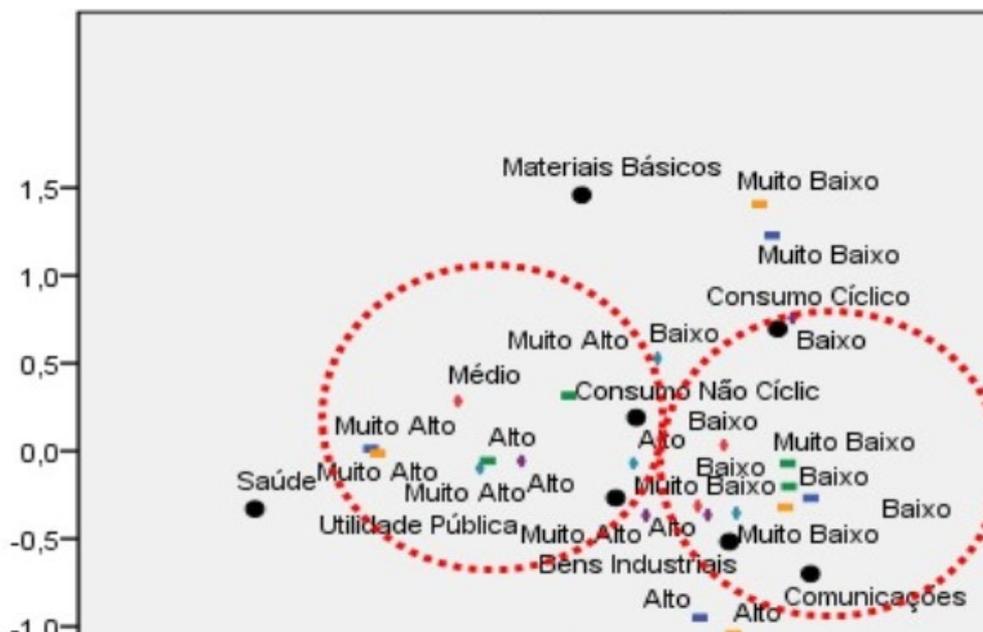


Fonte: Elaborada pela autora.

A partir da Figura 5, ao se analisar a proximidade entre as variáveis, constatam-se as seguintes associações: empresas com *disclosure* de risco financeiro em nível Alto ou Muito Alto, associado com conselho de administração com alta participação feminina, faixa etária média alta e formação acadêmica bem diversificada, relacionam-se com o setor Consumo Não Cíclico. Segundo Bravo (2018), em teoria, os conselhos com diversidade são mais sensíveis às preocupações das partes interessadas, e, portanto, contribuem para um aumento nas divulgações de risco. Allini, Rossi e Hussainey (2016) mencionam que os mecanismos relacionados a gênero, educação e idade podem oferecer benefícios, melhorando a divulgação de riscos.

Percebe-se, ainda, que as empresas com o *disclosure* de risco geral, risco financeiro e risco não-financeiro no nível Baixo, associado a um conselho de Baixa participação feminina, com faixa etária média Muito Baixa, além de Baixa diversidade na formação acadêmica, relacionam-se com os setores Comunicações e Financeiro. Observa-se que a única empresa do setor Financeiro considerada no estudo foi a São Carlos, do segmento de locação de imóveis. Realizou-se, também, a análise da associação entre a diversidade da diretoria executiva, o *disclosure* de risco e o setor de atuação (Figura 6).

Figura 6 – Mapa perceptual da associação entre diversidade da diretoria executiva, *disclosure* de risco e setor de atuação



Fonte: Elaborada pela autora.

A partir da proximidade entre as variáveis evidenciadas na Figura 6, identifica-se uma associação entre empresas com nível Alto de *disclosure* de risco geral, risco financeiro e risco não-financeiro, que possuem diretoria executiva com Média participação de mulheres, Alta faixa etária e Alta heterogeneidade na formação acadêmica, relacionadas com empresas dos setores Consumo Não Cíclico e Utilidade Pública. Richardson, Taylor e Lanis (2016) corroboram a indicação de que as empresas do setor Consumo Não Cíclico possuem uma boa representação feminina.

Verifica-se também uma associação das empresas que possuem nível Baixo de *disclosure* de risco geral, risco financeiro e risco não-financeiro, que dispõem de diretoria executiva com Baixa participação de mulheres, faixa etária Baixa, além de Baixa diversidade na formação acadêmica, relacionadas com empresas dos setores Bens Industriais, Comunicações e Consumo Cíclico.

Observa-se, ao final desta subseção, um destaque para a associação entre o *disclosure* de risco financeiro (DisclRFin) e a diversidade do conselho de administração, de forma que fica evidenciado de maneira elucidativa que as empresas que possuem em no conselho uma Alta participação de mulheres e Alta heterogeneidade na formação acadêmica adotam divulgação de riscos financeiros em nível Muito Alto, com destaque para as do setor Consumo Não Cíclico.

Destaca-se, ainda, a associação entre as empresas com um *disclosure* de risco financeiro de nível Muito Alto, as pertencentes ao setor Consumo Não Cíclico e as que possuem conselho e diretoria executiva com Alto nível de diversidade na formação acadêmica.

#### 4.4 Análise da influência da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco

Após a análise do comportamento dos dados e das correlações entre as variáveis, apresentada nas subseções anteriores, investiga-se a influência da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco nas empresas da amostra, aplicando-se a regressão linear múltipla.

Para o modelo econométrico de teste, utilizou-se como variáveis dependentes o nível de *disclosure* de risco financeiro (DisclRFin), o de *disclosure* de risco não-financeiro (DisclRNFin) e o de *disclosure* de risco geral (DisclRG). Como variáveis independentes, foram utilizadas as características da diversidade da alta gestão, participação de mulheres (PM\_CADM/PM\_DIR), faixa etária média (FE\_MED\_CADM/FE\_MED\_DIR) e formação

acadêmica (FA\_CADM/FA\_DIR), além das variáveis de controle relacionadas aos atributos institucionais das companhias da amostra (SET, ROA e TAM), conforme descrito na metodologia.

Adiante, são apresentados os resultados das análises de regressão múltipla dos construtos *disclosure* de risco financeiro, *disclosure* de risco não-financeiro e *disclosure* de risco geral, iniciando-se com a Tabela 17.

Tabela 17 – Regressão múltipla do modelo para o *disclosure* de risco financeiro (DisclRFin)

Coeficientes <sup>(a)</sup>								
Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	T	Sig.	Estatísticas de colinearidade		
	B	Erro-padrão	Beta			Tolerância	VIF	
1	(Constante)	19,307	4,733		4,079	,000		
	PM_CADM	-,017	,038	-,054	-,461	,646	,724	1,381
	FE_MED_CADM	-,140	,068	-,226	-2,057	,043	,838	1,193
	FA_CADM	,655	,346	,207	1,891	,062	,844	1,185
	PM_DIR	-,033	,030	-,126	-1,094	,277	,765	1,307
	FE_MED_DIR	,026	,078	,035	,329	,743	,883	1,132
	FA_DIR	,419	,347	,127	1,209	,230	,919	1,088
	ROA	,000	,000	,000	,000	,000	,000	0,000
	TAM (da Empresa)	,000	,000	,000	0,000	,000	,000	0,000
	SET	,000	,000	,000	,000	,000	,000	0,000
<b>Anova</b>		<b>F. 1,983</b>		<b>Sig. 0,077</b>				
<b>R<sup>2</sup></b>				<b>,120</b>				
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>				<b>,060</b>				
<b>Durbin-Watson</b>				<b>1,495</b>				
DisclRFin = $\beta_0 + \beta_1PM\_CADM_{it} + \beta_2FE\_MED\_CADM_{it} + \beta_3FA\_CADM_{it} + \beta_4PM\_DIR_{it} + \beta_5FE\_MED\_DIR_{it} + \beta_6FA\_DIR_{it} + \beta_7SET_{it} + \beta_8ROA_{it} + \beta_9TAM_{it} + e$								

(a) Variável dependente: DisclRFin

Fonte: Elaborada pela autora.

Para verificação da validade do modelo de regressão, procedeu-se ao Teste F, por meio do qual é possível testar a significância da regressão. O valor para F foi 1,983, mostrando que ocorre pouca variação entre as variáveis estudadas. No que tange à multicolinearidade, os valores de Variance Inflation Factor (VIF) do modelo apresentado não apresentaram problema. Cunha e Coelho (2014) asseguram que existe multicolinearidade aceitável quando se apresentam entre 1 e 10. Também foi testada a ausência de correlação serial, calculada por meio da estatística de Durbin-Watson, que, de acordo com Cunha e Coelho (2014), constitui um teste que mede os valores críticos inferior (dl) e superior (du), verificando, assim, se houve ausência de correlação, se os resultados são não conclusivos ou se há autocorrelação, seja ela positiva ou negativa. O modelo apresentado demonstrou

resultado aceitável de 1,495. Cabe destacar a significância do modelo ao nível de 10%, com poder explicativo de 12%. Ademais, a Equação 1 (DisclRFin) foi desenvolvida a partir da abordagem de Hair Júnior *et al.* (2009) sobre técnica multivariada.

Ao se analisar os resultados apresentados na Tabela 17, constata-se que a participação de mulheres no conselho de administração (PM\_CADM) apresentou ausência de influência sobre o *disclosure* de risco financeiro, rejeitando-se, portanto, a hipótese H1a (A participação feminina no conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro). Da mesma forma, também se constatou a ausência de influência da participação feminina na diretoria executiva (PM\_DIR) sobre o *disclosure* de risco financeiro, de maneira que a hipótese H1c (A participação feminina na diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro) também foi rejeitada. Esse resultado corrobora Fernandes, Nunes e Borna (2017), segundo os quais a presença de mulheres no conselho de administração não mostra a influência sobre o nível de divulgação ambiental. Por sua vez, esse resultado não confirma os achados de Bravo (2018), Bueno (2016), Post, Rahman e Rubow (2011) e Zhang, Zhu e Ding (2013), os quais concluíram que a empresa com maior número de mulheres no conselho de administração tende a apresentar níveis mais elevados de informações e maior transparência, gerando mais valor para si.

A partir da Tabela 17, é possível identificar que há influência positiva da formação acadêmica dos membros do conselho de administração (FA\_CADM) no *disclosure* de risco financeiro, indicando que quanto maior for a multidisciplinaridade na formação acadêmica dos membros, maior será a divulgação de risco financeiro da empresa, o que confirma a hipótese H3a (A multidisciplinaridade da formação acadêmica dos membros do conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro). Esse resultado corrobora os achados de Williams e O'Reilly (1998), segundo os quais tanto a diversidade na formação educacional quanto a experiência prática podem levar a melhorias na divulgação de informações corporativas.

Constata-se ainda que a faixa etária dos membros do conselho de administração (FE\_MED\_CADM) influencia negativamente o *disclosure* de risco financeiro. Isso indica que quanto menor for a faixa etária média dos componentes, mais elevado será o nível de *disclosure* de risco financeiro, confirmando a hipótese H2a (A faixa etária dos membros do conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro). De maneira semelhante, Hafsi e Turgut (2013) sugeriram que os membros mais jovens tendem a ser mais sensíveis à divulgação de informações ambientais e éticas.

Entretanto, ao contrário do conselho de administração, a faixa etária média da diretoria executiva (FE\_MED\_DIR) e a formação acadêmica da diretoria executiva (FA\_DIR) não são significativas no modelo apresentado. Dessa forma, rejeitam-se as hipóteses H2c (A faixa etária na diretoria executiva influencia o *disclosure* de risco financeiro) e H3c (A multidisciplinaridade da formação acadêmica influencia o *disclosure* de risco financeiro). Destaca-se que a ausência de influência identificada na relação entre a faixa etária da diretoria executiva e o *disclosure* de risco financeiro também foi vista por Bueno (2016), segundo o qual a relação entre a faixa etária média do conselho de administração e a divulgação de informações sobre sustentabilidade não apresenta significância estatística.

A Tabela 18 apresenta o modelo que evidencia os resultados dos efeitos da diversidade da alta gestão na divulgação de risco não-financeiro nas empresas da amostra.

Tabela 18 – Regressão múltipla do modelo para o *disclosure* de risco não-financeiro (DisclRNFin)

Coeficientes <sup>(b)</sup>								
Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	Teste T	Sig.	Estatísticas de colinearidade		
	B	Erro-padrão	Beta			Tolerância	VIF	
2	(Constante)	-14,639	13,929		-1,051	,296		
	PM CADM	-,146	,088	-,186	-1,664	,100	,717	1,394
	FE MED CADM	-,012	,164	-,008	-,070	,944	,781	1,280
	FA CADM	2,377	,850	,304	2,798	,006	,757	1,320
	PM DIR	,126	,072	,192	1,758	,082	,746	1,340
	FE MED DIR	,263	,187	,146	1,407	,163	,833	1,201
	FA DIR	,782	,827	,096	,945	,347	,873	1,145
	ROA	,013	,055	,023	,233	,816	,887	1,127
	TAM (da Empresa)	1,341	,546	,274	2,454	,016	,713	1,402
	SET	-,326	,325	-,105	-1,003	,319	,810	1,235
<b>Anova</b>		<b>F. 3,128</b>		<b>Sig. 0,003</b>				
<b>R<sup>2</sup></b>				<b>,251</b>				
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>				<b>,171</b>				
<b>Durbin-Watson</b>				<b>1,431</b>				
DisclRNFin = $\beta_0 + \beta_1PM\_CADMit + \beta_2FE\_MED\_CADMit + \beta_3FA\_CADMit + \beta_4PM\_DIRit + \beta_5FE\_MED\_DIRit + \beta_6FA\_DIRit + \beta_7SETit + \beta_8ROAit + \beta_9TAMit + e$								
(b) Variável dependente: DisclRNFin								

Fonte: Elaborada pela autora.

Para validação do modelo de regressão, procedeu-se à testagem da significância, por meio do Teste F. O valor para F foi 3,128, mostrando que ocorre pequena variação entre as variáveis estudadas. No que tange à multicolinearidade, os valores de Variance Inflation Factor (VIF) do modelo não apresentaram problema. Cunha e Coelho (2014) asseguram que

há multicolinearidade aceitável quando se apresenta entre 1 e 10. Também foi analisada a estatística de Durbin-Watson, que apresentou resultado 1,431. A partir da Tabela 17, constata-se que o modelo é significativo ao nível de 1%, com poder explicativo de 25,1%. A Equação 2 (DisclRNFin) também é apresentada no demonstrativo.

Com base nas informações da Tabela 18, percebe-se que as variáveis que tratam sobre gênero, tanto no conselho de administração (PM\_CADM) quanto na diretoria executiva (PM\_DIR), apresentaram significância no modelo proposto. Por sua vez, pode-se verificar que no conselho de administração o efeito no *disclosure* de risco não-financeiro foi negativo, enquanto na diretoria executiva foi positivo. Assim, são aceitas as hipóteses H1b (A participação feminina no conselho de administração influencia o *disclosure* de risco não-financeiro) e H1d (A participação feminina na diretoria executiva influencia o *disclosure* de risco não-financeiro).

Outra variável significativa no modelo foi a multidisciplinaridade da formação acadêmica dos membros do conselho de administração (FA\_CADM). Essa variável apresentou influência positiva significativa no *disclosure* de risco não-financeiro, apontando que quanto maior for a diversidade na formação acadêmica dos membros, maior será o *disclosure* de risco não-financeiro da empresa, confirmando a hipótese H3b (A multidisciplinaridade da formação acadêmica dos membros do conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco não-financeiro). Esse resultado foi semelhante ao observado em relação ao *disclosure* de risco financeiro.

Verifica-se também, na Tabela 18, que a faixa etária dos membros do conselho de administração (FE\_MED\_CADM) e a dos participantes da diretoria executiva (FE\_MED\_DIR) apresentam ausência de influência sobre o *disclosure* de risco não-financeiro. Esse resultado contraria as hipóteses H2b (A média da faixa etária dos membros no conselho de administração influencia o *disclosure* de risco não-financeiro) e H2d (A faixa etária na diretoria executiva influencia o *disclosure* de risco não-financeiro).

A ausência de influência também é identificada na variável de formação acadêmica da diretoria executiva (FA\_DIR). De maneira a rejeitar a hipótese H3d (A multidisciplinaridade da formação acadêmica da diretoria executiva influencia o *disclosure* de risco não-financeiro). Esse resultado é diferente daquele relacionado ao conselho de administração.

No que tange às variáveis de controle, o modelo evidencia que o tamanho (TAM) exerce influência positiva no *disclosure* de risco não-financeiro; ou seja, as empresas maiores

apresentam maior divulgação de risco não-financeiro. Diversos estudos apresentaram convergência com esse resultado (ALLINI; ROSSI; HUSSAINEY, 2016; KHLIF; HUSSAINEY, 2016; LINSLEY; SHRIVES, 2006), e revelam que o tamanho tem correlação positiva com a divulgação de risco. Por outro lado, as variáveis ROA e setor de atuação não indicaram significância nos resultados do modelo.

Por fim, a Tabela 19 apresenta o modelo que evidencia os resultados dos efeitos da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco geral.

Tabela 19 – Regressão múltipla do modelo para o *disclosure* de risco geral (DisclRG)

Coeficientes <sup>(c)</sup>								
Modelo	Coeficientes não padronizados		Coeficientes padronizados	Teste T	Sig.	Estatísticas de colinearidade		
	B	Erro Padrão	Beta			Tolerância	VIF	
2	(Constante)	-,739	16,485		-,045	,964		
	PM_CADM	-,165	,104	-,178	-1,591	,115	,717	1,394
	FE_MED_CADM	-,163	,194	-,090	-,837	,405	,781	1,280
	FA_CADM	2,873	1,005	,311	2,857	,005	,757	1,320
	PM_DIR	,096	,085	,125	1,138	,258	,746	1,340
	FE_MED_DIR	,274	,221	,129	1,241	,218	,833	1,201
	FA_DIR	1,175	,979	,122	1,200	,233	,873	1,145
	ROA	,012	,065	,018	,182	,856	,887	1,127
	TAM (da Empresa)	1,683	,647	,292	2,603	,011	,713	1,402
	SET	-,393	,384	-,108	-1,024	,309	,810	1,235
<b>Anova</b>		<b>F. 3,038</b>		<b>Sig. 0,003</b>				
<b>R<sup>2</sup></b>				<b>,246</b>				
<b>R<sup>2</sup> Ajustado</b>				<b>,165</b>				
<b>Durbin-Watson</b>				<b>1,445</b>				

DisclRG =  $\beta_0 + \beta_1PM\_CADMit + \beta_2FE\_MED\_CADMit + \beta_3FA\_CADMit + \beta_4PM\_DIRit + \beta_5FE\_MED\_DIRit + \beta_6FA\_DIRit + \beta_7SETit + \beta_8ROAit + \beta_9TAMit + e$

(c) Variável dependente: DisclRG

Fonte: Elaborada pela autora.

Para validação do modelo de regressão, procedeu-se ao Teste F, o qual possibilita dimensionar a significância da regressão. O valor para F foi 3,038, mostrando que ocorre pequena variação entre as variáveis estudadas. No que tange à multicolinearidade, os valores de Variance Inflation Factor (VIF) do modelo apresentado não apresentaram problema. Cunha e Coelho (2014) asseguram que há multicolinearidade aceitável quando apresentados entre 1 e 10. Também foi analisada a estatística de Durbin-Watson, que apresentou resultado 1,445. Verifica-se, na Tabela 19, que o modelo é significativo ao nível de 1%, com poder explicativo de 24,6%. Também descreve o modelo que foi testado com base na Equação 3

(DisclRG), desenvolvida a partir da abordagem de Hair Júnior *et al.* (2009), sobre técnica multivariada.

Ao se analisar os resultados apresentados na Tabela 19, é possível constatar que há influência positiva significativa da variável de multidisciplinaridade da formação acadêmica (FA\_CADM) dos membros do conselho de administração no *disclosure* de risco geral, indicando que quanto maior for a diversidade na formação acadêmica dos integrantes do colegiado, maior será a divulgação de risco na empresa, confirmando-se, assim, a hipótese H3a (A multidisciplinaridade da formação acadêmica dos membros do conselho de administração influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro). Esse resultado também foi observado na análise relacionada ao *disclosure* de risco financeiro e ao de risco não-financeiro.

Quanto à participação feminina (PM\_CADM) e à faixa etária dos membros do conselho de administração (FE\_MED\_CADM), nota-se a ausência de influência das variáveis sobre o *disclosure* de risco geral. Assim, rejeitam-se as hipóteses H2a (A faixa etária média dos membros do conselho de administração influencia o *disclosure* de risco geral) e H1a (A participação feminina no conselho de administração influencia o *disclosure* de risco geral).

Aliás, diferentemente do esperado, constatou-se a ausência de influência nas três variáveis de diversidade no contexto dos participantes da diretoria executiva no *disclosure* de risco geral. Dessa forma, rejeitam-se as hipóteses H1c (A participação feminina na diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro), H2c (A faixa etária dos membros da diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco não-financeiro) e H3c (A multidisciplinaridade da formação acadêmica dos membros da diretoria executiva influencia o nível de *disclosure* de risco financeiro), que abordam a influência da participação feminina (PM\_DIR), da faixa etária (FE\_MED\_DIR) e da formação acadêmica (FA\_DIR) dos membros da diretoria executiva no *disclosure* de risco geral.

Quanto às variáveis de controle, apenas o tamanho (TAM) apresentou influência positiva e significativa, resultado semelhante ao identificado quando analisado juntamente com o *disclosure* de risco não-financeiro; ou seja, as empresas maiores apresentam maior divulgação de risco financeiro e geral.

O Quadro 5 apresenta uma síntese das correlações identificadas entre diversidade da alta gestão, características institucionais e o *disclosure* de risco nas empresas da amostra.

Quadro 5 – Síntese das correlações entre diversidade da alta gestão e *disclosure* de risco

Atributo		Resultado Esperado	Resultado Observado		
			DisclRFin	DisclRNFin	DisclRG
Diversidade	Participação de mulheres no conselho de administração	+	NS	– (**)	NS
	Faixa etária média no conselho de administração	–	– (*)	NS	NS
	Formação acadêmica no conselho de administração	+	+ (**)	+ (*)	+ (*)
	Participação de mulheres na diretoria Executiva	+	NS	+ (**)	NS
	Faixa etária média na diretoria Executiva	–	NS	NS	NS
	Formação acadêmica na diretoria executiva	+	NS	NS	NS
Institucional	Setor de Atuação	+	NS	NS	NS
	Rentabilidade (ROA)	+	NS	NS	NS
	Tamanho (TAM)	+	NS	+ (*)	+ (*)

(\*) Significante a 5%; (\*\*) Significante a 10%; (NS) Correlação não significativa; (+) Correlação positiva; (–) Correlação negativa

Fonte: Elaborado pela autora.

Com base nas informações do Quadro 5, é possível destacar alguns pontos importantes relacionados aos efeitos da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco: a) há influência significativa da formação acadêmica dos membros do conselho em todas as categorias do *disclosure* de risco, resultado fundamentado por Williams e O’Reilly (1998), que fazem uma abordagem da diversidade de formação educacional como fonte de melhorias na divulgação de informações; b) há influência positiva da participação de mulheres na diretoria executiva e negativa da participação de mulheres no conselho no *disclosure* de risco não-financeiro; e c) há influência positiva do tamanho no *disclosure* de risco não-financeiro e de risco geral. Esta última correlação corrobora os achados de Allini, Rossi e Hussainey (2016), Khlif e Hussainey (2016) e Linsley e Shrives (2006), segundo os quais o tamanho tem correlação positiva com a divulgação de risco.

Adicionalmente, observou-se também que há influência negativa da faixa etária dos membros do conselho no *disclosure* de risco financeiro, confirmando que os membros jovens se preocupam mais com a divulgação de risco. Esse resultado corrobora os achados de Hafsi e Turgut (2013), segundo os quais os membros mais jovens tendem a ser mais sensíveis à divulgação de informações ambientais e éticas.

Diante dos resultados apresentados, o Quadro 6 apresenta o confronto das hipóteses propostas com os achados da pesquisa.

Quadro 6 – Confronto das hipóteses com os achados da pesquisa

Hipóteses	Resultado
H1a – A participação feminina no conselho de administração influencia o <i>disclosure</i> de risco financeiro	Rejeitada

H1b – A participação feminina no conselho de administração influencia o <i>disclosure</i> de risco não-financeiro	Confirmada
H1c – A participação feminina na diretoria executiva influencia o <i>disclosure</i> de risco financeiro	Rejeitada
H1d – A participação feminina na diretoria executiva influencia o <i>disclosure</i> de risco não-financeiro	Confirmada
H2a – A média da faixa etária no conselho de administração influencia o <i>disclosure</i> de risco financeiro	Confirmada
H2b – A média da faixa etária no conselho de administração influencia o <i>disclosure</i> de risco não-financeiro	Rejeitada
H2c – A média da faixa etária na diretoria executiva influencia o <i>disclosure</i> de risco financeiro	Rejeitada
H2d – A média da faixa etária na diretoria executiva influencia o <i>disclosure</i> de risco não-financeiro	Rejeitada
H3a – A multidisciplinaridade da formação acadêmica no conselho de administração influencia o <i>disclosure</i> de risco financeiro	Confirmada
H3b – A multidisciplinaridade da formação acadêmica no conselho de administração influencia o <i>disclosure</i> de risco não-financeiro	Confirmada
H3c – A multidisciplinaridade da formação acadêmica na diretoria executiva influencia o <i>disclosure</i> de risco financeiro	Rejeitada
H3d – A multidisciplinaridade da formação acadêmica na diretoria executiva influencia o <i>disclosure</i> de risco não-financeiro	Rejeitada

Fonte: Elaborado pela autora.

Com base nas informações apresentadas no Quadro 6, foram confirmadas cinco das 12 hipóteses, a saber: **H1b**, embasada nos estudos de de Bravo (2018), que afirma que a diversidade de gênero do conselho está significativamente relacionada à divulgação de informações sobre risco, e de Prudêncio *et al.* (2019), que evidenciam a influência da presença feminina no conselho em relação à divulgação de informações sobre RSC; **H1d**, apoiada por Adams e Ferreira (2009) e Nielsen e Huse (2010), onde se revela que as diretoras contribuem com as decisões do conselho; **H2a**, sustentada pelos achados de Hafsi e Turgut (2013), que indicam que um conselho de administração com membros mais jovens tende a ser mais sensível à divulgação de informações ambientais e éticas; e **H3a** e **H3b**, fundamentadas por Williams e O'Reilly (1998), que trazem uma abordagem da diversidade de formação educacional como fonte de melhorias na divulgação de informações.

## 5 CONCLUSÃO

Foram objeto de estudo os efeitos da diversidade da composição da alta gestão no *disclosure* de risco nas empresas premiadas pela Abrasca. Considerou-se como métricas de diversidade de risco a avaliação do *disclosure* de risco financeiro, não-financeiro e geral, baseada no Formulário de Referência – Fatores de Risco, divulgado pelas empresas da amostra. Quanto às variáveis de diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva, foram utilizados o gênero, medido pela participação de mulheres; a idade, definida pela faixa etária média dos membros; e a formação acadêmica, medida pela multidisciplinaridade da formação acadêmica dos integrantes da alta gestão, com informações também extraídas dos Formulário de Referência.

Ao longo da pesquisa, fez-se uma criteriosa revisão da literatura acadêmica, que forneceu os subsídios teóricos basilares acerca da diversidade e do *disclosure* de risco, com predominância para a abordagem de gênero, idade e formação acadêmica dos membros do conselho de administração e da diretoria executiva. Adicionalmente, o estudo abrange o *disclosure* de risco com análise individualizada dentro das categorias de risco financeiro e não-financeiro (com as subcategorias risco operacional, de dano, de integridade e estratégico), além do risco geral. A pesquisa também levou em conta importantes estudos empíricos.

O presente estudo foi desenvolvido com vistas à análise da influência da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco nas 47 companhias de capital aberto premiadas pela Abrasca em 2017 e 2018, e objetivou: a) caracterizar os membros da alta gestão quanto à diversidade no que tange a gênero, faixa etária e formação acadêmica; b) descrever o comportamento do *disclosure* de risco financeiro, risco não-financeiro e risco geral; c) verificar a associação entre diversidade da alta gestão, *disclosure* de risco e setor de atuação.

No que tange ao primeiro objetivo específico (análise descritiva das características da diversidade dos membros da alta gestão), constatou-se, em linhas gerais, que: a) o conselho de administração é composto por aproximadamente 10 membros (efetivos e suplentes), possui baixa representatividade feminina (11%), tem faixa etária média de 57 anos e possui heterogeneidade na formação acadêmica, apresentando variação entre 1 e 7 áreas distintas, com a presença de graduados em Administração de Empresas em 85% dos conselhos; b) a diretoria executiva é composta por aproximadamente 5 membros em média, possui baixa representatividade feminina (10%), faixa etária média de 50 anos e heterogeneidade na

formação acadêmica, apresentando variação entre 1 e 6 áreas distintas, com a presença de graduados em Administração de Empresas em 67% das diretorias executivas.

Para consecução do segundo objetivo específico (descrever o comportamento do *disclosure* de risco financeiro, risco não-financeiro e risco geral), procedeu-se à análise de conteúdo nos relatórios das empresas da amostra, seguida de estatística descritiva, o que resultou nas seguintes principais observações: a) em uma escala de 4 pontos, o *disclosure* de risco financeiro registra o nível 2,34, e o de risco não-financeiro e de risco geral assinala 2,48. Entre as subcategorias de risco, destaca-se o risco estratégico, vinculado ao risco não-financeiro, com escore 2,4. Ainda na análise de conteúdo, observou-se que ao descrever e divulgar seus riscos, as empresas os evidenciam de forma predominantemente qualitativa, pois, na escala utilizada, a nota da maioria das empresas está entre '2' (informação descritiva) e '3' (informação quantitativa). Beretta e Bozzolan (2004) e Linsley e Shrives (2006) sugerem que para incrementar a qualidade do relatório de risco, a empresa, quando possível, quantifique o tamanho do risco, pois acreditam que com a valoração do risco, o usuário da informação tem mais condição de avaliar seus impactos na empresa.

Quanto ao terceiro objetivo específico, foi possível identificar, por meio da análise dos mapas perceptuais, algumas associações relevantes entre os construtos diversidade da alta gestão, *disclosure* de risco e setor de atuação, a saber: a) as empresas que apresentaram nível Alto ou Muito Alto de *disclosure* de risco financeiro pertencem ao setor Consumo Não Cíclico, assim como as que apresentaram Alto nível de formação acadêmica Alta participação feminina e Alta faixa etária em seus conselhos; b) as empresas com nível Baixo de *disclosure* de risco financeiro, não-financeiro e geral, assim como as do setor Comunicações, estão próximas às empresas com Baixo nível de participação feminina, Baixo nível de formação acadêmica e Baixa faixa etária em seus conselhos; c) as empresas que possuem Alto nível de *disclosure* de risco financeiro, não-financeiro e geral, bem como as do setor Consumo Não Cíclico e Utilidade Pública, estão próximas às empresas que possuem na diretoria executiva Alta diversidade na formação acadêmica e na faixa etária e Média participação de mulheres; d) as empresas que mostram nível Baixo ou Muito Baixo de *disclosure* de risco financeiro, risco não-financeiro e risco geral, bem como aquelas dos setores Bens Industriais, Comunicações e Consumo Cíclico, estão próximas das empresas com nível Baixo e Muito Baixo de participação feminina e faixa etária na diretoria executiva.

Destaca-se a associação entre as empresas com *disclosure* de risco financeiro Muito Alto, as do setor Consumo Não Cíclico e aquelas com Alto nível de diversidade na formação acadêmica no conselho de administração e na diretoria executiva.

Os resultados da análise de regressão múltipla apontaram para quatro aspectos importantes quanto aos efeitos da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco das empresas, a saber: a) há influência significativa da formação acadêmica dos membros de conselho em todos os níveis de *disclosure* de risco (financeiro, não-financeiro e geral); b) há influência positiva da participação de mulheres na diretoria executiva e negativa da participação feminina no conselho no *disclosure* de risco não-financeiro; c) há influência positiva do tamanho da empresa no *disclosure* de risco não-financeiro e no de risco geral; e d) há influência negativa da faixa etária média dos membros do conselho no *disclosure* de risco financeiro, sugerindo que os membros jovens se preocupam mais com a divulgação de risco.

Diante de tais evidências, conclui-se que o objetivo geral foi atingido e que as hipóteses propostas foram testadas, demonstrando-se indícios das relações entre os construtos. A pesquisa contribui, assim, para fortalecer a investigação da influência da diversidade da alta gestão no *disclosure* de risco, levando-se em conta que o comportamento da gestão e as características da empresa constituem determinantes da divulgação de risco.

Destaca-se também, como contribuição do estudo, o fato de ampliar a incipiente literatura acadêmica nacional sobre a relação entre diversidade da alta gestão e *disclosure* de risco, e os resultados revelados podem ser oportunos em mercados em desenvolvimento, como o do Brasil.

Apesar do rigor metodológico empregado na pesquisa, seus resultados foram obtidos a partir de uma amostra intencional, de modo que as conclusões não podem ser generalizadas. Sendo assim, sugere-se a realização de novas pesquisas, com ampliação do período de análise, bem como inclusão de outras características relacionadas à diversidade dos membros da alta gestão. Além disso, recomenda-se incluir a variável alta gestão (com conselho de administração e diretoria executiva tratados conjuntamente) para uma análise holística.

## 6 SUMÁRIO EXECUTIVO

Este sumário foi elaborado para possibilitar que executivos apreciem o conteúdo da dissertação de mestrado profissional de forma breve. Os interessados nos tópicos específicos podem ler o estudo na íntegra, para obtenção de maior benefício do material.

A diversidade na alta gestão, em especial no conselho de administração e na diretoria executiva, constitui assunto de interesse no mundo corporativo. Alguns estudos acadêmicos e técnicos tratam o tema com abordagem de gênero, faixa etária, etnia, formação acadêmica, experiência profissional, etc. Neste estudo, tratou-se a diversidade da alta gestão nas dimensões gênero, faixa etária e formação acadêmica pela óptica da influência na divulgação de informações sobre risco, temática ainda incipiente no campo acadêmico e profissional.

### Atributos e características da alta gestão

O conselho de administração é um instrumento central de governança, uma importante fonte para o monitoramento da administração, e representa os acionistas em busca de maximização de valor da empresa. A diretoria executiva, por sua vez, relaciona-se com o conselho no sentido de implementar as estratégias estabelecidas. A diversidade na alta gestão é considerada uma boa prática de governança corporativa, de modo que a organização, com o intuito de melhorar o processo decisório, combina variados atributos, conhecimentos, experiências, comportamentos, aspectos culturais, faixa etária e gênero. Entre os atributos e posturas esperados do CEO e suas equipes, destacam-se a integração com o conselho de administração e o compromisso com as expectativas dos acionistas; a visão sistêmica; o alinhamento efetivo entre a estratégia e a operação; a liderança; a capacidade de escuta; e a geração de resultados positivos. No que tange à diversidade da alta gestão, o gênero é, sem dúvida, a característica mais discutida. Diversos estudos trazem a forte disparidade entre homens e mulheres na ocupação de cargos de gestão nas grandes organizações listadas na bolsa de valores brasileira; entretanto, mesmo longe de ser equalizada, alguns pesquisadores indicam algum crescimento na participação feminina nos últimos anos.

### A diversidade em tempos de crise

O mundo empresarial se modifica e se ajusta aos ciclos das grandes crises, ditas cíclicas, e das grandes quebras e dos escândalos financeiros. Alguns estudiosos enfatizam a

importância da heterogeneidade do corpo diretivo da organização para enfrentar momentos de turbulência política e econômica. Alguns deles destacam a ausência da diversidade na composição do conselho como umas das principais razões para as organizações não terem prevenido os problemas que resultariam nos escândalos financeiros ocorridos na última década, como a crise financeira de 2008. Toda grande empresa precisa estar preparada com estratégias bem definidas para enfrentar e sair da crise sem perder a confiabilidade no mercado. Isso traz a importância do gerenciamento de risco na organização, com regras de mais divulgação, transparência nos negócios, seja no setor, mercado financeiro ou de capitais, oportunizando evolução e equilíbrio suficientes para deixá-la mais saudável, segura e eficiente. O avanço tecnológico, a expansão sem precedentes da comunicação, a crescente mobilidade do capital e dos recursos humanos, as condições geopolíticas instáveis e a abertura de mercados estrangeiros não admitem mais que os negócios sejam executados como antes.

#### A importância do *disclosure* pelas empresas

O *disclosure* pode ser definido como a abrangente disponibilidade de informações relevantes da companhia para seus investidores externos. É importante que a organização divulgue informações junto ao mercado, evidenciando de forma precisa sobre a alocação de seus recursos, para que os investidores possam decidir, de forma assertiva, onde aplicar seu capital e realizar seus investimentos. Esse processo informativo gera atenção para a empresa, e também influencia possíveis fusões ou aquisições. Não existe uma padronização delimitada sobre o *disclosure*. Os elementos técnicos já regulamentados, como as demonstrações financeiras, devem obedecer às normas estabelecidas pelos órgãos responsáveis. Já os dados não-financeiros, como número de colaboradores, a missão da empresa, avaliações do momento político do país onde a empresa se encontra instalada, são mais flexíveis. Essa maleabilidade visa ao aumento da qualidade informacional, em vez da quantidade, haja vista que o intuito é transmitir informação ao mercado e aos *stakeholders* em geral. A abordagem mais inteligente será aquela abrangente e didática, de modo que seu conteúdo seja compreendido e aproveitado, sempre que possível beneficiando a empresa em suas novas decisões ou relações.

#### A divulgação de risco pelas empresas brasileiras

Em se tratando da divulgação de risco, após a crise financeira, as informações disponíveis nos relatórios corporativos experimentaram especial adequação ao mercado,

inclusive por parte dos agentes reguladores, que exigem das firmas a divulgação de seus riscos mais relevantes. A transparência na divulgação dessas informações também gera impacto positivo na imagem institucional da empresa, pois demonstra que ela se preocupa em mitigar seus riscos. Há uma vertente segundo a qual a gestão de risco na organização deixou de ser vista como uma ameaça, e tornou-se um potencial de oportunidades; e, para isso, é importante que todos que fazem parte da empresa incorporem o mesmo propósito e busquem o atingimento de objetivos e metas de acordo com as estratégias da corporação. A partir do Formulário de Referência, documento obrigatório para as empresas brasileiras de capital aberto, são divulgados os fatores de risco corporativos. Mesmo não existindo no meio acadêmico, nem no mercado, um padrão para classificação das categorias de risco, o presente estudo utilizou cinco subcategorias de risco: financeiro, operacional, de dano, de integridade e estratégico. Assim, foi possível medir o nível de qualidade da informação divulgada pela empresa, observando-se se as informações são mais qualitativas (se possuem relevância para o mercado, se identificam suas fontes ou consequências do risco, se evidenciam suas políticas) ou se são mais quantitativas (com abordagem de termos monetários ou quantidades físicas reais).

## REFERÊNCIAS

- ADAMS, R. B.; FERREIRA, D. Uma teoria de placas amigáveis. **The journal of finance**, v. 62, n. 1, p. 217-250, 2007.
- AGGARWAL, R.; EREL, I., STULZ, R., & WILLIAMSON, R. Diferenças nas práticas de governança entre empresas americanas e estrangeiras: medição, causas e consequências. **A revisão dos estudos financeiros**, v. 22, n. 8, p. 3131-3169, 2009.
- AGUILERA, R. V.; JACKSON, G. Comparative and international corporate governance. **The Academy of Management Annals**, v. 4, n. 1, p. 485-556, 2010.
- AL-JANADI, Y.; RAHMAN R.A.; OMAR, N. H. The level of voluntary disclosure practices among public listed companies in Saudi Arabia and the UAE: using a modified voluntary disclosure index. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 9, n. 2, p. 181-201, 2012.
- AL-SHAER, H.; ZAMAN, M. Board gender diversity and sustainability reporting quality. **Journal of Contemporary Accounting and Economics**, v. 12, n. 3, p. 210-222, 2016.
- ALLINI, A.; ROSSI, F.; HUSSAINEY, K. The board's role in risk disclosure: an exploratory study of Italian listed state-owned enterprises. **Public Money & Management**, v. 36, n. 2, p. 113-120, 2016.
- ALVES, M. T.; GRAÇA, M. L. Divulgação de informação sobre o risco de mercado: um caso de empresas do PSI20. **Revista Universo Contábil**, v. 9, n. 3, p. 163-184, 2013;
- AMARAL, M.; LEMOS, K. Fatores determinantes do nível de divulgação sobre riscos financeiros no setor bancário português. *In: CONGRESSO DOS TÉCNICOS OFICIAIS DE CONTABILIDADE*, 5., 2015. **Anais...** Lisboa, 2015.
- ANAGNOSTOPOULOU, S. C.; TSEKREKOS, A. E. Accounting quality, information risk and implied volatility around earnings announcements. **Journal of International Financial Markets, Institutions and Money**, v. 34, n. 1, p. 188-207, 2015.
- ANDRADE, L. D.; NIYAMA, J. K.; SANTANA, C. M. Nível de disclosure sobre riscos de mercado e operacional: uma análise comparativa dos vinte maiores bancos brasileiros. *In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE*, 9., São Paulo, 2009. **Anais...** São Paulo, SP, 2009.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico financeiro**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- ASSENGA, M. P.; ALY, D.; HUSSAINEY, K. The impact of board characteristics on the financial performance of Tanzanian firms. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 18, n. 6, 2018.
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS COMPANHIAS ABERTAS (ABRASCA). **Regulamento Abrasca Relatório Anual (Edição 2018)**. Disponível em: <<http://www.abrasca.org.br/Eventos/Premio-Abrasca-Relatorio-Anual/2018>>. Acesso em: 10 maio 2019.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS). **Enhancing bank transparency**. 1998. Disponível em: <<http://www.bis.org/publ/bcbs41.pdf>>. Acesso em: 13 jul. 2019.

- BARAKO, D. G.; BROWN, A. M. Relatório social corporativo e representação do conselho: evidências do setor bancário do Quênia. **Journal of Management & Governance**, v. 12, n. 4, p. 309, 2008.
- BARDIN, L. *Análise de conteúdo*. Lisboa: Editora Edições 70, 2009.
- BEAR, S.; RAHMAN, N.; POST, C. The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. **Journal of Business Ethics**, v. 97, n. 2, p. 207-221, 2010.
- BERETTA, S., BOZZOLAN, S. Uma estrutura para a análise da comunicação de risco da empresa. **International Journal of Accounting**, v. 39, n. 3, p. 265-288, 2004.
- BERNARDI, R. A.; THREADGILL, V. H. Women directors and corporate social responsibility. **EJBO – Electronic Journal of Business Ethics and Organization Studies**, v. 15, n. 2, p. 15-21, 2010.
- BERTUCCI, J.; BERNARDES, P.; BRANDÃO, M. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração da USP – RAUSP**, v. 41, n. 2, p. 183-196, 2006.
- BETIOL, M. I. S.; TONELLI, M. J. A mulher executiva e suas relações de trabalho. **Revista de Administração de Empresas**, v. 31, n. 4, p. 17-33, 1991.
- BLAIR, M. M. **Ownership and control: rethinking corporate governance for the twentyfirst century**. Washington: Brookings Institution, 1995.
- BRANDÃO, I. F.; ASSUNÇÃO, R. R.; PONTE, V. M. R.; REBOUÇAS, P. Fatores determinantes do disclosure de guidance das companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 10, n. 21, p. 87-114, 2013.
- BRASIL, BOLSA, BALCÃO S/A (B3). **Empresas listadas. 2017**. Disponível em: <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm)>. Acesso em: 16 jul. 2019.
- BRAVO, F. Does board diversity matter in the *disclosure* process? An analysis of the association between diversity and the disclosure of information on risks. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 15, n. 2, p. 104-114, 2018.
- BRITO, O. S. **Contribuição ao estudo de modelo de controladoria de risco-retorno em bancos de atacado**. 2000. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000.
- BROHAWN, D. **Value-based management: a framework for equity and efficiency in the workplace**. Center for Economic and Social Justice, 1998.
- BUENO, G. **Conselho de administração e sustentabilidade: uma análise das empresas listadas na BM&FBovespa**. 2016. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Universidade do Vale do Itajaí – Univali, Biguaçu, SC., 2016.
- BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. J. What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 2, p. 207-252, 2004.
- CALIXTO, L.; BARBOSA, R. R.; LIMA, M. B. Disseminação de informações ambientais voluntárias: relatórios contábeis versus internet. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 18, n. SPE, p. 84-95, 2007.

- CAMPBELL, K.; MÍNGUEZ-VERA, A. Gender diversity in the boardroom and firm financial performance. **Journal of Business Ethics**, v. 83, n. 1, p. 435-451, 2008.
- CARMONA, P.; FUENTES, C.; RUIZ, C. Risk disclosure analysis in the corporate governance annual report using fuzzy-set qualitative comparative analysis. **Revista de Administração de Empresas**, v. 56, n. 3, p. 342-352, 2016.
- CARVALHO, L. N. G.; TRAPP, A. C. G.; CHAN, B. L. Disclosure e risco operacional: uma abordagem comparativa em instituições financeiras que atuam no Brasil, na Europa e nos Estados Unidos. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 3, p. 264-273, 2004.
- CLARKSON, M. B. E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **The Academy of Management Review**, v. 20, n. 1, p. 92-117, 1995.
- COIMBRA, F. C. Gestão estratégica de riscos: instrumento de criação de valor. VII Seminário da Administração. **Anais**. São Paulo, 2004.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CMV). 2009. **Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst480.html>>. Acesso em: 13 jul. 2019.
- COMMITTEE OF SPONSORING ORGANIZATIONS OF THE TREADWAY COMMISSION (COSO). **Enterprise risk management: integrating with strategy and performance**. Publicação: Coso e PwC, 2017. Disponível em: <<https://www.coso.org/Documents/2017COSO-ERM-Integrating-with-Strategy-and-Performance-Executive-Summary.pdf>>. Acesso em: 30 mar. 2020.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. A eficiência do conselho de administração como mecanismo de controle dos custos de agência. In: **Anais do Congresso Brasileiro de Custos-ABC**. 2009.
- COSTA, L.; SAMPAIO, J. O.; FLORES, E. S. Diversidade de gênero nos conselhos administrativos e sua relação com desempenho e risco financeiro nas empresas familiares. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 23, n. 6, p. 721-738, 2019.
- CUNHA, J. V. A.; COELHO, A. C. Regressão linear múltipla. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. (Org.). **Análise multivariada para os cursos de Administração, Ciências Contábeis e Economia**. São Paulo: Atlas, 2014. p. 73-129.
- DANI, A. C.; PICOLO, J. D.; KLANN, R. C. Gender influence, social responsibility and governance in performance. **RAUSP Management Journal**, v. 54, n. 2, p. 154-177, 2019.
- DAVIS, M. D.; BLASCHEK, J. R. S. Deficiências dos sistemas de controle interno governamentais atuais em função da evolução da economia. In: SIMPÓSIO DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO E TECNOLOGIA, 2., 2005, Niterói. **Anais...** Niterói, 2005.
- DELOACH, J. W. **Administração corporativa de risco: estratégias para relacionar risco e oportunidade**. New York: Pearson Education, 2001.
- DEZSO, C. L.; ROSS, D. G. Does female representation in top management improve firm performance? A panel data investigation. **Strategic Management Journal**, v. 33, n. 1, p. 1072-1089. 2012.
- DICKINSON, G. Enterprise risk management: its origins and conceptual foundation. **The Geneva Papers on Risk and Insurance. Issues and Practice**, v. 26, n. 3, p. 360-366, 2001.

- DOBLER, M. **National and international developments in risk reporting: may the German Accounting Standard 5 lead the way internationally.** *German LJ*, v. 6, n. 8, p. 1191-1200, 2005.
- DUTTA, S.; NEZLOBIN, A. Information disclosure, firm growth, and the cost of capital. **Journal of Financial Economics**, v. 123, n. 2, p. 415-431, 2017.
- FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, v. 25, n. 2. p. 383-417, 1970.
- FÁVERO, L. P. L.; BELFIORE, P. P.; SILVA, F. L.; CHAN, B. L. **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões.** Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2009
- FERNANDES, S. M.; NUNES, R. G.; BORNIA, A. C. A influência da composição do conselho de administração na evidenciação ambiental: uma análise nas empresas brasileiras. *In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 24., 2017, Curitiba. Anais...* Curitiba: Associação Brasileira de Custos, 2017.
- FERRERO-FERRERO, I.; FERNÁNDEZ-IZQUIERDO, M. Á.; MUÑOZ-TORRES, M. J. Integrating sustainability into corporate governance: an empirical study on board diversity. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 22, n. 4, p. 193-207, 2015.
- FORTI, C. A.; PEIXOTO, F. M.; ALVES, D. L. Determinant factors of dividend payments in Brazil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 26, n. 68, p. 167-180, 2015.
- FRAGA, J. B.; SILVA, V. A. B. Diversidade no conselho de administração e desempenho da empresa: uma investigação empírica. **Brazilian Business Review**, v. 9, n. SPE, p. 58-80, 2012.
- FRIAS-ACEITUNO, J. V.; RODRIGUEZ-ARIZA, L.; GARCIA-SANCHEZ, I. M. The role of the board in the dissemination of integrated corporate social reporting. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 20, n. 4, p. 219-233, 2013.
- FUENTE, J. A.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M.; LOZANO, M. B. The role of the board of directors in the adoption of GRI guidelines for the disclosure of CSR information. **Journal of Cleaner Production**, 141, p. 737-750, 2017.
- FUN, L.S. Corporate Risk Disclosure and Business Performance: Does Board Gender Diversity Matters? **Conferência: ICBSI 2018 - Conferência Internacional sobre Sustentabilidade e Inovação Empresarial**, p. 249-259, 2019.
- GALBREATH, J. Is board gender diversity linked to financial performance? The mediating mechanism of CSR. **Business and Society**, v. 57, n. 5, p. 863-889, 2018.
- GIBBINS, M.; RICHARDSON, A.; WATERHOUSE, J. The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies, and processes. **Journal of Accounting Research**, v. 28, n. 1, p. 121-143, 1990.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- GITMAN, L. J.; MADURA, J. **Administração financeira: uma abordagem gerencial.** São Paulo: Addison Wesley, 2003.
- GLASS, C.; COOK, A.; INGERSOLL, A. R. Do women leaders promote sustainability? Analyzing the effect of corporate governance composition on environmental performance. **Business Strategy and the Environment**, v. 25, n. 7, p. 495-511, 2016.

GUERRA, S. **A caixa preta da governança**. Rio de Janeiro: Best Business, 2017.

GUL, F. A.; LEUNG, S. Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 23, n. 5, p. 351-379, 2004.

GUIMARÃES, I. C. **Uma pesquisa de campo sobre a contribuição da controladoria à gestão de riscos nas empresas não-financeiras de capital aberto da cidade de São Paulo**. 2006. 208 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade Estratégica) – Centro Universitário Álvares Penteado, São Paulo, 2006.

GÜNER, B.; MALMENDIER, U.; GEOFFREY, T. Especialização financeira de diretores. **Journal of Financial Economics**, v. 88, n. 2, p. 323-354, 2008.

GUPTA, P. K. Risk management in Indian companies: EWRM concerns and issues. **The Journal of Risk Finance**, v. 12, n. 2, p. 121-139, 2001.

HAFSI, T.; TURGUT, G. Boardroom diversity and its effect on social performance: conceptualization and empirical evidence. **Journal of Business Ethics**, v. 112, n. 3, p. 463-479, 2013.

HAIR JÚNIOR, J. F.; BLACK, W. C.; BABIN, B. J.; ANDERSON, R. E.; TATHAM, R. L. **Análise multivariada de dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009

HAMPTON-ALEXANDER REVIEW. 30% club: growth through diversity. **Men and women working together for real change**. 2018. Disponível em: <[https://30percentclub.org/assets/uploads/UK/Information\\_Booklet/30\\_\\_Club\\_Information\\_Booklet\\_\\_15\\_August\\_2018.pdf](https://30percentclub.org/assets/uploads/UK/Information_Booklet/30__Club_Information_Booklet__15_August_2018.pdf)> Acesso em: 6 nov. 2018.

HANASHIRO, D. M. M.; SAMAHA, M. B. Contribuições de mulheres à dinâmica do conselho de administração: para além da ótica composicional. *In*: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 39., 2015, Belo Horizonte. **Anais...** Belo Horizonte: Anpad, 2015.

HANIFFA, R. M.; COOKE, T. E. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. **Abacus**, v. 38, n. 3, p. 317-349, 2002.

HARJOTO, M.; LAKSMANA, I.; LEE, R. Board diversity and corporate social responsibility. **Journal of Business Ethics**, v. 132, n. 4, p. 641-660, 2014.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (IASB). IRFS 7 – Financial Instruments: disclosure. *In*: **International Financial Reporting Standards (IFRSs)**: including International Accounting Standards (IASs) and interpretations as approved at 1 January 2008, p. 747-814, 2008.

IBRAHIM, A. H.; HANEFAH, M. M. Board diversity and corporate social responsibility in Jordan. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 14, n. 2, p. 279-298, 2016.

IBRAHIM, N.; ANGELIDIS, J. Effects of board members gender on level of involvement in strategic management and corporate social responsiveness orientation. **Proceedings of the Northeast Decision Sciences Institute**, v. 208, p. 210, 1991.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015.

\_\_\_\_\_. **Guia de orientação para o gerenciamento de riscos corporativos**. São Paulo: IBGC. Série de Cadernos de Governança Corporativa, 3, p. 48, 2007.

\_\_\_\_\_. **Relatório anual de 2019**. Disponível em:  
<<https://conhecimento.ibgc.org.br/Lists/Publicacoes/Attachments/24180/relatorioanual2019site.pdf>>. Acesso em: 11 abr. 2020.

JACKSON, S. Consequências da composição do grupo para a dinâmica interpessoal do processamento estratégico de questões. *In: Avanços na gestão estratégica*.

SHRIVASTAVA, P., HUFF, A., DUTTON, J. Londres: JAI Press, 1992. p. 345-382

JASKIEWICZ, P., & KLEIN, S. B. The impact of goal alignment on board size and board composition in family-owned businesses. **Journal of Business Research**, v. 60, n. 10, p.1080-1089, 2007.

JIZI, M. The influence of board composition on sustainable development disclosure. **Business Strategy and the Environment**, v. 26, n. 5, p. 640-655, 2017.

KANG, H.; CHENG, M.; GREY, S. J. Governança corporativa e composição dos conselhos: diversidade e independência dos conselhos australianos. **Governança corporativa: uma revisão internacional**, v. 15, n. 2, p. 194-207, 2007.

KHLIF, H.; HUSSAINEY, K. A associação entre divulgação de riscos e características da empresa: uma metanálise. **Journal of Risk Research**, v. 19, n. 2, p. 181-211, 2016.

KILIÇ, M.; KUZEY, C. The effect of board gender diversity on firm performance: evidence from Turkey. **Gender in Management: An International Journal**, v. 31, n. 7, p. 434-455, 2016.

KLEIN, A. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management, **Journal of Accounting and Economics**, vol. 33, p. 375-400, 2002.

KUSSEROW, R. P. Ineffective compliance programs. **Journal of Health Care Compliance**. Jan./Feb., 2017.

LAZZARETTI, K; GODOI, C. K. A participação feminina nos conselhos de administração das empresas brasileiras: uma análise das características de formação acadêmica e experiência profissional à luz da teoria do capital humano. **Revista Gestão & Conexões**, v. 1, n. 1, p. 160-186, 2012.

LENARD, M. J.; YU, B.; YORK, E. A.; SHENGXIONG, W. Impact of gender diversity on firm risk. **Managerial Finance**, v. 40, n. 8, p. 787-803, 2014.

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.

MADALOZZO, R. CEOs e composição do conselho de administração: a falta de identificação pode ser motivo para existência de teto de vidro para mulheres no Brasil? **Revista de Administração Contemporânea**, v. 15, n. 1, p. 126-137, 2011.

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.

MAROCO, J. **Análise estatística com utilização do SPSS**. 3. ed. Lisboa: Edições Sílabo, 2007.

MARSHALL, C. **Medindo e Gerenciando Riscos Operacionais em Instituições Financeiras**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

- MARTINS, G. A.; THEÓPHILO, C. R. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.
- MARTINS, H. C.; RODRIGUES, S. B. Atributos e papéis dos conselhos de administração das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 45, n. SPE, p. 23-35, 2005.
- MIHKINEN, 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.
- MIYOSHI, R. K.; NAKAO, S. H. Riscos de conformidade tributária: estudo de caso no estado de São Paulo. **Revista de Contabilidade e Organizações**. Ribeirão Preto, SP, v. 6, n. 14, p. 47-76, jan/abr., 2012.
- MOREIRA, A. Mulher no comando de empresas dá mais lucro também no Brasil. **Revista Valor Econômico**, 2019. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/carreira/6270299/mulher-no-comando-de-empresas-da-mais-lucro-tambem-no-brasil-diz-oit>> Acesso em: 10 ago. 2019.
- MOREIRA, V. R. **Gestão dos riscos do agronegócio no contexto cooperativista**. 2009. 208 f. Tese (Doutorado em Administração) – Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, São Paulo, 2009.
- MOUMEN, N.; OTHMAN, H. B.; HUSSAINY, K. Board structure and the informativeness of risk disclosure: evidence from Mena emerging markets. **Advances in Accounting**, v. 35, n. 1, p. 82-97, 2016.
- MURCIA, F. D.; SOUZA, F. Z.; DILL, R. P.; COSTA JÚNIOR, N. C. A. Impacto do nível de disclosure corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo. **Anais ...** São Paulo: USP, 2010.
- NIELSEN, S.; HUSE, M. Contribuição das mulheres diretoras na tomada de decisão do conselho e envolvimento estratégico: O papel da percepção de igualdade. **European Management Review**, v. 7, n. 1, p. 16-29, 2010.
- NTIM, C. G.; LINDOP, S.; THOMAS, D. A. Corporate governance and risk reporting in South Africa: a study of corporate risk disclosures in the pre-and post-2007/2008 global financial crisis periods. **International Review of Financial Analysis**, v. 30, p. 363-383, 2013.
- OLIVEIRA, C. A. **Participação feminina nos conselhos de administração e o desempenho corporativo**: um estudo sobre as empresas listadas na BM&FBovespa de 2002 a 2011. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos – Unisinos, São Leopoldo, RS, 2013.
- OLIVEIRA, I. G. S. Presença feminina na alta gestão de grandes corporações no Brasil: direito societário, relações de gênero e governança corporativa. *In*: CONGRESSO INTERNACIONAL DE DIREITOS HUMANOS, 12., 2015, Vitória. **Anais...** Vitória: CONIBDH, 2015.
- ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO (OIT). **Perspectivas sociais e de emprego no mundo**: tendências para mulheres no mercado de trabalho. 2017. Disponível em: <[http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---americas/---ro-lima/---ilobrasilia/documents/genericdocument/wcms\\_558359.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---americas/---ro-lima/---ilobrasilia/documents/genericdocument/wcms_558359.pdf)>. Acesso em: 19 jul. 2019.

- PASSOS, L. C.; ALMENDRA, R. S.; DE LUCA, M. M. M., & DE 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.
- PEREIRA, A.; ALVES, M. D. C. Manipulação de resultados e as características dos conselhos de administração e fiscalização: estudo empírico nas sociedades não financeiras portuguesas. *In*: CONGRESSO INTERNACIONAL DE CONTABILIDADE E AUDITORIA, 16., 2017, Aveiro. **Anais ...** Aveiro, 2017.
- PEREIRA, J. M. Gestão do risco operacional: uma avaliação do novo acordo de capitais – Basileia II. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 1, n. 6, p. 103-124, 2006.
- POST, C.; RAHMAN, N.; RUBOW, E. Green governance: boards of directors' composition and environmental corporate social responsibility. **Business and Society**, v. 50, n. 1, p. 189-223, 2011.
- PRADO-LORENZO, J. M.; GARCIA-SANCHEZ, I. M. The role of the board of directors in disseminating relevant information on greenhouse gases. **Journal of Business Ethics**, v. 97, n. 3, p. 391-424, 2010.
- PRUDÊNCIO, P. A.; FORTE, H. C.; CRISÓSTOMO, V. L.; VASCONCELOS, A. C.; ROCHA, T. L. C. Efeitos da diversidade do conselho de administração e da diretoria executiva na responsabilidade social corporativa. *In*: CONGRESSO INTERNACIONAL USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 19., 2019, São Paulo. **Anais ...** São Paulo, 2019.
- RICARDO, V. S.; BARCELLOS, S. S.; BORTOLON, P. M. Relatório de sustentabilidade ou relato integrado das empresas listadas na BM&FBovespa: fatores determinantes de divulgação. **Revista de Gestão Social e Ambiental**, v. 11, n. 1, p. 90, 2017.
- RICHARDSON, G.; TAYLOR, G.; LANIS, R. Women on the board of directors and corporate tax aggressiveness in Australia. **Accounting Research Journal**, 2016.
- ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências, 5ª Edição. São Paulo, Editora Atlas SA, 2011.
- ROST, K.; OSTERLOH, M. Management fashion pay-for-performance for CEOs. *Schmalenbach Business Review*, v. 61, n.2, p. 119-149, 2009.
- SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. H.; LÚCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2006.
- SANTANA, L. M.; GÓIS, A. D.; LUCA, M. M.; VASCONCELOS, A. C. Relação entre disclosure socioambiental, práticas de governança corporativa e desempenho empresarial. **Revista Organizações em Contexto**, v. 11, n. 21, p. 49-72, 2015.
- SANTOS, C. M. M.; TANURE, B.; CARVALHO NETO, A. M. C. Mulheres executivas brasileiras: o teto de vidro em questão. **Revista Administração em Diálogo**, v. 16, n. 3, p. 56-75, set/dez. 2014.
- SANTOS, R. A. D.; GUEVARA, A. J. D. H.; AMORIM, M. C. S. Corrupção nas organizações privadas: análise da percepção moral segundo gênero, idade e grau de instrução. **Revista de Administração da USP**, v. 48, n. 1, p. 53-66, 2013.
- SAVVIDES, S. C.; SAVVIDOU, N. Market risk disclosures of banks: a cross-country study. **International Journal of Organizational Analysis**, v. 20, n. 4, p. 379-405, 2012.

- SEGURA, L.; FORMIGONI, H.; ABREU, R.; COSTA, R. G. A relação entre a presença de mulheres no conselho e o gerenciamento de resultados nas companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica do Departamento de Ciências Contábeis & Departamento de Atuária e Métodos Quantitativos**, v. 3, n. 1, p. 106-119, 2016.
- SEMPER, D. C.; BELTRÁN, J. M. T. Risk disclosure and cost of equity. **Contaduría y Administración**, v. 59, n. 4, p. 105-135, 2014.
- SILVA, A. L. C.; MARGEM, H. Mulheres em cargos de alta administração afetam o valor e desempenho das empresas brasileiras? **Revista Brasileira de Finanças (Online)**, v. 13, n. 1, p. 102-133, 2015.
- SILVA JÚNIOR, C. P.; MARTINS, O. S. Mulheres no conselho afetam o desempenho financeiro? Uma análise da representação feminina nas empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 12, n. 1, p. 63-76, 2016.
- 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.
- STILES, P.; TAYLOR, B. **Boards at work: how directors view their roles and responsibilities**. Oxford, UK: Oxford Press. 2001.
- STUCHI, L. G. Quantificação de risco de crédito: uma aplicação do modelo CreditRisk+ para financiamento de atividades rurais e agroindustriais. Piracicaba: Esalq, 2003.
- TAGHIZADEH, M.; SAREMI, S. Y. Board of directors and firms performance: evidence from Malaysian public listed firm. **International Proceedings of Economics Development and Research**, v. 59, n. 37, p. 178-182, 2013.
- TAN, Y.; ZENG, C. C.; ELSHANDIDY, T. Risk disclosures, international orientation, and share price informativeness: evidence from China. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 29, n. 1, p. 81-102, 2017.
- TAYLOR, R. N. Age and experience as determinants of managerial information processing and decision making performance. *Academy of Management Journal*, v. 18, n. 1, p. 74-81, 1975.
- TERJESEN, S.; AGUILERA, R. V.; LORENZ, R. Legislating a woman's seat on the board: institutional factors driving gender quotas for boards of directors. **Journal Business Ethics**, v. 128, n. 1, p. 223-251, 2015.
- \_\_\_\_\_ ; SEALY, R., SINGH, V. Women directors on corporate boards: a review and research agenda. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, n. 3, p. 320-337, 2009.
- TURNBULL, C. S. S. What's wrong with corporate governance best practices? In: Baker, H.K., & Anderson, R. (Ed.). *Corporate governance: a synthesis of theory, research, and practice*. **The Robert W. Kolb series in finance**. New Jersey: Wiley, 2010.
- VACCARI, N. A. D.; BEUREN, I. M. Participação feminina na governança corporativa de empresas familiares listadas na B3. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 1, p. 113-131, 2017.
- WILLIAMS, K. Y.; O'REILLY, C. A. Demography and diversity in organizations: a review of 40 years of research. In: STAW, B. M.; CUMMINGS, L. L. (Eds.). **Research in Organizational Behavior**, v. 20, p. 77-140, 1998.

WOODS, M.; DOWD, K.; HUMPHREY, C. G. Credibility at risk? The accounting profession, risk reporting and the rise of VaR. **CRIS Discussion Paper Series**, v. 3, p. 1-24, 2004.

ZAHRA, S.; PEARCE II, J. A. Boards of directors and corporate financial performance: a review and integrative model. **Journal of Management**, v. 15, n. 2, p. 291-334, 1989.

ZHANG, J. Q.; ZHU, H.; DING, HB. Composição do conselho e responsabilidade social corporativa: uma investigação empírica na era pós-Sarbanes-Oxley. **Revista de ética nos negócios**, v. 114, n. 3, p. 381-392, 2013.

ZONATTO, V. C. S.; BEUREN, I. M. Categorias de riscos evidenciadas nos relatórios da administração de empresas brasileiras com ADRs. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, n. 35, p. 141-155, 2010.

ZREIK, O.; LOUHICHI, W. Risk sentiment and firms' liquidity in the French market. **Research in International Business and Finance**, v. 39, n. 1, p. 809-823, 2017.

ZUCCO, A. **O papel do comitê de pessoas do conselho de administração nas empresas internacionalizadas do Novo Mercado da BM&FBovespa**. 2015. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Municipal de São Caetano do Sul, São Caetano do Sul, 2015.

## APÊNDICE – EMPRESAS DA AMOSTRA

Razão Social	Setor
AES Tietê Energia S. A.	Utilidade Pública
Algar Telecom S. A.	Comunicações
Ambev S. A.	Consumo Não Cíclico
Bombril S. A.	Consumo Não Cíclico
BRF S. A.	Consumo Não Cíclico
Centrais Elétricas de Santa Catarina S. A – Celesc	Utilidade Pública
Celulose Irani S. A.	Materiais Básicos
Centrais Elétricas Brasileiras S. A. – Eletrobras	Utilidade Pública
Companhia Energética de Minas Gerais – Cemig	Utilidade Pública
Companhia de Saneamento do Paraná – Sanepar	Utilidade Pública
CPFL Energia S. A.	Utilidade Pública
CSU Cardsystem S. A.	Bens Industriais
Isa Cteep – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista	Utilidade Pública
Duratex S. A.	Materiais Básicos
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S. A.	Bens Industriais
EDP – Energias do Brasil S. A.	Utilidade Pública
Elektro – Eletricidade e Serviços S. A.	Utilidade Pública
Eletropaulo Metropolitana Elet. São Paulo S. A.	Utilidade Pública
Embraer S. A.	Bens Industriais
Enauta Participações S. A.	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
Engie Brasil Energia S. A.	Utilidade Pública
Energisa S. A.	Utilidade Pública
Eternit S. A.	Bens Industriais
Even Construtora e Incorporadora S. A.	Consumo Cíclico
JSL S. A.	Bens Industriais
Klabin S. A.	Materiais Básicos
Light S. A.	Utilidade Pública
Localiza Rent A Car S. A.	Consumo Cíclico
Lojas Renner S. A.	Consumo Cíclico
M. Dias Branco S. A. Indústria e Comércio de Alimentos	Consumo Não Cíclico
Magazine Luíza S. A.	Consumo Cíclico
Minerva S. A.	Consumo Não Cíclico
Natura Cosméticos S. A.	Consumo Não Cíclico
Ouro Fino Saúde Animal Participações S. A.	Saúde
Parapanema S. A.	Materiais Básicos
Petróleo Brasileiro S. A. - Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis
Randon S. A. Implementos e Participações	Bens Industriais
Rumo Logística Operadora Multimodal S. A.	Bens Industriais
Santos Brasil Participações S. A.	Bens Industriais
São Carlos Empreendimentos e Participações S. A.	Financeiro (Locação imóvel)
SLC Agrícola S. A.	Consumo Não Cíclico
Suzano Papel e Celulose S. A.	Materiais Básicos
Tecnisa S. A.	Consumo Cíclico
Telefônica Brasil S. A.	Comunicações
TPI – Triunfo Participações e Investimentos S. A.	Bens Industriais
Unidas S. A.	Consumo Cíclico
Whirlpool S. A.	Consumo Cíclico