

## **Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto**

### **Association between Credit Ratings and Social Information in Listed Companies in Brazil**

Erica Patrícia Modesto Clementino<sup>1</sup>  
Universidade de Brasília - UNB  
[erica.modesto@hotmail.com](mailto:erica.modesto@hotmail.com)

Rodrigo de Souza Gonçalves<sup>1</sup>  
Universidade de Brasília - UNB  
[rgoncalves@unb.br](mailto:rgoncalves@unb.br)

Bruno Vinicius Ramos Fernandes<sup>1</sup>  
Universidade de Brasília - UNB  
[brunoramos@unb.br](mailto:brunoramos@unb.br)

**Resumo:** Esta pesquisa tem por objetivo analisar se a transparência das ações de responsabilidade social está associada a melhores ratings de crédito para as empresas brasileiras abertas. A amostra é composta por 63 empresas listadas no índice IBrX-100 da B3, no período de 2007 a 2019, totalizando 673 observações. Foram analisadas informações dos relatórios anuais e de sustentabilidade das empresas, a partir das quais foi construído um índice de *social disclosure* (ISD) que mede o nível de evidenciação social, além dos *ratings* de crédito emitidos pela SeP, Fitch e Moody's. Utilizando regressões quantílicas e modelos probit ordenados, os resultados indicam que o nível de evidenciação social está positivamente associado aos ratings de crédito, especialmente entre empresas classificadas nos quantis inferiores (0,25 e 0,50), consideradas mais arriscadas. Nas empresas de maior risco (quantil 0,25), a maior transparência social representa uma melhora de até 3,67% no rating de

<sup>1</sup> Universidade de Brasília — Asa Norte - CEP 70910-900 – Brasília (DF) – Brasil

Este é um artigo de acesso aberto, licenciado por Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional (CC BY 4.0), sendo permitidas reprodução, adaptação e distribuição desde que o autor e a fonte originais sejam creditados.

crédito. O estudo contribui ao evidenciar que as agências de rating tendem a atribuir melhores classificações às empresas mais transparentes socialmente, reforçando a importância da divulgação de informações sociais no processo de avaliação do risco de crédito.

**Palavras-chave:** *Ratings* de crédito; *Social Disclosure*; Responsabilidade Social Corporativa.

**Abstract:** This study aims to analyze whether the transparency of social responsibility actions is associated with better credit ratings for publicly traded Brazilian companies. The sample consists of 63 companies listed on the IBrX-100 index of B3, covering the period from 2007 to 2019, totaling 673 observations. Information from the companies' annual and sustainability reports was analyzed, from which a social disclosure index (ISD) was constructed to measure the level of social disclosure, in addition to the credit ratings issued by SeP, Fitch, and Moody's. Using quantile regressions and ordered probit models, the results indicate that the level of social disclosure is positively associated with credit ratings, especially among companies classified in the lower quantiles (0.25 and 0.50), considered riskier. For higher-risk companies (quantile 0.25), greater social transparency represents an improvement of up to 3.67% in the credit rating. The study contributes by showing that rating agencies tend to assign better ratings to companies that are more socially transparent, reinforcing the importance of social disclosure in the credit risk assessment process.

**Keywords:** Credit *Ratings*; Social Disclosure; Corporate Social Responsibility.

## 1 INTRODUÇÃO

O *rating* de crédito representa a opinião de uma determinada agência sobre risco de inadimplência de uma empresa e, frequentemente, é utilizado pelos investidores como auxílio na

tomada de decisão. A agência de *rating* faz a análise da situação econômico-financeira de uma organização e geralmente é baseada, dentre outras fontes, nas demonstrações financeiras de modo a determinar seu risco de crédito (Badoer e Demiroglu, 2019). Embora as informações financeiras sejam um fator relevante para análise de crédito, alguns estudos demonstram que as agências de *ratings* têm considerado em sua análise um amplo conjunto de fatores, incluindo aspectos não financeiros, como a responsabilidade social corporativa (RSC) (Kim e Kim, 2014; Chang *et al.*, 2017; Devalle *et al.*, 2017; Salvi, Giakoumelou e Bertinetti, 2021).

A RSC pode ser definida como um conjunto de ações discricionárias que vão além do objetivo fim da empresa, que é a obtenção de lucro (Carroll, 1979), e que impactam outras partes interessadas além dos acionistas (Gali *et al.*, 2016). Dentre as ações desenvolvidas no âmbito da RSC, têm-se os programas sociais, que evidenciam a preocupação da empresa com a comunidade onde está inserida (Gonçalves *et al.*, 2013).

Segundo Gonçalves *et al.* (2013) ao incorporar em sua estratégia ações de RSC, especialmente em relação aos programas sociais, as organizações buscam minimizar os impactos negativos advindos de suas atividades operacionais (externalidades), e com isso, desenvolvem mecanismos que mitigam riscos, que por sua vez são incorporados na forma de maior transparência e reputação corporativa (Cabral, 2015). Para Krasodomska e Cho (2017) a RSC passou a ter maior destaque nas organizações e com isso as empresas passaram a divulgar mais informações voluntárias, principalmente no que diz respeito às questões sociais.

Contudo, há autores como Bhandari e Javakhadze (2017) que afirmam que tais iniciativas demonstram na realidade uma tentativa dos gestores em promoverem sua própria imagem com o uso dos recursos dos acionistas e demais fornecedores de capital. Ainda, Gatti, Seele e Rademacher (2019) e Kurpierz e Smith (2020) vão além ao caracterizarem parte dessas práticas como “*greenwashing*”, que apesar da diversidade de conceitos acerca do tema, apontam que pode envolver tanto a vertente ambiental como a social, na busca de trazer uma imagem melhor do que a que efetivamente a empresa pratica, valendo-se do gerenciamento de impressão para a produção de relatórios enviesados ou até mesmo enganosos.

Por outro lado, há autores (Gonçalves *et al.*, 2013; Nardi, 2021) que afirmam que tal iniciativa revela o esforço da empresa na busca de sinalizar que estão preocupadas em reduzir as externalidades negativas causadas pela existência do negócio, bem como divulgar informações que contribuam para a tomada de decisão do usuário externo.

Desse modo, espera-se que a relação da empresa com RSC, especialmente os programas sociais, traga benefícios para a sociedade como um todo e esteja associada às empresas com melhor reputação corporativa (Pérez, 2015; Odriozola e Baraibar-Diez, 2017). Essas empresas demonstram melhor gestão e transparência dos recursos recebidos (Baraibar-Diez e Sotorrio, 2018; Lee, 2017) e assim seus *stakeholders* percebem-nas como menos arriscadas (El Ghoul *et al.*, 2011). Por estarem expostas a um menor grau de risco (Peloza, 2006; Jo e Na, 2012; Eliwa, Aboud, e Saleh, 2021) as empresas envolvidas com RSC acabam recebendo, em princípio, melhores classificações de crédito pelas agências de *rating* (Attig *et al.*, 2013; Boubaker *et al.*, 2020; Höck *et al.*, 2020; Li *et al.*, 2020) além de serem utilizadas em fundos ESG<sup>1</sup> de forma a diferenciá-las das demais.

Nesse sentido, há uma série de estudos no ambiente brasileiro que evidencia as implicações de se introduzir aspectos de responsabilidade social no ambiente corporativo (Teixeira *et al.*, 2011; Almeida e Santos, 2016; Medeiros e Santos, 2019; Soschinski, Brandt e Klann, 2019). Por outro lado, há estudos destinados a identificar variáveis que influenciam nas classificações de crédito emitidas pelas agências de *rating* em empresas brasileiras, contudo, poucos se dedicaram a verificar em que medida as informações não financeiras contribuem nesse processo de análise e destes, a análise restringe-se aos aspectos relacionados à governança corporativa (Silva *et al.*, 2012; Soares *et al.*, 2012; Pereira e Martins, 2015).

Nesse sentido, surge a seguinte pergunta: as empresas brasileiras abertas que possuem maior transparência de suas ações de responsabilidade social em programas sociais obtêm melhores ratings de crédito emitidos pelas agências de avaliação externas?

Assim, o presente estudo tem por objetivo analisar se a evidenciação de informações sociais dessas empresas está associada a melhores ratings de crédito emitidos pelas principais agências de *rating* (SeP, Fitch e Moody's), verificando se a transparência das ações de responsabilidade social influencia positivamente a avaliação de risco realizada pelas agências.

Esse estudo contribui à medida que busca discutir aspectos relevantes na determinação dos *ratings* de crédito, analisando se empresas que incorporam questões sociais em suas atividades são consideradas de menor risco de inadimplência e, se tal fator é precificado por meio dos *ratings* de crédito que estas recebem. Avança em relação a estudos anteriores que buscaram compreender os determinantes dos *ratings* de crédito (Brito *et al.*, 2009; Damasceno *et al.*, 2008; Fernandino *et al.*,

---

<sup>1</sup> ESG – sigla que representa em inglês os termos “*environmental, social and governance*”.

2014; Murcia *et al.*, 2014; Lima *et al.*, 2018; Antônio *et al.*, 2020) à medida que insere a discussão ora proposta (ações externas de responsabilidade social corporativa).

Já em comparação aos estudos de Attig *et al.* (2013), Jiraporn *et al.* (2014), Boubaker *et al.* (2020), Höck *et al.* (2020) e Li *et al.* (2020) amplia a análise ao buscar compreender a avaliação dos analistas de *ratings* de crédito quanto a evidenciação de recursos alocados em programas sociais, que se apresentam como o item de maior discricionariedade por parte do gestor e, portanto, pode abrir canais de expropriação de riqueza do acionista (inclusive para o uso do *greenwashing*) e consequentemente, ser considerada como de maior risco.

Como implicações práticas, o estudo contribui ao buscar evidenciar quais os níveis de *rating* de crédito são mais impactados na avaliação das agências em relação às informações sociais e com isso, identificar características que podem ser consideradas como mitigadoras do risco de crédito.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Ratings de Crédito e seus Determinantes

A decisão de investir passa por um processo de análise dos diversos tipos de riscos, dentre eles o risco de crédito (Brito *et al.*, 2009; Monteiro e Bressan, 2021). Nesse sentido, as agências de *rating* apresentam-se como intermediárias das informações publicamente disponíveis para os mais diversos ativos com o objetivo de analisar as probabilidades de *default* e emitir uma classificação para empresas, títulos específicos ou países, com finalidade de auxiliar investidores e entidades na tomada de decisão (Murcia *et al.*, 2014).

*Rating* de crédito é uma das ferramentas utilizadas na avaliação de risco de crédito, tanto do setor público quanto do setor privado, que tem por objetivo a avaliação sobre a capacidade da entidade em honrar seus compromissos financeiros dentro de um prazo determinado (Brito *et al.*, 2009; Soares *et al.*, 2012).

*Rating* também é definido como uma classificação de risco, feita por analistas de empresas especializadas, que deve facilitar a análise de investimentos, uma vez que forma junto aos investidores, uma opinião sobre a qualidade dos títulos emitidos por determinada empresa e ainda serve como parâmetro para determinação das taxas de juros que esses títulos oferecem (Soares *et al.*, 2012; Lima *et al.*, 2018).

As classificações de crédito permitem que os investidores avaliem facilmente as propriedades de risco de um grande número de empresas usando uma escala simples e normalmente conhecida pelos

agentes que atuam no mercado financeiro, bem como, parte do público em geral (Carvalho e Marques, 2020). Adicionalmente, as classificações de crédito se apresentam como um mecanismo útil para que os investidores identifiquem em que medida estão dispostos a assumir uma posição de maior ou menor risco (Jiraporn *et al.*, 2014).

Nesse contexto, espera-se que o *rating* de crédito atue como redutor da assimetria informacional existente entre a entidade emissora e seus investidores, trazendo benefícios não somente para os investidores, mas também para as empresas, à medida que uma natural redução das incertezas relacionadas ao não pagamento da dívida e, com isso, estas empresas conseguem captar recursos no mercado a um custo menor (Rodrigues e Galdi, 2017; Badoer e Demiroglu, 2019).

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

Apesar da não evidenciação de quais variáveis são utilizadas para formular a classificação do risco pelas agências de *rating*, algumas pesquisas se dedicaram a estudar quais variáveis financeiras (Brito *et al.*, 2009; Damasceno *et al.*, 2008; Fernandino *et al.*, 2014; Murcia *et al.*, 2014; Lima *et al.*, 2018; Antônio *et al.*, 2020) e não financeiras (Soares *et al.*, 2012; Pereira e Martins, 2015) podem influenciar na determinação do *rating* de crédito das empresas brasileiras abertas.

Brito *et al.* (2009) argumentam que a probabilidade de *default* das empresas, ou seja, a probabilidade de estas não arcarem com seus compromissos financeiros, está relacionada ao seu desempenho econômico-financeiro. Assim, índices contábeis que demonstrem a situação da empresa são capazes de capturar os riscos antes da ocorrência do *default*. Nessa linha, há uma série de estudos que apontam as características que contribuem no estabelecimento do *rating* de crédito, tais como: tamanho (Fernandino *et al.*, 2014; Bhojraj e Sengupta, 2003; Soares *et al.*, 2012; Lima *et al.*, 2018; Jiang e Packer, 2019); menor endividamento (Damasceno *et al.*, 2008; Lima *et al.*, 2018); índice de cobertura de juros (Soares *et al.*, 2012; Brito *et al.*, 2009); lucratividade e desempenho no mercado financeiro (Murcia *et al.*, 2014), além de mecanismos de governança corporativa (Pereira e Martins, 2015).

Nesse contexto de variáveis determinantes acerca do risco de crédito, tem-se as variáveis não financeiras, e no caso desta pesquisa, aquelas relacionadas à responsabilidade social corporativa, que,

embora detenha atenção de parte dos *stakeholders*, ainda demandam de maior compreensão por parte dos estudos, como estas são consideradas na avaliação por parte das agências de *rating* na determinação de sua classificação de risco.

### 2.2 Responsabilidade Social Corporativa e Risco de Crédito

Há estudos que realçam os benefícios do envolvimento das empresas com atividades sociais, como menor risco, menor custo de capital, melhor gestão de recursos financeiros e melhor imagem empresarial (Gonçalves et al., 2013; Jo e Na, 2012; Abernathy et al., 2017; Eliwa et al., 2021). Entretanto, tais benefícios ainda são controversos, haja vista que há pesquisas que apontam que ações de RSC, caso não sejam bem direcionadas, podem ir de encontro aos interesses dos acionistas (Cooper e Owen, 2007; Barnea e Rubin, 2010; Bhandari e Javakhadze, 2017) ou ainda servirem para demonstrar uma imagem não verdadeira sobre tais ações – o chamado *greenwashing* (Gatti et al., 2019; Kurpierz e Smith, 2020).

Essas três correntes teóricas (mitigação do risco, superinvestimento e *greenwashing*) representam perspectivas complementares sobre o papel da RSC na percepção de risco. Enquanto a primeira sustenta que a adoção de práticas sociais aumenta a confiança dos stakeholders e reduz a probabilidade de inadimplência (Abernathy et al., 2017; Eliwa et al., 2021), a segunda argumenta que tais investimentos podem gerar ineficiências e reduzir o retorno aos acionistas (Jiraporn *et al.*, 2014). A terceira corrente, por sua vez, alerta para o risco de divulgação enviesada, em que a empresa utiliza o discurso social para mascarar condutas oportunistas (Seele e Gatti, 2017). Essa diversidade de perspectivas sobre RSC e risco de crédito evidencia a importância de aprofundar o debate, estimulando investigações que analisem de que forma as informações sociais são consideradas pelas agências de *rating*.

Os resultados de Cormier *et al.* (2009), Lee (2017) e Cui *et al.* (2018) corroboram com a visão da mitigação do risco, no qual afirmam que o engajamento em atividades de responsabilidade social reduz o risco corporativo uma vez que desenvolve uma boa reputação da empresa perante o mercado. Porém, segundo Jiraporn *et al.* (2014), realizar investimentos em RSC pode representar um desperdício de recursos, além de um conflito entre os interesses do gestor e do acionista dado que configura como desvio do objetivo primordial da organização (Nardi, 2021). Ao invés disso, os gestores poderiam estar utilizando esses recursos para identificar e financiar boas oportunidades de investimentos financeiros que gerassem riqueza para seus acionistas (Bhandari e Javakhadze, 2017), especialmente quando se trata de recursos alocados em ações de responsabilidade social externa – tais como doações à

programas e projetos sociais. Nessa linha, Barnea e Rubin (2010) argumentam que os investimentos em atividades de responsabilidade social não maximizam o valor da empresa.

Sob a ótica da prestação de contas, para Gatti, Seele e Rademacher (2019) em razão das informações existentes nos relatórios de responsabilidade social serem predominantemente voluntárias, cria-se um espaço, denominado pelos autores como “zona cinzenta”, para o uso de narrativas enganosas (*greenwashing*), o que sob a ótica do investidor externo representa maior risco no processo de alocar, manter ou realizar a venda de seus ativos (ações), reforçando as afirmações de Bhandari e Javakhadze (2017) e Barnea e Rubin (2010) em que as empresas devem se concentrar em investir recursos que maximizem seu valor econômico considerando o seu *core* de atuação.

Portanto, alguns estudos buscaram analisar a forma como as informações acerca de RSC são processadas e avaliadas pelas agências de *ratings* de crédito, que é multifacetada (Attig *et al.*, 2013; Jiraporn *et al.*, 2014; Kim e Kim, 2014; Chang *et al.*, 2017; Devalle *et al.*, 2017; Boubaker *et al.*, 2020; Höck *et al.*, 2020). De um modo geral, tais estudos estão centrados na hipótese de que a RSC, com foco nas questões ambientais, sociais e de governança (ESG), faz com que a empresa desenvolva uma cultura organizacional que contribui para que suas ações internas e externas sejam mais transparentes e, como consequência, seja considerada menos arriscada. Com isso, revelam a existência de uma relação positiva entre responsabilidade social e *ratings* de crédito.

Nessa linha, Peloza (2006) e Godfrey *et al.* (2009) afirmam que o investimento em RSC, particularmente em programas sociais externos, funciona como um capital moral positivo, semelhante a um seguro capaz de proteger a empresa de eventos adversos futuros. Sob essa ótica, as empresas socialmente engajadas tendem a ser percebidas como menos arriscadas. Contudo, tal aspecto ainda não foi amplamente explorado sob a ótica específica das agências de *rating* de crédito, foco do presente estudo.

Além disso, Chang *et al.* (2017) argumentam que as agências de *rating* valorizam as atividades de RSC como um canal de construção de confiança, uma vez que práticas responsáveis mitigam as preocupações com risco moral e evitam que a empresa incorra em custos adicionais por exercer atividades socialmente irresponsáveis. Resultados semelhantes foram observados por Boubaker *et al.* (2020), Höck *et al.* (2020) e Li *et al.* (2020), que evidenciam que empresas com maior engajamento em ações de sustentabilidade e responsabilidade social têm acesso a crédito com custos menores em relação àquelas com menor desempenho nessas áreas.

De forma complementar, Oliveira *et al.* (2018) destacam que empresas com maiores índices de evidência social atraem maior cobertura de analistas, por apresentarem informações adicionais quanto ao seu ambiente corporativo. Essa maior atenção por parte dos analistas causa um impacto positivo na qualidade da informação e pode influenciar positivamente suas análises (Ioannou e Serafeim, 2010; Dhaliwal *et al.*, 2012; Lee, 2017).

Como resultado disso, Jiraporn *et al.* (2014) apontam que o benefício da RSC reflete-se nas classificações de crédito da empresa, de forma que estas apresentem uma melhora na classificação de crédito em até 4,5%. De forma convergente, Eliwa *et al.* (2021) observaram que o desempenho ESG promove maior credibilidade às empresas, reduzindo o seu risco de crédito e, conseqüentemente, o custo de capital cobrado pelas instituições financeiras, sendo esses efeitos mais pronunciados em países onde a comunidade local exerce papel de destaque entre as partes interessadas.

Na mesma direção, Devalle *et al.* (2017) argumentam que o desempenho ambiental, social e de governança deve ser considerado nas análises de crédito e nas classificações de risco dos tomadores de empréstimos das empresas, uma vez que tais práticas afetam positivamente os fluxos de caixa no longo prazo e reduzem a probabilidade de inadimplência.

Segundo Attig *et al.* (2013), empresas socialmente responsáveis têm sua percepção de risco reduzida por, pelo menos, três mecanismos: (a) aprimoram as relações com *stakeholders*, fortalecendo sua sustentabilidade de longo prazo; (b) sinalizam o uso eficiente de recursos e melhor desempenho financeiro; e (c) reduzem a probabilidade de incorrerem em custos decorrentes de condutas socialmente irresponsáveis. Dessa forma, as agências de rating, que dispõem de maior experiência e capacidade analítica que o investidor médio (Jiraporn *et al.*, 2014), tendem a capturar esses benefícios e refleti-los em melhores classificações de crédito (Basu *et al.*, 2021).

Portanto, diante da diversidade de achados sobre RSC e Risco de Crédito, reforça-se a necessidade de investigar empiricamente como as informações sociais são avaliadas pelas agências de rating no contexto brasileiro, assumindo-se a seguinte hipótese de pesquisa:

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

### 3 METODOLOGIA

A pesquisa tem natureza quali-quantitativa. Os dados para compor índice de *social disclosure* (ISD) foram extraídos a partir de informações dos relatórios anuais e relatórios de sustentabilidade das empresas, com o uso da técnica de análise de conteúdo (Bardin, 2016).

A amostra dessa pesquisa é composta pelas empresas brasileiras abertas listadas no índice IBrX-100 da BMEFBovespa, dada a sua representatividade e possibilidade de se obter sua classificação por agências de rating por terem maior cobertura pelos analistas. Empresas com baixa cobertura de analistas podem gerar distorções em sua classificação ou ainda simplesmente não serem avaliadas pelas principais agências de rating utilizadas no estudo (SeP, Fitch Rating e Moody's). Desse modo, a amostra inicial contemplou as 100 ações que compunham o índice mencionado ao final do ano de 2017.

A escolha por utilizar as empresas do IBrX-100, e não todas as listadas na B3, fundamenta-se na necessidade de assegurar maior disponibilidade e qualidade das informações analisadas. Esse grupo concentra as companhias de maior liquidez e relevância no mercado de capitais brasileiro, que tendem a apresentar melhor divulgação de relatórios socioambientais e maior cobertura por parte das agências de rating. Assim, a utilização do IBrX-100 reduz significativamente a ausência de dados e amplia a confiabilidade dos resultados. Além disso, a inclusão dos ratings de três diferentes agências (SeP, Fitch e Moody's) representa uma estratégia adicional para ampliar a amostra e garantir maior representatividade.

Entretanto, para as empresas que apresentavam tanto ações ordinárias (ON) quanto ações preferenciais (PN), foram excluídas da amostra a classe de ações que apresentava menor histórico de dados a fim de evitar a dupla contagem das empresas. Foram excluídas também, as empresas que são controladas por alguma outra integrante do índice, pois a coleta dos dados da controladora já dispõe dos dados da controlada ou subsidiária. Nesses aspectos foram excluídas 12 empresas. Os 6 bancos constantes na amostra inicial também foram excluídos dadas as suas peculiaridades com relação a obtenção de índices financeiros. Considerando que os *ratings* de crédito são o objeto central do estudo, também foram excluídas da amostra outras 19 empresas que não apresentaram *ratings* de crédito em nenhum dos anos compreendidos no estudo. Desse modo, a amostra final constituiu-se em um total de 63 empresas, identificando-se a disponibilidade dos dados para um período de 13 anos consecutivos, 2007 a 2019.

## Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

**Tabela 1.**

Seleção da amostra final.

Etapas de seleção da amostra	Quantidade de empresas	de Justificativa
Empresas listadas no IBRX-100 (base inicial)	100	Representatividade e liquidez no mercado brasileiro
Exclusão de ações duplicadas (ON/PN) e empresas controladas	-12	Evitar dupla contagem das mesmas empresas
Exclusão de bancos	-6	Estrutura financeira diferenciada
Exclusão de empresas sem rating em pelo menos um dos períodos de análise	-19	Variável dependente ausente
<b>Amostra final</b>	<b>63</b>	

Fonte: Elaboração própria

A amostra final compõe um painel desbalanceado, pois é composta apenas por empresas, que, de forma concomitante, possuem capital aberto e dispõem de alguma avaliação de *rating* realizada por uma das três principais agências (SeP, Fitch *Rating* e Moody's) para pelo menos um dos anos estudados. Desse modo, apenas 33 empresas fazem parte da amostra em 2007, sendo que as 30 empresas restantes abriram capital ou adquiriram algum *rating* de crédito no decorrer dos anos.

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

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

Ocorre que as agências de *rating* podem adotar critérios diferentes de mensuração do risco de crédito e, por esse motivo, buscou-se identificar se os *ratings* das agências Fitch *Ratings* e Moody's podem ser utilizados como substitutos quando não há *ratings* da agência SeP. Para isso, foi realizada a correlação de Spearman entre os *ratings* emitidos pelas três agências durante o período da amostra (2007-2019) e os resultados indicam uma correlação positiva e significativa (1%), sinalizando que a utilização dos *ratings* emitidos pelas três agências distintas são compatíveis, e portanto, adequada para seu uso em conjunto.

Cada uma dessas agências divulga seus *ratings*, representados por letras, de forma não padronizada. No entanto, os *ratings* são, geralmente, definidos em uma escala entre AAA que

## Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

representa menor risco de crédito e D que representa maior risco de crédito. Assim, buscou-se analisar as escalas de cada uma das agências e verificar suas semelhanças a fim de criar uma escala ordinal, seguindo o mesmo procedimento realizado por Attig et al. (2013). Com esse cuidado metodológico, assegurou-se o rigor e a comparabilidade entre as classificações, garantindo consistência na construção da variável dependente. Com isso, chegou-se à tabela 2, que demonstra a escala ordinal a ser considerada no estudo.

**Tabela 2.**

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

S&P	Fitch	Moody's	Conversão Numérica
brAAA	AAA(bra)	Aaa.br	8
brAA+	AA+(bra)	Aa1.br	
brAA	AA(bra)	Aa2.br	7
brAA-	AA-(bra)	Aa3.br	
brA+	A+(bra)	A1.br	
brA	A(bra)	A2.br	6
brA-	A-(bra)	A3.br	
brBBB+	BBB+(bra)	Baa1.br	
brBBB	BBB(bra)	Baa2.br	5
brBBB-	BBB-(bra)	Baa3.br	
brBB+	BB+(bra)	Ba1.br	
brBB	BB(bra)	Ba2.br	4
brBB-	BB-(bra)	Ba3.br	
brB+	B+(bra)	B1.br	
brB	B(bra)	B2.br	3
brB-	B-(bra)	B3.br	
brCCC+	CCC+(bra)	Caa1.br	
brCCC	CCC(bra)	Caa2.br	2
brCCC-	CCC-(bra)	Caa3.br	
brCC	CC(bra)	Ca.br	
brC	C(bra)	C.br	1

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

Após a identificação dos *ratings* de crédito, variável dependente do estudo, foram obtidos os relatórios anuais e de sustentabilidade e, na falta desses relatórios, foram utilizadas as demonstrações financeiras padronizadas (DFP's), para coletar as informações sociais e mensurar o nível de evidência social. Para isso utilizou-se o índice de *social disclosure*, elaborado por Gonçalves *et al.* (2014), que propõe uma avaliação qualitativa das informações em uma escala entre restrito e amplo, cujo detalhamento está no quadro 1.

# Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

## Quadro 1.

Indicadores do índice de *social disclosure*

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

Fonte: Gonçalves *et al.* (2014) – tradução livre<sup>2</sup>

As informações que compõem as 13 variáveis apresentadas no quadro 1 foram classificadas em um dos quatros níveis propostos por Gonçalves *et al.* (2014), a saber: “restrito”, quando a empresa não divulga a informação; “baixo”, a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto, entretanto não o faz por programa social ou área de atuação; “médio”, quando a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto, fazendo-a por área de atuação ou por alguns programas sociais; “alto”, quando a empresa divulga a informação de maneira analítica. Essas classificações foram transformadas em uma escala numérica, em que as classificações “restrito”, “baixo”, “médio” e “alto”, receberam as pontuações 1, 2, 3, e 4, respectivamente.

Também foram inseridas no modelo econométrico variáveis que, a partir de estudos anteriores, foram consideradas como determinantes do *rating* de crédito, de forma a controlar seus efeitos sobre a variável dependente e dar maior robustez ao resultado, sendo elas: tamanho, endividamento,

<sup>2</sup> Maior detalhamento acerca dos critérios acerca da coleta dos dados pode ser obtido no estudo original.

lucratividade, cobertura de juros, desempenho no mercado financeiro, internacionalização, governança corporativa e convergência.

O tamanho da empresa foi mensurado pelo logaritmo natural do total de ativos. Espera-se uma relação positiva entre o tamanho e o rating de crédito, pois empresas maiores tendem a apresentar estrutura mais sólida, melhor acesso a recursos e menor risco de inadimplência (Bhojraj e Sengupta, 2003; Soares *et al.*, 2012; Jiraporn *et al.*, 2014; Attig *et al.*, 2013; Murcia *et al.*, 2014; Fernandino *et al.*, 2014).

O endividamento foi calculado pela razão entre capital de terceiros e ativo total. Espera-se uma relação negativa entre endividamento e rating de crédito, visto que quanto maior a dependência de capital de terceiros, maior o risco financeiro e, conseqüentemente, menor a nota de crédito atribuída (Damasceno *et al.*, 2008; Attig *et al.*, 2013; Murcia *et al.*, 2014; Lima *et al.*, 2018).

A lucratividade foi mensurada pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), obtido pela relação entre lucro líquido e patrimônio líquido (Murcia *et al.*, 2014). Empresas mais lucrativas demonstram maior capacidade de geração de caixa e menor probabilidade de inadimplência (Gray *et al.*, 2006), sendo esperado um efeito positivo sobre o rating de crédito.

A cobertura de juros foi obtida pela razão entre o EBITDA e a despesa financeira (Soares *et al.*, 2012; Murcia *et al.*, 2014). Essa medida reflete a capacidade da empresa em honrar suas obrigações financeiras; portanto, espera-se uma relação positiva com o rating de crédito (Gray *et al.*, 2006).

O desempenho de mercado foi calculado pela razão entre o preço da ação e o valor patrimonial por ação (Murcia *et al.*, 2014). Empresas com bom desempenho no mercado acionário tendem a ser percebidas como menos arriscadas pelos investidores, o que se traduz em melhores classificações de crédito. Assim, espera-se uma relação positiva.

A internacionalização foi representada por variável binária, sendo 1 para empresas com ações negociadas na Bolsa de Nova Iorque (NYSE) e 0 caso contrário. Segundo Silva *et al.* 2012, empresas com ADRs estão sujeitas a maior transparência e padrões mais rigorosos de divulgação, reduzindo o risco percebido (Murcia *et al.*, 2014). Portanto, espera-se um efeito positivo no rating de crédito.

A governança corporativa foi identificada por variável binária, com valor 1 para empresas listadas no Nível 2 ou Novo Mercado da B3 e 0 para as demais (Murcia *et al.*, 2014; Pereira e Martins, 2015). A boa governança reduz conflitos de agência e aumenta o monitoramento das decisões corporativas (Bhojraj e Sengupta, 2003; Soares *et al.*, 2012), sendo esperado um impacto positivo sobre o rating de crédito.

## Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

A variável convergência foi inserida no modelo para controlar os efeitos decorrentes das alterações societárias promovidas pela adoção às normas internacionais a partir das informações divulgadas nas demonstrações consolidadas a partir de 2010. A adoção das normas internacionais traz maior credibilidade para o mercado (Ling-Ching et al., 2013), esperando-se uma relação positiva com os *ratings* de crédito.

**Tabela 3.**

Variáveis de controle - determinantes do *rating* de crédito.

Variável	Sigla	Mensuração	Sinal esperado	Referências
Tamanho	T	Logaritmo natural do total de ativos	+	Bhojraj e Sengupta (2003); Soares et al. (2012)
Endividamento	E	Capital de terceiros / Ativo total	-	Damasceno et al. (2008); Murcia et al. (2014); Lima et al., 2018
Lucratividade	L	Lucro líquido / Patrimônio líquido (ROE)	+	Gray et al. (2006); Murcia et al. (2014)
Cobertura de juros	CJ	EBITDA / Despesa financeira	+	Gray et al. (2006); Soares et al. (2012)
Desempenho no mercado	DES	Preço da ação / Valor patrimonial por ação	+	Murcia et al. (2014)
Internacionalização	I	1 = com ADR; 0 = sem ADR	+	Silva (2013); Murcia et al. (2014)
Governança corporativa	GC	1 = Nível 2/Novo Mercado; 0 = outros	+	Bhojraj e Sengupta (2003); Pereira e Martins (2015)
Convergência	CONV	1 = 2010 a 2019; 0 = 2007 a 2009	+	Ling-Ching et al., 2013

Fonte: Elaboração própria

Considerando as variáveis de controle mencionadas como determinantes dos *ratings* de crédito, apresenta-se a equação (1) a seguir, a fim de testar a hipótese (H<sub>1</sub>) do trabalho, que foi estimada na forma de painel:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 T_{it} + \beta_3 E_{it} + \beta_4 L_{it} + \beta_5 CJ_{it} + \beta_6 DES_{it} + \beta_7 I_{it} + \beta_8 GC_{it} + \beta_9 ISD_{it} + \beta_{10} CONV_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Onde:

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

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

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

## Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

---

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

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

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

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

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

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

$CONV_{it}$ : convergência, adoção às normas internacionais da  $i$  – ésima empresa no período  $t$ , variável binária que será 1 para os anos 2010 a 2019 e 0 para os anos 2007 a 2009.

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

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

Adicionalmente, em razão da análise das agências de *rating* emitirem suas classificações em momento posterior à divulgação dos relatórios de sustentabilidade ou das demonstrações financeiras, foi realizado teste adicional utilizando-se as variáveis independentes de forma defasada ( $t-1$ ) conforme o modelo a seguir.

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 T_{it-1} + \beta_3 E_{it-1} + \beta_4 L_{it-1} + \beta_5 CJ_{it-1} + \beta_6 DES_{it-1} + \beta_7 I_{it} + \beta_8 GC_{it-1} + \beta_9 ISD_{it-1} + \beta_{10} CONV_{it-1} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Apesar de se buscar realizar este procedimento adicional conforme evidenciado no modelo da equação (2), não é possível atribuir com precisão se as informações utilizadas pelas agências de *rating* possuem somente 1 *lag* de diferença, contudo, por se tratarem de empresas que normalmente apresentam um acompanhamento contínuo pelos analistas, acredita-se que ainda que se utilizem *lags* adicionais, os resultados não devem ser significativamente diferentes. Por fim, utilizou-se dados anuais, sobretudo, porque a principal variável de interesse (informações sociais) é divulgada somente nessa base.

Adicionalmente, foram realizados testes de robustez dos resultados com a estimação pelo modelo probit ordenado, assim como realizado por Attig et al. (2013).

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Análise descritiva dos resultados

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

Inicialmente, com objetivo de analisar a tendência dos *ratings* de crédito em relação ao nível de *social disclosure*, tem-se uma análise descritiva dos dados. Para realização dessa análise, utilizou-se a divisão proposta por Gonçalves *et al.* (2012), de modo a classificar o nível de evidenciação social (ISD) das empresas em quatro categorias: ruim, baixo, médio e alto. Dessa forma, considerando que o valor total do ISD para cada ano varia entre 13 pontos (13 variáveis do ISD avaliadas como restrito) e 52 pontos (13 variáveis do ISD avaliadas como amplo), dividiu-se as pontuações em quartis, conforme quadro 2.

#### Quadro 2.

Quartis do nível de *social disclosure* - total

Quartis	Pontuação	Nível de Disclosure
Primeiro	de 13 a 26 pontos	Ruim
Segundo	de 27 a 32 pontos	Baixo
Terceiro	de 33 a 35 pontos	Médio
Quarto	de 36 a 52 pontos	Alto

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

A classificação proposta também serviu de parâmetro para classificar a pontuação dos *ratings* de crédito como alto, médio e baixo. A pontuação dos *ratings* está entre 8 pontos (melhor *rating*) e 1 ponto (pior *rating*). Em nenhum dos períodos da amostra alguma empresa recebeu um *rating* classificado como 1. Das 673 observações apenas 3 observações tiveram *rating* classificado como 2; 4 observações com *rating* 3 e 5 observações com *rating* 4. Essas 12 observações representam apenas 1,78% da amostra, demonstrando que a maior parte se situa no *rating* entre 5 e 8. Ainda, optou-se por classificar os *ratings* por quartis de modo a obter melhor visualização dos dados. Dessa forma, tem-se que 25% da amostra dos *ratings* foram classificadas até o nível 6, 50% até o nível 7 e 75% ou mais foram classificadas no nível 8, conforme apresentado no quadro 3.

## Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

### Quadro 3.

Quartis do nível *rating* de crédito – total.

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

Fonte: Elaboração própria

A partir das classificações por quartis, foi elaborada a tabela 4 na qual evidencia-se a análise cruzada dos dados descritivos das variáveis de interesse – *social disclosure* e *rating* de crédito – das empresas para o período analisado.

### Tabela 4.

Quantidade de observações por nível de ISD e *Ratings* de crédito de 2007 a 2019.

<i>Ratings</i> de Crédito	Níveis de ISD								
		Ruim		Baixo		Médio		Alto	
<b>Baixo</b>	2	2	1,16%	1	0,48%	0	0,00%	0	0,00%
	3	2	1,16%	0	0,00%	2	1,30%	0	0,00%
	4	4	2,31%	0	0,00%	1	0,65%	0	0,00%
	5	19	10,98%	16	7,69%	7	4,55%	1	0,72%
<b>Médio</b>	6	49	28,32%	27	12,98%	18	11,69%	21	15,22%
	7	68	39,31%	102	49,04%	80	51,95%	81	58,70%
<b>Alto</b>	8	29	16,76%	62	29,81%	46	29,87%	35	25,36%
<b>TOTAL</b>		173	100,00%	208	100,00%	154	100,00%	138	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa (2020).

Os resultados mostram uma tendência clara: empresas com maiores níveis de evidência social (ISD alto) estão associadas a melhores ratings de crédito, enquanto aquelas com ISD ruim concentram-se nos níveis mais baixos de classificação. Nenhuma empresa com ISD alto recebeu rating entre 2 e 4, e apenas uma foi avaliada com rating 5, enquanto 43,93% das empresas com ISD ruim foram classificadas nos níveis mais baixos. Esses resultados iniciais reforçam a hipótese central do estudo e são consistentes com evidências de pesquisas anteriores (Baraibar-Diez e Sotorrio, 2018; Höck et al., 2020; Eliwa et al., 2021), que indicam que empresas mais transparentes socialmente são percebidas como menos arriscadas e mais comprometidas com uma gestão responsável.

Além disso, observa-se que, embora exista um aparente benefício associado à divulgação social, a maioria das empresas ainda apresenta níveis reduzidos de evidência social: 30,91% situam-se no ISD baixo e 25,71% no ISD ruim. Essa predominância de baixos níveis de *disclosure* indica que, apesar do avanço das práticas de sustentabilidade corporativa no Brasil, a transparência social ainda não é

amplamente consolidada entre as companhias abertas. Esse resultado está em linha com estudos nacionais (Gonçalves et al., 2013; Pereira e Martins, 2015), que apontam para um estágio ainda incipiente de divulgação social no contexto brasileiro.

De maneira geral, os resultados descritivos sugerem que o *social disclosure* pode funcionar como um sinal positivo para o mercado e para as agências de rating, fortalecendo a percepção de confiança e reduzindo o risco percebido. Esses achados descritivos, portanto, fornecem suporte inicial à hipótese H1, de que empresas com maiores índices de *social disclosure* tendem a receber melhores ratings de crédito.

A fim de aprofundar essa relação e verificar sua significância estatística, a próxima seção apresenta os resultados econométricos obtidos por meio das regressões quantílicas e dos modelos probit ordenados, que permitem testar a robustez dos achados.

### 4.2 Estimações dos modelos econométricos por regressões quantílicas

Nesta seção apresentam-se e discutem-se os resultados dos modelos de regressão propostos pelas equações (1) e (2) de forma a responder ao problema de pesquisa e trazer as conclusões sobre a hipótese ( $H_1$ ) do trabalho.

Em virtude de os dados serem não normais (teste JB p-valor < 0,05) os modelos foram estimados por meio de uma regressão quantílica. Segundo Koenker e Bassett (1978), por não se fundamentar na hipótese de normalidade dos resíduos é robusta para estimar modelos em que os dados não apresentem normalidade.

Para verificar se o uso da regressão quantílica é adequada nesse caso utilizou-se o teste de Wald, em que sua hipótese nula é de que os coeficientes são iguais entre os quantis, cujo rejeitou a hipótese nula (p-valor < 0,05), indicando que a regressão quantílica é adequada pois os coeficientes são estatisticamente diferentes entre os quantis. Adicionalmente, a análise por meio de quantis é especialmente útil neste estudo por permitir estratificar os níveis de *social disclosure* e de *rating*, apontando em quais deles há maiores benefícios em uma maior divulgação em relação a nota de risco atribuída pelas agências avaliadoras.

Na tabela 5 apresenta-se o modelo estimado por meio de uma regressão quantílica com base em três quantis (0,25; 0,50; 0,75). Cabe destacar que, conforme indicado na análise descritiva, o quantil 0,75 compreende as empresas com *rating* máximo (8 pontos), enquanto os quantis 0,25 e 0,50 concentram aquelas com maior variação de classificações, refletindo níveis mais heterogêneos de risco.

## Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

**Tabela 5.**

Resultados das regressões quantílicas para a variável dependente *Rating* de Crédito.

Modelo 1:  $Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 T_{it} + \beta_3 E_{it} + \beta_4 L_{it} + \beta_5 CJ_{it} + \beta_6 DES_{it} + \beta_7 I_{it} + \beta_8 GC_{it} + \beta_9 ISD_{it} + \beta_{10} CONV_{it} + \varepsilon_{it}$

Modelo 2:  $Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 T_{it-1} + \beta_3 E_{it-1} + \beta_4 L_{it-1} + \beta_5 CJ_{it-1} + \beta_6 DES_{it-1} + \beta_7 I_{it} + \beta_8 GC_{it-1} + \beta_9 ISD_{it-1} + \beta_{10} CONV_{it-1} + \varepsilon_{it}$

Variável/ Quantis	(1)			(2)		
	0.25	0.50	0.75	0.25	0.50	0.75
	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)	Coefficiente (p-valor)
Constante	1.9171 (0.0035)	2.8328 (0.0000)	3.2655 (0.0000)	1.8666 (0.0023)	3.1543 (0.0000)	3.9136 (0.0000)
ISD	<b>0.0367***</b> <b>(0.0001)</b>	<b>0.0180***</b> <b>(0.0001)</b>	0.0073 (0.1907)	<b>0.0358***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.0170***</b> <b>(0.0000)</b>	0.0121 (0.1502)
T	<b>0.2406***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.2565***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.2534***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.2648***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.2422***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.2071***</b> <b>(0.0004)</b>
E	<b>-2.1791***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>-1.9011***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>-1.4470***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>-2.4568***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>-2.0131***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>-1.6249***</b> <b>(0.0000)</b>
L	<b>0.4271***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.5023***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.5346*</b> <b>(0.0802)</b>	<b>0.4973***</b> <b>(0.0005)</b>	<b>0.5276***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.6560**</b> <b>(0.0012)</b>
CJ	-0.0003 (0.7232)	<b>-0.0006**</b> <b>(0.0267)</b>	-0.0004 (0.2583)	-0.0003 (0.7264)	<b>-0.0006**</b> <b>(0.0254)</b>	-0.0004 (0.2743)
DES	<b>0.0681***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.0620***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.0812***</b> <b>(0.0009)</b>	<b>0.0724***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.0622***</b> <b>(0.0000)</b>	<b>0.0734***</b> <b>(0.0007)</b>
GC	<b>0.2023*</b> <b>(0.0564)</b>	<b>0.1145**</b> <b>(0.0480)</b>	0.0090 (0.9325)	<b>0.2663***</b> <b>(0.0080)</b>	<b>0.1321**</b> <b>(0.0448)</b>	0.0457 (0.7044)
I	-0.1568 (0.1407)	-0.1107 (0.1126)	-0.1017 (0.5511)	<b>-0.2270**</b> <b>(0.0292)</b>	-0.1099 (0.1372)	-0.0143 (0.9469)
CONV	<b>0.6632**</b> <b>(0.0140)</b>	<b>0.2470***</b> <b>(0.0006)</b>	<b>0.2813***</b> <b>(0.0013)</b>	<b>0.4411***</b> <b>(0.0032)</b>	<b>0.2533***</b> <b>(0.0002)</b>	<b>0.3653***</b> <b>(0.0004)</b>
Nº Obs.	673	673	673	610	610	610
Pseudo-R <sup>2</sup>	<b>0.231603</b>	<b>0.100649</b>	<b>0.224952</b>	<b>0.247461</b>	<b>0.113585</b>	<b>0.204745</b>
R <sup>2</sup> ajustado	<b>0.221172</b>	<b>0.088441</b>	<b>0.214431</b>	<b>0.236173</b>	<b>0.100289</b>	<b>0.192816</b>
Prob(F)	<b>0.000000</b>	<b>0.000000</b>	<b>0.000000</b>	<b>0.000000</b>	<b>0.000000</b>	<b>0.000000</b>

Nota 1: ISD – índice de *social disclosure*; T – tamanho; E – endividamento; L – lucratividade; CJ – cobertura de juros; DES – desempenho no mercado financeiro; GC – governança corporativa; I – internacionalização; CONV – convergência internacional.

Nota 2: \*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Resultados da Pesquisa.

No que diz respeito à variável *social disclosure* (ISD), fonte de apreciação desse estudo, esta foi significativa nos quantis 0,25 e 0,50 e teve como resultado uma relação positiva com os *ratings* de crédito, conforme estudos que investigaram essa relação (Attig *et al.*, 2013; Jiraporn *et al.*, 2014; Kim e Kim, 2014; Chang *et al.*, 2017; Devalle *et al.*, 2017; Höck *et al.*, 2020) e conforme análise descritiva dos dados feita anteriormente. Dessa forma, a evidenciação social pode ser vista como um mecanismo de redução das incertezas dos credores com relação aos riscos da empresa, sendo essa redução do risco

percebida através dos melhores *ratings* de crédito inclusive aqueles emitidos pelas agências de *rating* (Höck *et al.*, 2020; Boubaker *et al.*, 2020; Li *et al.*, 2020).

Assim, os resultados corroboram a hipótese ( $H_1$ ) do trabalho que empresas com maiores níveis de evidenciação social são mais bem avaliadas pelas agências de *rating* e assim recebem melhores *ratings* de crédito. A evidenciação de informações sociais pode ser considerada um importante recurso que contribui para a criação de uma melhor reputação corporativa perante o mercado, sinalizando menor risco de crédito (Cabral, 2015; Odriozola e Baraibar-Diez, 2017).

Apesar disso, o nível de evidenciação social não foi significativo no quantil 0,75, sugerindo que no nível mais alto de *rating* a evidenciação social não é fator significativo pelos analistas como mecanismo de redução do risco de inadimplência, assim como mencionado por Höck *et al.* (2020). Isso sugere que quando uma empresa tem outros atributos que a classificam como menos arriscada, as questões sociais não são estatisticamente significantes para determinar suas classificações de risco de crédito. Entretanto, quando não contam com outras características observadas pelos analistas que indiquem menor risco, as questões sociais desenvolvidas por essas empresas passam a ser relevantes na sua classificação do risco de crédito, como se observa no quantil 0,25 em que sua classificação melhora em 3,66% ( $\beta=0.0367$ ) e no quantil 0,50 há uma melhora de 1,80% ( $\beta=0.0180$ ).

Dado que as informações sociais são utilizadas no processo de avaliação dos *ratings* de crédito e, conseqüentemente, na emissão da nota final para cada organização, foi realizada análise adicional a fim de compreender se os resultados estimados em *lag* com defasagem de 1 ano são consistentes com os apresentados anteriormente. Assim sendo, foram estimadas 3 novas regressões quantílicas (0,25, 0,50 e 0,75) conforme demonstrado anteriormente na equação (2) da tabela 5.

Os resultados das regressões estimadas em *lag-1* evidenciam a mesma tendência apresentada pelos resultados estimados de forma contemporânea ( $t_0$ ), ou seja, o nível de *social disclosure* está positivamente associado a um melhor *rating* de crédito para os quantis 0,25 e 0,50 e somente no quantil 0,75 não foi significativo estatisticamente, mas com sinal positivo.

Ao compararmos os betas estimados, constata-se certa estabilidade em termos percentuais, haja vista que no quantil 0,25 em *lag-1* tem-se uma melhora no *rating* de crédito equivalente a 3,58% enquanto que de forma contemporânea ( $t_0$ ) obteve-se 3,67%. Já para o quantil 0,50 em *lag-1* tem-se uma melhora no *rating* de crédito equivalente a 1,70% enquanto que de forma contemporânea ( $t_0$ ) obteve-se 1,80%.

Tais resultados de certo modo são esperados dado que as empresas que adotam de forma consistente uma política de responsabilidade social buscam tê-la de modo a repercutir em toda sua estratégia (Chang *et al.*, 2017; Nardi, 2021) de modo que seus benefícios sejam obtidos de forma sustentada seja por meio da redução do custo de capital (Boubaker *et al.*, 2020; Höck *et al.*, 2020; Li *et al.*, 2020; Eliwa *et al.*, 2021), seja para obter um diferencial competitivo por meio de uma melhor reputação em relação às demais empresas do setor (Cormier *et al.*, 2009; Lee, 2017; Cui *et al.*, 2018).

Portanto, no contexto brasileiro, onde a assimetria informacional ainda é elevada, essa transparência social pode ter um papel ainda mais relevante, servindo como um sinal de credibilidade, reputação e compromisso não somente das organizações para com a sociedade, mas também para com os acionistas, em especial, quanto a forma e a estratégia de alocação de recursos e os benefícios esperados dessa ação. Assim, empresas que comunicam melhor suas ações sociais acabam transmitindo maior confiança aos analistas e reduzindo a percepção de risco nas avaliações das agências de *rating*, o que é positivo não somente para os investidores, mas também para todos os envolvidos com as organizações à medida que promove um círculo virtuoso no qual as empresas comprometem-se em agir de forma responsável, assim como descrito por Carroll (1979).

Já em relação às variáveis de controle, observa-se que tamanho, endividamento, lucratividade, desempenho no mercado financeiro e convergência às normas internacionais foram significativas nos três quantis. O tamanho da empresa foi estatisticamente significativo e manteve em todos os quantis uma relação positiva a variável *rating* de crédito, corroborando os estudos de Soares *et al.* (2012) e Fernandino *et al.* (2014) que afirmam que empresas maiores geralmente dispõem de uma gestão mais profissionalizada, podendo influenciar na eficiência dos recursos e melhorar sua capacidade de pagamento.

A relação negativa entre a variável *rating* de crédito e endividamento já era esperada conforme estudos anteriores (Attig *et al.*, 2013; Murcia *et al.*, 2014; Lima *et al.*, 2018) que mencionam que o capital de terceiros é mais oneroso e, por isso, empresas mais endividadas têm maiores chances de não conseguir honrar com seus compromissos financeiros. Sendo assim, empresas mais endividadas tendem a receber *ratings* de crédito mais baixos.

O resultado mostra uma relação positiva entre *rating* de crédito e lucratividade, seguindo a mesma linha dos estudos de Gray *et al.* (2006) e Murcia *et al.* (2014) em que indicam que empresas mais lucrativas têm maior capacidade de gerar recursos capazes de pagar suas obrigações reduzindo assim a sua probabilidade de inadimplência.

A relação entre *rating* de crédito e a variável desempenho no mercado financeiro estudada até então no trabalho de Murcia *et al.* (2014) foi corroborada por esse estudo. A variável teve uma relação positiva e estatisticamente significativa com o *rating* conforme esperado, demonstrando que o desempenho das empresas no mercado financeiro, a partir do preço de mercado das ações, está positivamente relacionado na determinação dos *ratings* de crédito. Segundo Murcia *et al.* (2014) as agências de *rating* utilizam no seu modelo de classificação diversas variáveis que por vezes não são divulgadas ou são de difícil mensuração, assim o desempenho no mercado financeiro, por meio do preço das ações, captura essas medidas difíceis de identificar por outros meios.

A variável convergência apresentou relação positiva com os *ratings* de crédito, indicando que as alterações na legislação societária adotadas obrigatoriamente pelas empresas brasileiras a partir de 2010 tiveram impacto na classificação dos riscos de crédito. A adoção das normas internacionais melhora a qualidade da informação contábil e traz maior credibilidade para o mercado (Ling-Ching *et al.*, 2013), resultando em melhores *ratings* de crédito.

Quanto a variável cobertura de juros, esperava-se uma relação positiva com os *ratings* de crédito, pois maior cobertura de juros representaria melhor capacidade da empresa de honrar suas despesas financeiras previstas e com isso há uma redução do risco de inadimplência (Soares *et al.*, 2012). Entretanto, os resultados sugerem uma relação negativa e significativa no quantil 0,50 com os *ratings* de crédito, que é contrário a relação esperada. Nesse caso, se a despesa financeira é significativamente alta os analistas das agências de *rating* poderiam estar classificando essas empresas como mais arriscadas mesmo que haja capacidade financeira para honrar as despesas.

A governança corporativa pode funcionar como um mecanismo de monitoramento das decisões dos gestores da empresa e, por isso, apresentam menor risco (Bhojraj e Sengupta, 2003). Os resultados corroboram com isso, demonstrando nos quartis 0,25 e 0,50 que empresas com maior nível de governança apresentam melhores *ratings* de crédito.

A variável internacionalização apresentou relação negativa e significativa com o *rating* de crédito apenas no quantil 0,50 da equação em *lag-1*, indo de encontro aos estudos que afirmam que empresas brasileiras com ações negociadas na NYSE, possivelmente por estarem sujeitas a maior rigor e maior transparência de informação, e com isso receberiam uma melhor classificação na avaliação do risco de crédito (Silva *et al.*, 2012; Murcia *et al.*, 2014).

As variáveis de controle, por sua vez, confirmam a coerência do modelo e mostram que os *ratings* de crédito refletem não apenas aspectos financeiros, mas também práticas de governança e

## Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

qualidade da informação. Esses resultados, em conjunto, indicam que a credibilidade corporativa acerca das ações de responsabilidade social externa no contexto brasileiro depende tanto do desempenho econômico quanto da capacidade das empresas de comunicar de forma consistente suas ações sociais e sua postura responsável perante o mercado de capitais.

### 4.3 Teste de robustez dos resultados pela estimação de regressões probit ordenadas

Foram estimadas duas regressões em painel probit ordenadas ( $t_0$  e  $t_{-1}$ ) com vistas a testar a robustez dos resultados estimados pelas regressões quantílicas. Para tanto, as regressões foram estimadas pelos erros-padrão clusterizados robustos para heterocedasticidade e autocorrelação serial, cujos resultados encontram-se a seguir.

**Tabela 6.**

Resultados das regressões probit ordenadas para a variável dependente *Rating* de Crédito.

Modelo 1:  $Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 T_{it} + \beta_3 E_{it} + \beta_4 L_{it} + \beta_5 CJ_{it} + \beta_6 DES_{it} + \beta_7 I_{it} + \beta_8 GC_{it} + \beta_9 ISD_{it} + \beta_{10} CONV_{it} + \varepsilon_{it}$

Modelo 2:  $Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 T_{it-1} + \beta_3 E_{it-1} + \beta_4 L_{it-1} + \beta_5 CJ_{it-1} + \beta_6 DES_{it-1} + \beta_7 I_{it} + \beta_8 GC_{it-1} + \beta_9 ISD_{it-1} + \beta_{10} CONV_{it-1} + \varepsilon_{it}$

Variável	(1)			(2)		
	Coefficiente	Erro-padrão	z (sig)	Coefficiente	Erro-padrão	z (sig)
ISD	0.0378	0.0120	<b>3.1395</b> (***)	0.0393	0.0122	<b>3.2258</b> (***)
T	0.3111	0.1082	<b>2.8768</b> (***)	0.2955	0.1094	<b>2.7000</b> (***)
E	-2.8089	0.4912	<b>-5.7188</b> (***)	-3.0176	0.5121	<b>-5.8923</b> (***)
L	0.5894	0.1248	<b>4.7226</b> (***)	0.7063	0.1378	<b>5.1269</b> (***)
CJ	-0.0007	0.0009	-0.7161	-0.0011	0.0009	-1.2450
DES	0.0905	0.0375	<b>2.4130</b> (**)	0.0929	0.0385	<b>2.4145</b> (**)
GC	0.2650	0.1945	1.3622	0.3364	0.2006	<b>1.6765</b> (*)
I	0.0340	0.2415	0.1406	0.0175	0.2555	0.0685
CONV	0.6943	0.1484	<b>4.6786</b> (***)	0.6506	0.1470	<b>4.4266</b> (***)
N° Obs.	673			610	610	610
Pseudo-R <sup>2</sup> (McFadden)	0,146			0.155		
LR Statistic	248,90			238,67		
Prob(F)	< 0,0001			< 0,0001		

# Associação entre Ratings de Crédito e Informações Sociais em Empresas Brasileiras de Capital Aberto

---

Nota 1: ISD – índice de *social disclosure*; T – tamanho; E – endividamento; L – lucratividade; CJ – cobertura de juros; DES – desempenho no mercado financeiro; GC – governança corporativa; I – internacionalização; CONV – convergência internacional.

Nota 2: \*\*\*, \*\* e \* correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Resultados da Pesquisa.

A partir dos resultados das regressões em nível ( $t_0$ ) ou defasadas ( $t_{-1}$ ) observa-se a mesma tendência dos resultados estimados pelas regressões quantílicas, quer em relação ao sinal esperado, quer em relação a significância das variáveis, quais sejam: ISD (p-valor  $<0,01$ ), tamanho (p-valor  $<0,01$ ), endividamento (p-valor  $<0,01$ ), lucratividade (p-valor  $<0,01$ ), desempenho no mercado financeiro (p-valor  $<0,05$ ) e convergência internacional (p-valor  $<0,01$ ). Em relação a variável governança corporativa, ela foi significativa a 10% e somente de forma defasada ( $t_{-1}$ ).

Quanto a principal variável de interesse, vale destacar que os coeficientes obtidos pelos modelos probit em nível ( $t_0=0,0378$ ) ou defasado ( $t_{-1}=0,0393$ ) se assemelham aos que foram estimados no quartil inferior (0,25) das regressões quantílicas em nível ( $t_0=0,0367$ ) ou defasado ( $t_{-1}=0,0358$ ), ou seja, os resultados são convergentes e robustos entre si.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo central desse estudo é investigar se existe uma associação positiva entre os níveis de evidência social (*social disclosure*) das empresas brasileiras abertas e os *ratings* de crédito emitidos pelas principais agências de *rating* (SeP, Fitch e Moody's). Para isso, foram analisadas 63 empresas brasileiras abertas nos anos 2007 a 2019, resultando em um total de 673 observações ( $t_0$ ) e 610 observações de forma defasada ( $t_{-1}$ ).

A partir dos resultados da análise descritiva, apesar das observações se concentrarem no nível de *rating* médio, há uma tendência de empresas com melhor qualidade da evidência social apresentarem um melhor *rating* que empresas com menores índices de evidência. Complementarmente, empresas que receberam menores classificações de risco de crédito apresentaram-se com menor transparência de suas ações sociais.

Corroborando os dados descritivos, os modelos estimados por meio de regressões quantílicas demonstram uma relação positiva do nível de evidência com os *ratings* de crédito nos quantis 0,25 e 0,5 nos 2 modelos estatísticos estimados ( $t_0$  e  $t_{-1}$ ). Esse resultado corrobora com a hipótese do estudo de que as empresas podem, por meio da divulgação de ações sociais, sinalizar maior transparência e maior segurança aos usuários externos, fazendo com que os agentes do mercado, inclusive as agências de *rating*, as percebam como menos arriscadas.

É relevante destacar que a evidenciação social foi estatisticamente significativa na determinação dos *ratings* de crédito até certo ponto (quantis 0,25 e 0,50), sugerindo que os analistas consideram a evidenciação social como um fator de redução do risco apenas quando a empresa não demonstra por outros meios ser menos arriscada (Höck *et al.*, 2020). O estudo aponta que o aumento no nível de *social disclosure* está associado a uma melhora na avaliação dos *ratings* de crédito de 3,58% ( $t_{-1}$ ) e 3,67% ( $t_0$ ) para as empresas do quantil 0,25, enquanto que as empresas classificadas no quantil 0,50 obtêm uma melhora no *rating* de 1,70% ( $t_{-1}$ ) e de 1,80% ( $t_0$ ).

Contudo, observou-se que a significância do *social disclosure* diminui nos níveis mais altos de *rating* (quantil 0,75), o que indica que, quando as empresas já demonstram outros atributos de solidez e baixo risco, as informações sociais deixam de ser determinantes na percepção dos analistas. De forma geral, os resultados reforçam que a transparência social é mais relevante como mecanismo de sinalização para empresas de maior risco.

De modo geral, os resultados sugerem que as empresas que se preocupam com as demais partes interessadas, especialmente com a sociedade que é a maior beneficiária dos programas sociais desenvolvidos, podem estar sendo beneficiadas com uma melhora na sua reputação corporativa, sinalizando para as agências de *rating* que são empresas com menor risco de crédito. Com isso, os resultados podem ser úteis para as empresas que buscam investir recursos financeiros em atividades de cunho social, mostrando que, além dos benefícios para a sociedade, a própria empresa pode ser beneficiada pela melhora nos *ratings* de crédito recebidos.

Do ponto de vista prático, os resultados oferecem implicações importantes para diferentes agentes. Para os gestores, os achados sugerem que investir em responsabilidade social corporativa e aprimorar a divulgação dessas informações pode melhorar a percepção de risco e, conseqüentemente, reduzir o custo de captação e ampliar o acesso ao crédito. Para os investidores, o índice de *social disclosure* pode servir como uma proxy de qualidade da firma, refletindo não apenas seu desempenho financeiro, mas também seu comprometimento ético e de governança. Já para as agências de *rating*, o estudo reforça a relevância de incorporar dimensões sociais de forma mais sistemática em seus modelos de avaliação, tornando o processo de classificação mais transparente e aderente às novas exigências de sustentabilidade.

Do ponto de vista teórico, o estudo contribui ao aprofundar a literatura nacional sobre a relação entre responsabilidade social corporativa e risco de crédito, tema ainda incipiente no contexto brasileiro. Os resultados demonstram empiricamente que a evidenciação social pode atuar como um

mecanismo de mitigação de risco percebido. Além disso, o uso da regressão quantílica permitiu evidenciar heterogeneidades entre os diferentes níveis de risco, representando um avanço metodológico em relação a estudos que se limitam à análise de médias.

Entre as limitações do estudo, destaca-se o possível viés de seleção da amostra, decorrente da exclusão de empresas sem rating de crédito, o que pode restringir a generalização dos resultados. Também não foram controlados os efeitos setoriais, que poderiam influenciar o comportamento das variáveis analisadas, nem tratada de forma aprofundada a possível endogeneidade entre ISD e rating, uma vez que empresas com melhor classificação podem dispor de mais recursos para investir em responsabilidade social. Por fim, reconhece-se a limitação inerente à técnica de análise de conteúdo utilizada na coleta dos dados, que envolve interpretação subjetiva do pesquisador (Richardson *et al.*, 2012).

### REFERÊNCIAS

- ABERNATHY, J., STEFANIAK, C., WILKINS, A., E OLSON, J. (2017). Literature review and research opportunities on credibility of corporate social responsibility reporting. *American Journal of Business*, 32(1), p. 24-41. <https://doi.org/10.1108/AJB-04-2016-0013>
- ALMEIDA, M., E SANTOS, J. (2016). Estrutura de capital e divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa das empresas brasileiras. *Revista de Ciências da Administração*, 1(2), p. 109-124. <https://doi.org/10.5007/2175-8077.2016v18n45p109>
- ANTÔNIO, R. M., AMBROZINI, M. A., MAGNANI, V. M., E RATHKE, A. A. (2020). O uso de derivativos para hedge melhora os ratings de crédito das empresas brasileiras?. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(82), 50-66. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201908740>
- ATTIG, N., EL GHOUL, S., GUEDHAMI, O., E SUH, S. (2013). Corporate social responsibility and credit Ratings. *Journal of Business Ethics*, 117(4), p. 679–694. <https://doi.org/10.1111/fima.12044>
- BADOER, D. C., E DEMIROGLU, C. (2019). The relevance of credit ratings in transparent bond markets. *The Review of Financial Studies*, 32(1), 42-74. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy031>
- BARAIBAR-DIEZ, E., E SOTORRÍO, L. L. (2018). The mediating effect of transparency in the relationship between corporate social responsibility and corporate reputation. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 20(1), 5-21. <https://dx.doi.org/10.7819/rbgn.v20i1.3600>.
- BARDIN, L. (2016). *Análise de Conteúdo*. São Paulo: Edições 70.
- BARNEA, A., E RUBIN, A. (2010). Corporate Social Responsibility as a Conflict Between Shareholders. *Journal of Business Ethics*, 97(1), p. 71-86. <http://www.jstor.org/stable/40929374>

- BASU, R., NAUGHTON, J. P., E WANG, C. (2021). The Regulatory Role of Credit Ratings and Voluntary Disclosure. *The Accounting Review*. <https://doi.org/10.2308/TAR-2018-0286>
- BHANDARI, A., E JAVAKHADZE, D. (2017). Corporate Social Responsibility and Capital Allocation Efficiency. *Journal of Corporate Finance*, 43, pp. 354-377. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.01.012>
- BHOJRAJ, S., E SENGUPTA, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: the role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, 76(3), p. 455-476. <http://dx.doi.org/10.1086/344114>
- BOUBAKER, S., CELLIER, A., MANITA, R., E SAEED, A. (2020). Does corporate social responsibility reduce financial distress risk? *Economic Modelling*, 91, 835-851. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.05.012>
- BRITO, G. A. S., ASSAF NETO, A., E CORRAR, L. J. (2009). Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), pp. 28-43. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772009000300003>
- CABRAL, L. (2015). Living up to expectations: corporate reputation and persistence of firm performance. *Strategy Science*, 1(1), p. 2-11. <http://dx.doi.org/10.1287/stsc.2015.0002>
- CARROLL, A. (1979). A Three-Dimensional Conceptual Model of Social Performance. *Academy of Management Review*, 4(4), p. 497-505. <https://doi.org/10.5465/amr.1979.4498296>
- CARVALHO, A. G. D., E MARQUES, F. T. (2020). The Microstructure of the Brazilian Market for Corporate Bonds. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 22, 482-500. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v22i0.4061>
- CHANG, K., LI, Y., E SHIM, H. (2017). Do Credit Rating Agencies Value Corporate Social Responsibility? Role of Societal Trust and Consistent Corporate Policy. Disponível em: [http://www.apjfs.org/resource/global/cafm/2017\\_7\\_4.pdf](http://www.apjfs.org/resource/global/cafm/2017_7_4.pdf). Acesso em: 20 de abril de 2018.
- COOPER, S. M., E OWEN, D. L. (2007). Corporate Social reporting and stakeholder accountability: The missing link. *Accounting, Organizations and Society*, 32(7-8), p. 649-667. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.02.001>
- CORMIER, D., AERTS, W., LEDOUX, M.-J., E MAGNAN, M. (2009). Attributes of social and human capital disclosure and information asymmetry between managers and investors. *Canadian Journal of Administrative Sciences*, 26(1), p. 71-88. <https://doi.org/10.1002/cjas.89>
- CUI, J., JO, H., E NA, H. (2018). Does Corporate Social Responsibility Affect Information Asymmetry? *Journal of Business Ethics*, 148, 549-572. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-3003-8>

- DAMASCENO, D. L., ARTES, R., E MINARDI, A. M. A. F. (2008). Determinação de *rating* de crédito de empresas brasileiras com a utilização de índices contábeis. *Revista de Administração*, 43(4), p. 344-355. <https://doi.org/10.1590/S0080-21072008000400005>
- DEVALLE, A., FIANDRINO, S., E CANTINO, V. (2017). ESG Sustainability and Financial Capital Structure: Where they Stand Nowadays. *International Journal of Business and Social Science*, 8(5), p. 116-126.
- DHALIWAL, D. S., RADHAKRISHNAN, S., TSANG, A., E YANG, Y. G. (2012). Nonfinancial disclosure and analyst forecast accuracy: International evidence on corporate social responsibility disclosure. *The Accounting Review*, 87(3), p. 723-759. <https://doi.org/10.2308/accr-10218>
- EL GHOUL, S., GUEDHAMI, O., KWOK, C. C., E MISHRA, D. (2011). Does corporate social responsibility affect the cost of capital? *Journal of Banking & Finance*, 35(9), p. 2388–2406. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>
- ELIWA, Y., ABOUD, A., E SALEH, A. (2021). ESG practices and the cost of debt: Evidence from EU countries. *Critical Perspectives on Accounting*, 79, 102097. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2019.102097>
- FERNANDINO, G. F., TAKAMATSU, R. T., E LAMOUNIER, W. M. (2014). Impacto dos Índices Contábeis na Aplicação de *Rating* de Crédito em empresas brasileiras de capital aberto. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(3), p. 78-94. <https://revistas.face.ufmg.br/index.php/contabilidadevistaerevista/article/view/2872>
- Fitch *Ratings*. Entendendo os *ratings* de crédito-Usos e Limitações Ações de *Ratings*. Disponível em: <[http://www.fitchratings.com.br/pages/def\\_rtg\\_about](http://www.fitchratings.com.br/pages/def_rtg_about)> acesso em: 27 de março de 2018.
- GALI, N., HAJJAR, D., E JAMALI, I. (2016). The corporate governance and social responsibility nexus in the Lebanese banking industry. *Corporate Governance*, 16(3), pp. 609-638. <https://doi.org/10.1108/CG-08-2015-0109>
- GATTI, L., SEELE, P., E RADEMACHER, L. (2019). Grey zone in–greenwash out. A review of greenwashing research and implications for the voluntary-mandatory transition of CSR. *International Journal of Corporate Social Responsibility*, 4(1), 1-15. <https://doi.org/10.1186/s40991-019-0044-9>
- GODFREY, P.C., MERRILL, C.B., E HANSEN, J.M. (2009). The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An Empirical Test of the Risk Management Hypothesis. *Strategic Management Journal*, 30, p. 425-445. <https://doi.org/10.1002/smj.750>
- GONÇALVES, R. D. S., MEDEIROS, O. R. D., E GONÇALVES, A. D. O. (2012). Evidenciação social das empresas brasileiras de capital aberto: uma análise qualitativa das ações em programas sociais externos no período de 2005 a 2009. *Revista Universo Contábil*, 8(4), pp. 97-118. <http://dx.doi.org/10.4270/ruc.20128>

- GONÇALVES, R. D. S., MEDEIROS, O. R. D., NIYAMA, J. K., E WEFFORT, E. F. J. (2013). Social disclosure e custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), p. 113-124. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200003>
- GONÇALVES, R. D. S., MEDEIROS, O. R., WEFFORT, E. F. J., E NIYAMA, J. K. (2014). A social disclosure index for assessing social programs in Brazilian listed firms. *In Accounting in Latin America*. Emerald Group Publishing Limited. <https://doi.org/10.1108/S1479-356320140000014002>
- GRAY, S., MIRKOVIC, A., E RAGUNATHAN, V. (2006). The determinants of credit ratings: Australian evidence. *Australian Journal of Management*, 31(2), pp. 333-354. <https://doi.org/10.1177/031289620603100208>
- HÖCK, A., KLEIN, C., LANDAU, A., E ZWERGEL, B. (2020). The effect of environmental sustainability on credit risk. *Journal of Asset Management*, 1-9. <https://doi.org/10.1057/s41260-020-00155-4>
- IOANNOU, I., E SERAFEIM, G. (2010). The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations. *In Academy of Management Proceedings*, 1-6. Academy of Management. <https://doi.org/10.5465/ambpp.2010.54493509>
- JIANG, X., E PACKER, F. (2019). Credit ratings of Chinese firms by domestic and global agencies: Assessing the determinants and impact. *Journal of Banking & Finance*, 105, 178-193. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2019.05.011>
- JIRAPORN, P., JIRAPORN, N., BOEPRASERT, A., E CHANG, K. (2014). Does Corporate Social Responsibility (CSR) Improve Credit Ratings? Evidence from Geographic Identification. *Financial Management*, 43, pp. 505-531. <https://doi.org/10.1111/fima.12044>
- JO, H., E NA, H. (2012). Does CSR Reduce Firm Risk? Evidence from Controversial Industry Sectors. *Journal of Business Ethics*, 110(4), p. 441-456. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1492-2>
- KRASODOMSKA, J., E CHO, C. H. (2017). Corporate social responsibility disclosure: Perspectives from sell-side and buy-side financial analysts. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 8(1), p. 2-19. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-02-2016-0006>
- KIM, D. Y., E KIM, J. Y. (2014). Effects of Corporate Social Responsibility and Governance on Its Credit Ratings. *The scientific world journal*, 2014. <http://dx.doi.org/10.1155/2014/305452>
- KOENKER, R., E BASSETT Jr, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, 33-50. <https://doi.org/10.2307/1913643>
- KURPIERZ, J. R., E SMITH, K. (2020). The greenwashing triangle: adapting tools from fraud to improve CSR reporting. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2018-0272>
- LEE, D. (2017). Corporate social responsibility and management forecast accuracy. *Journal of Business Ethics*, 140(2), p. 353-367. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2713-2>

- LI, Z., TANG, Y., WU, J., ZHANG, J., E LV, Q. (2020). The interest costs of green bonds: Credit ratings, corporate social responsibility, and certification. *Emerging Markets Finance and Trade*, 56(12), 2679-2692. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1548350>
- LIMA, F. G., FONSECA, C. V. C., SILVEIRA, R. L. F., E ASSAF NETO, A. (2018). Os Determinantes dos Ratings de Crédito dos Bancos Brasileiros. *Revista de Administração Contemporânea*, 22(2), pp. 178-200. <https://dx.doi.org/10.1590/1982-7849rac2018160373>.
- LING-CHING, A., HSU, A., E LEE, E. (2013). Does mandatory IFRS adoption affect the credit ratings of foreign firms cross-listed in the U.S.? *Accounting Horizons*, 27(3), p. 491-510. <https://doi.org/10.2308/acch-50483>
- MEDEIROS, R., E SANTOS, J. F. (2019). Responsabilidade Social Corporativa E Estrutura De Capital, O Caso Das Empresas Brasileiras E Chinesas Listadas Na Nyse. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 9(3), 52-71.
- MONTEIRO, B. A., E BRESSAN, A. A. (2021). Efeito de enquadramento da informação na percepção de risco em investimentos. *Revista Contabilidade & Finanças*, 32, 285-300. <https://doi.org/10.1590/1808-057x202111290>
- MOODY'S. RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS. Publicado em: julho de 2017. Disponível em: <https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx> Acesso em: 27 de março de 2018.
- MURCIA, F. C. S., MURCIA, F. D., ROVER, S., E BORBA, J. A. (2014). The determinants of credit rating: Brazilian evidence, *Brazilian Administration Review*, 11(2), p. 188-209. <https://doi.org/10.1590/S1807-76922014000200005>
- NARDI, L. (2021). The corporate social responsibility price premium as an enabler of substantive CSR. *Academy of Management Review*, (ja). <https://doi.org/10.5465/amr.2019.0425>
- ODRIOZOLA, M. D., E BARAIBAR-DIEZ, E. (2017). Is corporate reputation associated with quality of CSR reporting? Evidence from Spain. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24(2), p. 121-132. <https://doi.org/10.1002/csr.1399>
- OLIVEIRA, R. X., GONÇALVES, R. S., MEDEIROS, O. R., E FERNANDES, B. V. R. (2018). Cobertura de Analistas de Mercado e Social Disclosure: Evidências em Empresas Brasileiras Abertas. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 11(1), p. 24-46. <http://dx.doi.org/10.14392/asaa.2018110102>
- PELOZA, J. (2006). Using Corporate Social Responsibility as Insurance for Financial Performance. *California Management Review*, 48(2), p. 52-72. <https://doi.org/10.2307/41166338>
- PEREIRA, L. H. M., E MARTINS, O. S. (2015). Rating de crédito, governança corporativa e desempenho das empresas listadas na BMEFBovespa. *REGE Revista de Gestão*, 22(2), p. 205-221. <https://doi.org/10.5700/rege559>

- PÉREZ, A. (2015). Corporate reputation and CSR reporting to stakeholders: Gaps in the literature and future lines of research. *Corporate Communications: An International Journal*, 20(1), p. 11-29. <https://doi.org/10.1108/CCIJ-01-2014-0003>
- RICHARDSON, R. J. (2012). *Pesquisa Social: Métodos e Técnicas*. 3º Edição. Reimpressão. São Paulo: Atlas.
- RODRIGUES, S. S., E GALDI, F. C. (2017). Relações com investidores e assimetria informacional. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), pp. 297-312. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703630>
- SALVI, A., GIAKOUMELOU, A., E BERTINETTI, G. S. (2021). CSR in the bond market: Pricing stakeholders and the moderating role of the institutional context. *Global Finance Journal*, 50, 100522. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100522>
- SILVA, E. D. S., SANTOS, J. F. D., E ALMEIDA, M. A. (2012). Os efeitos dos mecanismos de Governança Corporativa sobre os ratings de crédito das debêntures. *Revista de Negócios*, 17(3), p. 80-93. <http://dx.doi.org/10.7867/1980-4431.2012v17n3p80-93>
- SEELE, P., E GATTI, L. (2017). Greenwashing revisited: In search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies. *Business Strategy and the Environment*, 26(2), 239-252. <https://doi.org/10.1002/bse.1912>
- SOARES, G. O. G., COUTINHO, E. S., E CAMARGOS, M. A. (2012). Determinantes do Rating de Crédito de Companhias Brasileiras. *Contabilidade Vista & Revista*, 23(3), p. 104-143.
- SOSCHINSKI, C. K., BRANDT, E., E KLANN, R. C. (2019). Internacionalização e práticas de responsabilidade social corporativa em empresas brasileiras. *Advances in Scientific and Applied Accounting*, 1(1), 047–064. <https://doi.org/10.14392/ASAA.2019120103>
- STANDARD E POOR'S. Definições de Ratings da SeP Global Ratings. Publicado em 26 de junho de 2017. Disponível em: <[https://www.standardandpoors.com/pt\\_LA/web/guest/regulatory/ratings-definitions](https://www.standardandpoors.com/pt_LA/web/guest/regulatory/ratings-definitions)> Acesso em: 27 de março de 2018.
- TEIXEIRA, E. A., NOSSA, V., E FUNCHAL, B. (2011). O índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e os impactos no endividamento e na percepção de risco. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(55), pp. 29-44. <https://dx.doi.org/10.1590/S1519-70772011000100003>.

Submetido: 08/01/2022

Aceito: 27/11/2025