

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

Effects of Environmental, Social Disclosure, Women on the Board of Directors and ESG Controversies of Financial Risk

Yvelise Giacomello Piccinin¹
Universidade Federal de Santa Maria – UFSM
yvelisepiccinin@hotmail.com

Larissa Degenhart ²
Universidade Regional de Blumenau – FURB
lari_ipo@hotmail.com

Jonas Adriel dos Santos Grodt¹
Universidade Federal de Santa Maria – UFSM
grodtjonas@gmail.com

Resumo: Este artigo objetivou analisar os efeitos da divulgação ambiental, social, das mulheres no Conselho de Administração e controvérsias ESG no risco financeiro de empresas brasileiras. Pesquisa quantitativa, descritiva e documental. O período analisado foi de 2016 a 2020, em uma amostra de 406 empresas em um painel de dados desbalanceado. Os resultados demonstram implicações gerenciais ao revelar que a divulgação social do ESG ajuda os gestores a controlar o risco financeiro. Portanto, a incorporação de políticas que visem melhorias trabalhistas, de direitos humanos, da comunidade e do seu produto, pode atuar como mitigadores do risco financeiro, pois quanto maior a divulgação social das empresas analisadas, menor tende a ser o risco financeiro diante do mercado de capitais. Os resultados também apontaram que a presença de mulheres no conselho se relaciona positivamente com o risco financeiro, o que provavelmente se deve ao contexto do mercado financeiro do Brasil, altamente volátil, uma baixa constatação de mulheres no conselho de administração das empresas

¹ Universidade Federal de Santa Maria—Cidade Universitária – CEP 97105-900 – Santa Maria (RS) – Brasil

² Universidade Regional de Blumenau — Antônio Veiga – Itoupava Seca – CEP 89030-903 – Blumenau (SC) – 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.

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

analisadas e as divergências existentes entre grupos não homogêneos. A pesquisa traz insights sobre a influência da divulgação social, ambiental, das mulheres no conselho e das controvérsias ESG sobre o risco financeiro das empresas brasileiras, relações estas incipientes no contexto brasileiro e que motivaram a realização deste estudo. Além disso, a pesquisa contribui com a gestão organizacional, ao demonstrar que as iniciativas ESG, mais precisamente as sociais, devem ser cada vez mais incorporadas nas estratégias das empresas, visto os efeitos benéficos destas iniciativas sociais para a diminuição do risco financeiro. Portanto, a integração de fatores sociais e de governança (participação feminina nos conselhos) trazem benefícios para as organizações e devem ser incentivados.

Palavras-chave – Divulgação Ambiental e Social; Mulheres no Conselho de Administração; Risco Financeiro.

Abstract: This article aimed to analyze the effects of environmental and social disclosure, women on the Board of Directors and ESG controversies on the financial risk of Brazilian companies. Quantitative, descriptive and documentary research. The period analyzed was from 2016 to 2020, in a sample of 406 companies in an unbalanced data panel. The results demonstrate managerial implications by revealing that ESG social disclosure helps managers control financial risk. Therefore, the incorporation of policies aimed at improving labor, human rights, the community and its product, can act as mitigators of financial risk, since the greater the social disclosure of the analyzed companies, the lower the financial risk tends to be in the face of the market. of capital. The results also showed that the presence of women on the board is positively related to financial risk, which is probably due to the highly volatile financial market context in Brazil, a low number of women on the board of directors of the companies analyzed and the differences between non-homogeneous groups. The research brings insights into the influence of social and environmental disclosure, women on the board and ESG controversies on the financial risk of Brazilian companies, relations that are incipient in the Brazilian context and that motivated the realization of this study. In addition, the research contributes to organizational management, by demonstrating that ESG initiatives, more precisely social ones, must be increasingly incorporated into company strategies, given the beneficial effects of these social initiatives to reduce financial risk. Therefore, the integration of social and governance factors (female participation in boards) bring benefits to organizations and should be encouraged.

Keywords – Environmental and Social Disclosure; Women on the Board of Directors; Financial Risk.

Introdução

A redução na riqueza de acionistas atrela-se a perdas negativas nos preços das ações, e tal fato compromete a estabilidade e desenvolvimento empresarial gerando riscos financeiros aos negócios (Yin & Tian, 2017). As empresas ao se comprometerem e se envolverem com questões ambientais e sociais acarreta em benefícios na imagem organizacional, em uma percepção de legitimidade social, o que tende a gerar menores riscos (Sassen et al., 2016; Shakil, 2021). Os resultados de estudos anteriores justificam este efeito ao revelar que investidores evitam destinar recursos a empresas que apresentam divulgação ambiental e social mais baixo (Shakil, 2021), pois a transparência reduz a assimetria informacional e gera menores alterações na cotação das ações (Dumitrescu & Zakriya, 2021; Löof et al., 2021; Shakil, 2021), além de riscos menores (Albuquerque et al., 2019; Becchetti et al., 2018; Boubaker et al., 2020; Fernando et al., 2019; Kim et al., 2014).

A literatura sugere também que os conselhos de administração são importantes para a tomada de decisões voltadas aos riscos das empresas. Portanto, um mecanismo de governança corporativa que tende a apresentar um impacto particularmente grande no risco é o conselho de administração (Sila et al., 2016) e uma característica importante deste conselho analisada nesta pesquisa é a presença de mulheres. Portanto, a participação feminina nos conselhos de administração também pode atuar como um fator explicativo dos riscos empresariais e teve maior incorporação nos últimos anos devido a pressões sociais e imposições políticas (Bernile et al., 2018). Nesse sentido, a “diversidade de gênero tem se tornado um assunto relevante às empresas e aos formulares de políticas públicas” (Costa et al., 2019, p. 723).

A literatura aborda que devido à características pessoais da mulher, estas gerenciam as organizações de maneira distinta aos homens (Glass et al., 2016) o que pode melhorar a governança (Gul et al., 2011) e a transparência nas divulgações (Qayyum et al., 2021), reduzindo comportamentos oportunistas, assimetria informacional (Usman et al., 2019), fraudes (Cumming et al., 2015), gerenciamento de resultados (Orazalin, 2019) devido ao melhor monitoramento realizado pelas mulheres

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

(Nguyen, 2020). Além disso, nos conselhos de administração das empresas, “a participação feminina leva a maiores expectativas em relação ao seu papel de supervisionar riscos (Costa et al., 2019, p. 724). “A diversidade de gênero de um conselho, portanto, também pode ser importante para uma supervisão de risco eficaz” (Sila et al., 2016, p. 27).

Entretanto, o contexto institucional do país em que a empresa está inserida pode interferir negativamente (Poletti-Hughes & Briano-Turrent, 2019). Custos superiores, lentidão na tomada de decisão, conflitos internos, o que em um ambiente altamente volátil, como o Brasil, pode aumentar o risco organizacional (Bernile et al., 2018). Outro problema diz respeito as divergências que podem surgir em grupos diferentes, em que as pessoas semelhantes tendem a uma comunicação mais simples, comunicam melhor as informações e adotam decisões conjuntas de maneira adequada e produtiva (Calder-Wang & Gompers, 2021).

A ocorrência de escândalos na mídia também tende a afetar a precificação de ações. Portanto, a pontuação controvérsias ESG, expressa que quanto mais envolvidas as organizações estão em divulgações depreciativas na mídia, menor será sua divulgação nesse índice (Refinitiv Eikon®, 2020). Em contrapartida, pontuações maiores tendem a auxiliar na legitimidade organizacional (Dorfleitner et al., 2020), reduzindo a volatilidade e reações adversas de investidores sobre o preço das ações e sobre o risco (Krüger, 2015; Shakil, 2021), logo, menores controvérsias ESG também tendem a impactar os riscos das empresas.

Diante do exposto, denota-se uma lacuna de pesquisa, pois os efeitos conjuntos da divulgação ESG, presença de mulheres no conselho e controvérsias ESG ainda não foram explorados na literatura nacional para explicar o risco financeiro das organizações, o que motiva a realização desta pesquisa. Portanto, é importante destacar que não foram encontrados estudos brasileiros relacionando ESG e suas controvérsias, presença de mulheres no conselho e risco financeiro. Nesse sentido, esta pesquisa avança o estudo internacional de Shakil (2021) ao avaliar as relações propostas não apenas a partir de um setor específico, mas todos os setores da B3, de um contexto emergente brasileiro, além de analisar os pilares ESG (ambiental e social) e um intervalo de tempo diverso ao analisado. Esta pesquisa também se diferencia

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

dos estudos nacionais desenvolvidos por Costa et al. (2019) e Sonza e Vacanover (2019) ao incorporar na discussão do risco financeiro os efeitos da divulgação ESG e controvérsias ESG. Para tanto, esta pesquisa visa avançar a literatura existente e demonstrar os efeitos de variáveis pouco exploradas no Brasil para explicar aumentos ou diminuições do risco financeiro que está atrelado ao mercado de capitais.

Deste modo, o estudo se pauta na seguinte problemática: Quais os efeitos da divulgação ambiental, social, das mulheres no conselho de administração e controvérsias ESG no risco financeiro das empresas brasileiras? Objetiva-se analisar os efeitos da divulgação ambiental, social, das mulheres no conselho de administração e controvérsias ESG no risco financeiro das empresas brasileiras. Nesse sentido, esta pesquisa inova ao relacionar práticas ESG e de governança corporativa para explicar o risco de companhias brasileiras.

Justifica-se a análise da divulgação ESG, controvérsias ESG e participação feminina no conselho, pois a conformidade de uma empresa com iniciativas de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) e ESG, pode influenciar a demanda e a oferta de mulheres para o conselho de administração. No âmbito da procura, “a diversidade de gênero é uma das dimensões da responsabilidade social em que a empresa é avaliada pelos seus stakeholders. As empresas que cumprem com a RSC terão, assim, uma maior procura de mulheres na direção”. No entanto, do lado da oferta, “as empresas em conformidade com a RSC podem atrair diretoras, pois as evidências mostram que as diretoras se preocupam mais do que os homens com os valores de auto transcendência (benevolência) e podem, assim, identificar-se melhor e oferecer seus serviços a empresas socialmente responsáveis” (Sila et al., 2016, p. 27).

Outra justificativa para a realização desta pesquisa é que “a literatura, ainda, não fornece elementos conclusivos sobre o impacto da diversidade nos conselhos sobre as tomadas de decisões, que possam afetar positivamente os resultados financeiros e riscos das empresas” (Costa et al., 2019, p. 734). De acordo com Sonza e Valcanover (2019, p. 619), “a relação entre diversidade de gênero e risco tem sido amplamente explorada na literatura financeira, mas ainda não há consenso sobre o assunto”. Além disso, são incipientes os estudos empíricos no Brasil, que analisam os efeitos da presença de mulheres no conselho de administração na gestão dos riscos corporativos. No contexto internacional, a relação entre a participação

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

feminina nos conselhos de administração é considerada abrangente, mas por outro lado, no Brasil, é pouco explorada (Costa et al., 2019), o que motiva a realização deste estudo.

O estudo contribui com a literatura ao examinar as categorias ESG, ambiental e social, e as controvérsias ESG e a presença de mulheres no conselho no risco financeiro. Apenas a dimensão social atua como mitigador do risco, o que revela que a análise individual dos aspectos ESG proporciona a avaliação de peculiaridades de cada dimensão (Shakil, 2021) e contribui assim, para a gestão das organizações ao demonstrar que a divulgação ESG pode ser levada em consideração nas estratégias organizacionais e para minimizar o risco financeiro. Em contrapartida, a maior presença de mulheres no conselho aumenta o risco. Tal fato quanto ao gênero contraria os pressupostos da literatura e contribui ao revelar que o contexto institucional acaba tendo maior peso do que as qualidades e experiências trazidas pelas mulheres que atuam no conselho (Bernile et al., 2018). Outra contribuição desta pesquisa é que os resultados apoiam a aprovação de regulamentações no Brasil para a inserção de um maior número de mulheres no conselho de administração das empresas.

Outra contribuição consiste em se analisar o contexto brasileiro, pois de acordo com Feng et al. (2021), países emergentes acabam por ter maiores impactos na queda nos preços das ações porque se caracterizam pela presença de uma regulamentação e transparência mais fracas. No âmbito das contribuições práticas e sociais o estudo contribui ao auxiliar na tomada de decisões mais assertivas por investidores no seu portfólio, pois auxiliam na percepção de que fatores (ambientais, sociais, mulheres no conselho e controvérsias ESG) podem afetar o risco financeiro. Os resultados também são úteis para investidores, pesquisadores, reguladores de políticas públicas e empresários ao demonstrar possíveis impactos das variáveis no risco das companhias, bem como, servir de preditor para outros países em desenvolvimento.

Revisão da Literatura e Hipóteses da Pesquisa

Divulgação ambiental, social e risco financeiro

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

As empresas estão sob pressão significativa para lidar com as preocupações ambientais e sociais devido uma maior conscientização dos acionistas e a pressão das partes interessadas (Issa & Hanaysha, 2023). Deste modo, investidores acabam por penalizar empresas que apresentam baixos índices de divulgação ambiental e social (Shakil, 2021). Quando as atividades de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) se associam à maior transparência, esta organização se torna menos suscetível a perdas no valor da ação (Dumitrescu & Zakriya, 2021) e, conseqüentemente, companhias com classificações ESG mais altas têm menores riscos financeiros (Becchetti et al., 2018; Fernando et al., 2019), o que faz com que a divulgação ESG seja um bom preditor para investidores avessos ao risco (Löof et al., 2021). Chollet e Sandwidi (2018) abordam que o bom desempenho social e de governança de uma empresa, auxilia na redução do risco financeiro e assim, reforça o compromisso das empresas com questões ambientais, sociais e de governança corporativa. Isto ocorre pois empresas que investem em divulgações de RSC tendem a ser mais propensas a conseguir lidar com choques econômicos sistemáticos adversos (riscos financeiros), do que os seus concorrentes que não estão envolvidos em tais práticas (Oikonomou et al., 2012).

Conforme os pressupostos da Teoria dos Stakeholders o investimento em atividades ESG atrela-se à redução do risco das partes interessadas (Freeman, 1984; Cerqueti et al., 2021), visto que companhias com pontuações baixas de ESG estão mais predispostas a maiores riscos de futuros litígios e perdas frente as partes interessadas (Becchetti et al., 2018). Além disso, pontuações mais elevadas de ESG tornam as empresas menos propensas a riscos financeiros e ao enfrentamento de inadimplências (Boubaker et al., 2020). As partes interessadas, ao identificarem classificações ESG mais altas, gera o efeito de perceberem as companhias com potencial para desenvolvimento de longo prazo, pois gestores serão motivados a estabelecer vínculos positivos ao atender às necessidades dos stakeholders, fornecendo informações mais transparentes (Feng et al., 2021).

A riqueza do acionista aumenta com uma melhor divulgação ESG, já que motiva outros stakeholders a colaborar para o sucesso organizacional com os recursos que dispõem (Shakil, 2021). Outra possibilidade, para justificar menores riscos e volatilidade em fundos ESG, diz respeito ao fato de que investidores de empresas com altas pontuações ESG não focam apenas no retorno (Ciciretti et al., 2019),

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

sendo a demanda impulsionada pela preferência e questões intrínsecas as características do investidor (El-Ghoul & Karoui, 2017), relutando na venda dessas ações, inclusive em períodos de crise (Lins et al., 2017). Todos estes pressupostos caracterizam que a opção por ações com maior divulgação ESG gera redução nos riscos (Albuquerque et al., 2019; Kim et al., 2014). Portanto, empresas que possuem fraca divulgação ESG são geralmente voláteis no mercado devido à incorporação menor de práticas de sustentabilidade nos negócios (Shakil, 2021).

O estudo de Oikonomou et al. (2012) evidenciou uma relação negativa, mas não significativa entre o comprometimento com desempenho social corporativo e o risco sistemático (risco financeiro). No entanto, o comportamento socialmente irresponsável das empresas está positivamente relacionado ao risco financeiro das 500 empresas da Standard & Poor's (S&P's). Broadstock et al. (2021) analisaram o contexto chinês e descobriram que uma boa divulgação ESG mitiga o risco financeiro. Singh (2020) analisou o período de 2017 a 2020 e concluiu que investidores avessos ao risco buscaram abrigo em portfólios de RSC/ESG durante o período de crise da Covid-19. Na mesma linha, Löof et al. (2021) analisaram se o investimento em RSC beneficiou os acionistas durante a crise pandêmica. Para isso, analisaram 5.073 empresas listadas em mercados de ações em dez países. Os resultados sugerem que melhores classificações ESG estão associadas a um menor risco de queda das ações. Deste modo, as classificações ESG tendem a ajudar investidores na redução da exposição ao risco à turbulência do mercado causada pela pandemia, mantendo o equilíbrio entre risco e retorno.

Estudos anteriores em sua maioria analisaram os efeitos do score ESG/RSC geral no risco financeiro e perceberam principalmente, efeitos mitigatórios das atividades ESG no risco financeiro (Broadstock et al., 2021; Cerqueti et al., 2021; Dumitrescu & Zakriya, 2021; Feng et al., 2021; Kim et al., 2014; Löof et al., 2021; Nguyen & Nguyen, 2015; Shakil, 2020; Shakil, 2021). Entretanto, também foram constatadas divergências nos resultados (Bae et al., 2021; Muhammad et al., 2015) e resultados sem significância entre a divulgação ambiental e social e o risco financeiro (Benlemlih et al., 2018; Sciarelli et al., 2023).

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

Em contraste, neste estudo, utilizaremos os pilares ambiental e social da métrica ESG, para avaliar os efeitos no risco financeiro, visto que esperamos que as categorias tenham efeitos diversos nas quedas de cotação de ações. Dois argumentos fundamentam e justificam esta opção: possível ambiguidade na medição e compreensão das categorias; e, a necessidade de isolar as influências das dimensões ESG individuais (Bouslah et al., 2013). Além disso, estes pilares podem explicar de maneira distinta a probabilidade de perdas nos preços das ações futuras (Dumitrescu & Zakriya, 2021). Oikonomou et al. (2012) constataram que as preocupações com a comunidade, funcionários e meio ambiente impactam positivamente o risco financeiro das empresas do S&P 500.

Quanto ao pilar ambiental, empresas com maior divulgação neste aspecto ESG são menos propensas a enfrentar riscos de ações judiciais devido à redução da poluição ambiental (Sharfman & Fernando, 2008). O compromisso e o engajamento da empresa em questões ambientais e sociais refletem a imagem de uma companhia cidadã, que apresenta ética nos negócios, o que acarreta em riscos menores (Sassen et al., 2016; Shakil, 2021).

No âmbito social, Lins et al. (2017) concluiu que empresas com alto capital social (medido pela intensidade RSC) durante a crise financeira de 2008-2009, foram menos impactadas financeiramente, quando comparadas a empresas com índices da variável social mais baixos. Dumitrescu e Zakriya (2021) analisaram os impactos das iniciativas de RSC e pilares, no risco de queda dos preços das ações. Os achados revelaram que as quedas nas cotações de ações são amplamente determinadas pela dimensão social da RSC. Em contraste, as iniciativas ambientais das empresas e as características de governança parecem ter efeitos triviais nas quebras de ações. Assim, a dimensão social, em particular, destaca o papel da RSC na mitigação de riscos e na criação de valor para o acionista. Os resultados de Sciarelli et al. (2023) revelaram que a divulgação ESG, ambiental e social diminui o risco idiossincrático (volatilidade) das empresas consideradas controversas listadas no índice S&P 500. Por outro lado, não encontraram resultados significativos para o risco sistemático (risco financeiro) (Sciarelli et al., 2023).

Diante dos achados anteriores, pressupõem-se que índices mais elevados dos pilares ambiental e social, acarretam redução do risco financeiro, ou seja, divulgações ambientais e sociais maiores impactam

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

negativamente o risco, ao reduzi-lo. Logo, a primeira e a segunda hipótese do estudo consistem em: H1. A divulgação ambiental tem um impacto negativo no risco financeiro; e, H2. A divulgação social tem um impacto negativo no risco financeiro.

Mulheres no Conselho de Administração e Risco Financeiro

Queda nos preços das ações correspondem a um risco que afeta negativamente os negócios, pois as divergências na variação de retornos, ocasionando quedas consideráveis na cotação dos títulos, podem prejudicar a estabilidade e desenvolvimento da companhia no mercado de capitais e reduzir a riqueza de acionistas (Yin & Tian, 2017). Na contemporaneidade, houve uma maior incorporação de mulheres nos conselhos devido a mudanças nas políticas de governança corporativa além de imposições legais em alguns países (Bernile et al., 2018).

O conselho de administração desempenha um papel fundamental na criação e implementação de estratégias ESG de uma empresa, estas que orientam as ações e decisões na gestão de seu impacto no meio ambiente e sociedade. Neste sentido, as mulheres podem ter uma vantagem sobre os homens quando se trata de tomar decisões relacionadas as questões ESG, pois são mais propensas a adotar uma abordagem proativa e garantir a conformidade (Issa & Hanaysha, 2023), o que tende a impactar no risco financeiro das empresas.

A busca por maior igualdade social é um possível fato para a defesa de maior proporção de mulheres nos conselhos (Bernile et al., 2018) e do estilo para liderar diferir de homens executivos (Glass et al., 2016). Um conselho que apresenta uma participação maior de mulheres tende a melhorar a governança (Gul et al., 2011) e a transparência nas divulgações (Qayyum et al., 2021), diminuindo comportamentos oportunistas, a assimetria informacional (Usman et al., 2019), extensão de fraudes (Cumming et al., 2015), contribuindo para melhorias no monitoramento (Nguyen, 2020). Portanto, ter uma massa crítica de mulheres no conselho de administração (do que uma ou algumas mulheres), provavelmente será mais eficaz para garantir que diferentes perspectivas e prioridades sejam consideradas na tomada de decisões (Issa & Hanaysha, 2023).

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

Traços psicológicos de mulheres possibilitam decisões estratégicas eficazes, que auxiliam no controle do risco financeiro (Manita et al., 2018). Ademais, conselheiras mulheres priorizam o bem-estar social e ambiental, enquanto homens focam em lucros (Abrahyssi, 2020; Cumming et al., 2015). As mulheres se preocupam com estratégias que não prejudiquem as comunidades e stakeholders (Adams et al., 2011), além de gerarem reduções nos quantitativos de ações judiciais ambientais (Liu, 2018; Dadanlar & Abebe, 2020). Outro benefício constatado é a melhoria de resultados empresariais (Khan et al., 2017; Reguera-Alvarado et al., 2017).

Melhorias nas práticas de governança mitigam custos de agência e gerenciamento de resultados (García et al., 2017). Empresas com maior presença de mulheres nos conselhos são mais eficientes na restrição de gerenciamento de resultados (Orazalin, 2019). Portanto, riscos de quebras de empresas são mitigados, visto que muitos advêm de manipulação de relatórios financeiros (Kim & Zhang, 2014; Yin & Tian, 2017). Portanto, a presença de mulheres tende a indicar demonstrações financeiras confiáveis, relevantes e transparentes para reduzir as informações assimétricas, conflitos de agência (Qayyum et al., 2021) e gera uma tendência a adotar políticas de investimento persistentes e cautelosas (Ji et al., 2021).

Lenard et al. (2014) concluíram que a presença de mulheres no conselho de administração afeta o risco da empresa, contribuindo para uma menor variabilidade do retorno do mercado de ações e constataram que quanto maior o percentual de mulheres no conselho, maior o desempenho corporativo. Do mesmo modo, Khaw et al. (2016), ao analisar empresas da China, perceberam que em empresas que possuem conselhos com apenas diretores homens acarretam em um risco corporativo mais alto, quando comparados a conselhos diversificados. A redução da assimetria informacional, por meio de uma supervisão mais intensiva realizada por mulheres pode justificar tais resultados (Gul et al., 2011; Mohsni et al., 2021).

Qayyum et al. (2021) examinaram se a presença de mulheres no conselho influencia o risco de queda dos preços das ações em 12 mercados da Ásia-Pacífico. Os resultados expressam que a participação feminina no conselho resulta na redução do risco de queda do preço das ações das empresas. Além disso, perceberam que a significância dessa relação é maior para as empresas que têm três ou mais diretoras

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

mulheres no conselho, em comparação com as que têm menos. Resultados semelhantes na redução do risco e da volatilidade dos títulos devido à presença maior de membros femininos foram obtidos por Bernile et al. (2018), Mohsni et al. (2021), Ji et al. 2021, Nadeem et al. (2019), Qayyum et al. (2021), Shakil (2021), Sila et al. (2016) e Skała e Weill (2018).

Por outro lado, Poletti-Hughes e Briano-Turrent (2019), no contexto da América Latina, analisaram o papel das diretoras independentes em conselhos para os resultados das empresas. Os resultados demonstraram que estas assumem mais riscos e elevam o risco do empreendimento. Do mesmo modo, alguns estudos encontraram resultados insignificantes (Bruna et al., 2019; Costa et al., 2019; Sila et al., 2016). Tais resultados, provavelmente, são de contextos institucionais de alta volatilidade, onde a presença de mulheres no conselho torna a tomada de decisão mais lenta, prejudicando a companhia quando se necessita reagir rapidamente, além de gerar custos superiores e aumentar o risco corporativo (Bernile et al., 2018). Destaca-se que a pesquisa de Costa et al. (2019) foi realizada com empresas brasileiras familiares e não familiares e os resultados revelaram que nas empresas familiares, a participação feminina no conselho de administração apresenta uma relação positiva com o risco da empresa. Por outro lado, nas demais empresas, não houve uma relação significativa da participação das mulheres no conselho e a volatilidade das ações (risco financeiro).

Além disso, os argumentos vão ao encontro de que em uma conjectura em que quanto mais características um grupo de indivíduos tiver em comum, melhor será o desempenho deste grupo. O melhor desempenho pode advir de uma comunicação mais fácil, da capacidade de transmitir melhor as informações ou da capacidade de tomar decisões conjuntas de maneira oportuna e produtiva (Calder-Wang & Gompers, 2021). Diante destas divergências, presumimos que os prejuízos a governança de uma composição menos igualitária, no quesito gênero, acaba aumentando a volatilidade e os riscos financeiros. Ademais, a literatura sugere que a participação feminina no conselho desempenha papel crucial na redução da assimetria de informação que consequentemente reduz o risco. Portanto, hipotetizamos que: H3: A presença de mulheres no conselho de administração tem um impacto negativo no risco financeiro.

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

Controvérsias ESG e Risco Financeiro

Empresas acabam cometendo controvérsias ESG ao serem social e ambientalmente irresponsáveis (Aouadi & Marsat, 2018). O índice, controvérsias ESG mede a quantidade de controvérsias com base em ESG que uma organização enfrenta em um período fiscal (Dorfleitner et al., 2020). Em sua composição há o indicativo de notícias duvidosas e escândalos ESG, na mídia (Aouadi & Marsat, 2018) e levantam dúvidas sobre o futuro da empresa, comprometem sua continuidade e impactam negativamente a sua imagem (DasGupta, 2021). As controvérsias ESG aumentam quando ocorre um escândalo corporativo. Portanto, quanto menos escândalos uma empresa estiver envolvida, menor será o score de controvérsias ESG (Xue et al., 2023).

Considerando que ao ocorrer um escândalo na mídia, acaba refletindo imediatamente em como a ação é precificada, onde a ausência de escândalos acaba por fazer com que empresas com poucos ou nenhum evento deste tipo, passem despercebidas por investidores. Nesse sentido, a pontuação de controvérsias busca suprimir esta lacuna, reduzir a volatilidade das ações, agregar valor as demais pontuações ESG e contribuir para a legitimidade empresarial (Dorfleitner et al., 2020). Ademais, no caso de as notícias estiverem relacionadas aos funcionários e ao meio ambiente, investidores reagem mais negativamente (Krüger, 2015).

As controvérsias ESG, adicionaram uma nova dimensão ao ESG, englobando 23 tópicos, dentre estes: controvérsias de privacidade, de ética nos negócios, disputas legais em andamento, ações judiciais e multas (Refinitiv Eikon®, 2020). Quanto mais escândalos afetarem a empresa, menor será sua pontuação (Dorfleitner et al., 2020). O risco de queda nos preços das ações se refere ao retorno negativo da volatilidade, tal risco associa-se a assimetrias informacionais entre organizações e investidores (Shakil, 2021). Preocupações com o ambiente informacional frente a relatórios corporativos mais transparentes e fluxos de más notícias geram aumento do risco financeiro (Kim et al., 2014) e a liberação brusca de informações acumuladas ou ocultadas leva a colapsos e volatilidade de preços das ações (Cao et al., 2016). Portanto, empresas que possuem controvérsias ESG provavelmente sofrerão com custos de financiamento

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

mais altos e capacidade de investimento inadequada, o que leva a ineficiência do investimento e reflete no risco financeiro (Xue et al., 2023).

Nguyen e Nguyen (2015) expressam que as preocupações com a sustentabilidade da companhia e seus impasses, gera reações de investidores, acarretando volatilidade nos preços das ações e aumentando o risco das empresas. Além disso, investidores devem se concentrar em empresas que não têm ou apresentam poucas controvérsias em seus investimentos (Dorfleitner et al., 2020). Os achados de Aouadi e Marsat (2018) corroboram ao revelarem que as controvérsias ESG impactam a reputação das empresas, diminuem o valor de mercado e aumentam a volatilidade do preço das ações devido às questões antiéticas e controversas das empresas. Shakil (2021) ao estudar empresas do setor de petróleo e gás, constataram que quanto maiores as controvérsias das empresas, maior o risco total das companhias.

Dorfleitner et al. (2020) analisaram os efeitos de controvérsias ESG no risco financeiro e perceberam que investidores podem se utilizar desta pontuação para detectar empresas com uma cultura de gestão específica que aparentemente leva a fluxos de caixa futuros mais altos e, portanto, a retornos mais altos e mais significativos. Cao et al. (2016) analisaram a relação entre a confiança social e o risco de queda do preço das ações usando uma amostra de ações chinesas negociadas publicamente durante 2001-2012. Os resultados demonstraram que a confiança social e o risco de queda do preço das ações estão negativamente correlacionados, ou seja, quanto maior a confiança social, menor tende a ser o risco de queda das ações na China.

Quanto ao quesito de governança, Xu et al. (2014) investigaram o impacto de vantagens excessivas de executivos e o risco de queda dos preços das ações. Os resultados demonstraram uma correlação positiva. Isto deve-se ao fato de que CEOs acabam tendo incentivos para reter más notícias por longos períodos, levando a um maior risco futuro de queda dos preços das ações. Em uma amostra de empresas dos EUA para o período de 1995 a 2008, Kim et al. (2014) forneceram evidências de que a elisão fiscal está positivamente associada ao risco de queda dos preços das ações. O que pode ser justificado pelo fato de que a elisão fiscal quando constatada gera perdas nos preços das ações, visto que as más notícias ocultas surgem de uma só vez. Tal situação pode ser atenuada com fortes mecanismos de monitoramento externo.

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

Os resultados anteriores vão ao encontro de que escândalos e condutas incondizentes com os preceitos sociais aumentam o risco financeiro da companhia, porque prejudicam a legitimidade organizacional. Neste sentido, espera-se que empresas que possuam maior envolvimento em escândalos, e, portanto, menores valores na variável Controvérsias ESG, tenham seu risco financeiro aumentado, ou seja, as controvérsias exerçam influência negativa no risco financeiro. Justifica-se este efeito negativo, pois se uma empresa está envolvida em um escândalo ambiental, pode enfrentar penalidades financeiras e danos a sua reputação, o que pode ocasionar uma queda no valor das ações e perda de clientes. Além disso, se uma empresa não direcionar esforços para lidar com questões sociais e de governança, pode enfrentar pressões dos investidores e partes interessadas, o que também pode refletir negativamente no seu desempenho (Issa & Hanaysha, 2023). Assim, a quarta hipótese do estudo propõem que: H4. As controvérsias ESG têm um impacto negativo no risco financeiro.

Método e Procedimentos da Pesquisa

Esta pesquisa objetiva analisar os efeitos da divulgação ambiental, social, das mulheres no conselho de administração e controvérsias ESG no risco financeiro das empresas brasileiras listadas na B3. Para tanto, utiliza-se uma abordagem quantitativa, caracterizada como descritiva, fazendo uso da pesquisa documental para a coleta de dados. A população do estudo compreendeu todas as empresas listadas na B3, no ano de 2021, cujo período de análise foi de 2016 a 2020.

Para fins de especificar a amostra da pesquisa, foram realizadas exclusões das empresas financeiras, companhias com patrimônio líquido negativo, empresas cujos dados não comportavam os dados necessários para as variáveis, empresas sem informações dos pilares ambiental e social, bem como da variável controvérsias ESG. Conforme Beuren et al. (2020) as exclusões destas empresas se justificam pelas características específicas, no caso das financeiras e as empresas sem informações, impossibilita os cálculos das variáveis.

Utilizou-se uma amostra desbalanceada como pesquisas anteriores realizadas no Brasil (Sonza & Valcanover, 2019), visto que as companhias ainda apresentam baixa adesão a métrica ESG, entretanto

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

apresentam engajamento crescente nesta questão na atualidade e fraca participação feminina no conselho de administração. O quantitativo amostral de empresas por ano analisado está disposto na Tabela 1.

Tabela 1.

Amostra final da pesquisa

Ano	2016	2017	2018	2019	2020
Total	65	71	75	94	101

A partir da revisão de literatura, delimitou-se a Tabela 2, na qual se apresenta o constructo da pesquisa, que é composto pelas variáveis analisadas, sua operacionalização e os autores que utilizaram essas métricas. A coleta da variável presença de mulheres no CA ocorreu na B3, nos Formulários de Referência das empresas, no item 12.5/6, a qual traz informações acerca da composição do conselho de administração. A coleta das demais variáveis do modelo (pilares ESG, controvérsias e variáveis de controle) ocorreu na base Refinitiv Eikon®. Destaca-se que o uso desta base vai ao encontro de diversos estudos que analisaram o tema (Boubaker et al., 2020; Feng et al., 2021; Löof et al., 2021; Shakil, 2021).

Tabela 2.

Variáveis utilizadas no estudo

Variável		Definição Operacional e Mensuração	Autores base
Variável Dependente			
Risco Financeiro (RF)		O risco financeiro foi mensurado por meio risco sistemático. O beta do mercado é usado como uma <i>proxy</i> para o risco sistemático.	Benlemlih et al. (2018); Chollet e Sandwidi (2018); Costa et al. (2019); Shakil (2021); Sila et al. (2016); Sonza e Valcanover (2019); Yin e Tian (2017); Sciarelli et al. (2023).
Variáveis Independentes			
Divulgaçã ão ESG	Divulgação Ambiental (DAMB)	Inclui 68 métricas, subdivididas em 3 grupos: uso de recursos (20), emissões (28) e, inovação (20), conjugadas em um intervalo de 0 a 100 (Refinitiv Eikon®, 2020).	Benlemlih et al. (2018); Chollet e Sandwidi (2018); Shakil (2021); Shakil et al. (2020); Sciarelli et al. (2023).

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

	Divulgação Social (DSOC)	Composto por 62 métricas, sendo agrupadas em: força de trabalho (30), direitos humanos (8), comunidade (14) e responsabilidade pelo produto (10). Varia de 0 a 100 (<i>Refinitiv Eikon</i> [®] , 2020).	Benlemlih et al. (2018); Chollet e Sandwidi (2018); Dumitrescu e Zakriya (2021); Lins et al. (2017); Shakil (2021); Sciarelli et al. (2023).
	Presença de Mulheres no CA (MCA)	Refere-se a relação entre o número de mulheres no conselho e o número total de conselheiros (<i>Refinitiv Eikon</i> [®] , 2020). Portanto, é a porcentagem de mulheres presentes no conselho de administração.	Costa et al. (2019); Shakil (2021); Sila et al. (2016); Sonza e Valcanover (2019); Usman et al. (2019); Issa e Hanaysha (2023).
	Controvérsias ESG (CESG)	Mede as notícias públicas sobre conduta ESG questionável por empresas, coletadas de diversas fontes de mídia, sobre impactos ambientais, sociais e de governança. Uma pontuação 100 indica que uma empresa não foi associada a nenhuma controvérsia, e uma pontuação menor que 100 indica a presença de controvérsias (<i>Refinitiv Eikon</i> [®] , 2020). Varia de 0 a 100 e quanto menos escândalos afetarem uma empresa, maior será sua pontuação (Dorfleitner et al., 2020).	Aouadi e Marsat, (2018); DasGupta (2021); Dorfleitner et al. (2020); Shakil (2021); Sciarelli et al. (2023); Xue et al. (2023); Issa e Hanaysha (2023).
Variáveis de Controle			
	Tamanho da empresa (TAM)	Logaritmo natural do total do Ativo da empresa.	Benlemlih et al. (2018); Sila et al. (2016); Shakil (2021); Sonza e Valcanover (2019); Sciarelli et al. (2023); Xue et al. (2023); Issa e Hanaysha (2023).
	Alavancagem (ALA)	Relação entre a dívida total (PC +PNC) e o total do Patrimônio Líquido.	Benlemlih et al. (2018); Sila et al. (2016); Shakil (2021); Sonza e Valcanover (2019); Xue et al. (2023); Issa e Hanaysha (2023).
	Efeitos Setoriais Fixos	1 indica que a empresa pertence a um determinado setor e 0 caso contrário.	Costa et al. (2019); Shakil (2021).
	Efeitos Temporais Fixos	1 indica o ano em que o dado é gerado e 0 caso contrário.	Costa et al. (2019); Shakil (2021).

Em conformidade com as informações da Tabela 2, procedeu-se a configuração do modelo de regressão desta pesquisa. Neste sentido a Equação 1 está atrelada às hipóteses H1, H2, H3 e H4. Esta equação mede o efeito direto das variáveis de divulgação ambiental e social, das mulheres no conselho e

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

controvérsias ESG no risco financeiro. A Equação 1, suas variáveis dependentes, independentes e de controle, está expressa, como:

$$RF_{it} = \beta_0 + \beta_1 DAMB_{it} + \beta_2 DSOC_{it} + \beta_3 MCA_{it} + \beta_4 CESG_{it} + \beta_5 TAM_{it} + \beta_6 ALA_{it} + \text{Efeitos Fixos Setor} + \text{Efeitos Fixos Ano} + \varepsilon_{it}$$

Destaca-se que a desconsideração do pilar de governança na análise dos dados, seguiu os preceitos do estudo de Muhmad et al. (2021), pois no modelo analisado, utiliza-se a variável de mulheres no conselho de administração e esta é uma das métricas utilizadas no subconjunto para a pontuação de governança do ESG. Portanto, este procedimento também foi realizado pelo estudo de Muhmad et al. (2021) e justifica sua realização nesta pesquisa.

Para realizar a análise dos dados, planilhas eletrônicas do software Microsoft Excel® foram usadas para a tabulação, sendo na sequência, importadas para o software Stata® para a realização das análises estatísticas. Inicialmente, realizou-se a winsorização a 5% das variáveis, pois buscou-se minimizar os efeitos de outliers, procedendo-se, após, à estatística descritiva e a matriz de correlação entre as variáveis. Para a regressão, fez-se o uso da técnica de regressão linear múltipla, possibilitando a análise e observações para cada caso no recorte temporal estipulado. O modelo de regressão robusta foi operacionalizado com controle fixo de setores e ano, tendo atenção aos pressupostos de normalidade, autocorrelação de resíduos (teste de Durbin Watson), multicolineariedade (fator de inflação da variância – VIF) e heterocedasticidade dos dados (Fávero et al., 2009; Hair et al., 2006).

Análise e Discussão dos Resultados

A estatística descritiva está evidenciada na Tabela 3, comportando a variável dependente de risco financeiro (RF), independentes (DAMB, DSOC, MCA E CESG) e as de controle (TAM e ALA), com um total de 406 observações.

Tabela 3.

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

Estatística descritiva

Variáveis	Obs.	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	VIF
Risco Financeiro (RF)	406	0.9817	0.5010	0.23	2.0689	-
Divulgação Ambiental (DAMB)	406	0.4660	0.2614	0.017	0.84	2.64
Divulgação Social (DSOC)	406	0.5198	0.2347	0.067	0.875	2.69
Presença de Mulheres no CA (MCA)	406	0.1070	0.1101	0.000	0.334	1.17
Controvérsias ESG (CESG)	406	0.8690	0.2762	0.094	1	1.33
Tamanho da empresa (TAM)	406	7.3156	0.6133	6.379	8.92	1.58
Alavancagem (ALA)	406	2.4381	2.1961	0.432	8.853	1.23

Denota-se inicialmente que todos as variáveis independentes do modelo têm baixa multicolinearidade, pois o VIF está abaixo de 10, de acordo com as especificações da literatura (Fávero et al., 2009). A variável risco financeiro apresenta uma média de 0.9817, sendo que sua amplitude oscila entre 0.23 a 2.0689, ou seja, no contexto brasileiro em média ocorre uma relação neutra (próxima a 1). Entretanto valores superiores a 1 indicam que a ação apresenta maiores mudanças do que o contexto de mercado em geral (Muhammad et al., 2015), além de divergir da média de 1,22 do estudo de Shakil (2021). Logo, o contexto brasileiro, em média, apresenta risco inferior as indústrias de petróleo e gás do mundo. A pesquisa de Sonza e Valcanover (2019) desenvolvida com empresas brasileiras, também evidenciou uma média positiva da variável risco e um menor desvio padrão, corroborando com os achados da pesquisa.

Quanto as variáveis independentes, a divulgação ambiental em organizações do Brasil tem pontuação de 1,7 (mínimo) até 84,0 (máximo) e média de 46,60 o que revela um grau moderado de transparência e relativamente satisfatório. Do mesmo modo, a divulgação social apresenta média mais elevada do que o ambiental (51,98) e mínimos e máximos mais elevados que o outro pilar (6,7 e 87,5, respectivamente), o que indica maior comprometimento das organizações do Brasil com o pilar social (Refinitiv Eikon®, 2020).

O gênero do conselho apresenta-se mais homogêneo (menor desvio padrão, 0,1101), tendo conselhos com nenhuma mulher na sua composição (mínimo) e outros com até 33,4% de mulheres (máximo). Além disso, a presença de mulheres em média é de 10,7%. Com isso, percebe-se uma baixa participação de mulheres nos conselhos de administração das empresas analisadas, conforme também

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

observado por Costa et al. (2019) e Sonza e Valcanover (2019) para o contexto brasileiro. De acordo com Costa et al. (2019, p. 722), “embora a representatividade feminina tenha crescido mais de 50% nos últimos anos, tal participação, no entanto, no conselho de administração das empresas brasileiras ainda é minoritária”. Os resultados para as empresas internacionais de petróleo e gás são um pouco superior ao contexto do Brasil, onde a participação feminina em média é de 12,70% (Shakil, 2021). Tal fato é surpreendente, uma vez que várias empresas, de diversos países vêm sofrendo pressão pública por maior representação feminina o que não se reflete no baixo percentual médio obtido neste estudo para o Brasil (Sila et al., 2016).

As controvérsias ESG, apresentaram uma média bastante alta (86,90), havendo empresas sem controvérsias no período analisado (máximo, igual a 100) e empresas com diversas controvérsias (9,4, mínimo). A partir desta variável nota-se que em sua maioria, as empresas da amostra não estão tendo envolvimento em escândalos ESG (Dorfleitner et al., 2020, Refinitiv Eikon®, 2020). Além disso, constatou-se que o contexto brasileiro é menos controverso que outros países e setores analisados (Aouadi & Marsat, 2018; Shakil, 2021).

Por fim, nas variáveis de controle, a alavancagem apresentou a maior discrepância (2,1961 de desvio padrão), o que denota que as empresas tendem a ter graus diferentes de comprometimento de seus passivos sobre seu patrimônio líquido, oscilando de 0,432 até a 8,853 vezes. Já o tamanho da empresa se apresenta mais semelhante (0,6133 de desvio padrão). A Tabela 4 expressa a correlação entre as variáveis.

Tabela 4
Correlação entre as variáveis.

Variáveis	RF	DAMB	DSOC	MCA	CESG	TAM	ALA
RF	1						
DAMB	-0.0303	1					
DSOC	-0.0464	0.7588*	1				
MCA	0.0972	0.1442*	0.1947*	1			
CESG	-0.0780	-0.1733*	-0.1725*	0.0015	1		
TAM	0.0393	0.3798*	0.3823*	-0.0010	-0.3266*	1	

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

ALA	0.0938	0.1960*	0.1434*	-0.0874	-0.1240*	0.2804*	1
-----	--------	---------	---------	---------	----------	---------	---

Nota:* A correlação é significativa no nível 1%.

Os resultados da Tabela 4 revelam que os coeficientes de correlação das variáveis estão dentro dos parâmetros esperados, demonstrando a não existência de problemas de multicolinearidade (Fávero et al., 2009; Hair et al., 2006), exceto a correlação entre as variáveis ambiental e social. Rath et al. (2020) também constataram uma correlação alta entre estas variáveis, visto que são pilares do ESG, o que justifica utilizar estas variáveis na análise.

Posteriormente, evidencia-se os efeitos da divulgação ambiental e social, das mulheres no conselho e das controvérsias ESG no risco financeiro. Ressalta-se que o modelo de regressão foi significativo a 1%, permitindo inferências, e controlando os efeitos fixos de setor e ano. O percentual de explicação do modelo foi de 33,80% (R²). A Tabela 5 apresenta os resultados do modelo de regressão analisado.

Tabela 5.
Resultados da regressão

Variáveis	Coef.	Sig.
Constante (Risco Financeiro)	0.9893	0.002*
Divulgação Ambiental (DAMB)	0.1634	0.215
Divulgação Social (DSOC)	-0.3032	0.040**
Presença de Mulheres no Conselho de Administração (MCA)	0.4340	0.027**
Controvérsias ESG (CESG)	-0.1321	0.163
Tamanho da Empresa (TAM)	0.0049	0.899
Alavancagem Financeira (ALA)	0.0201	0.086***
R ²	33.80%	
ANOVA	0.0000*	
<i>Durbin Watson</i>	0.5538	
Efeitos Fixos setor e ano	Sim	
N. obs.	406	

Nota:*Significância ao nível de 1%; **Significância ao nível de 5%; *** Significância ao nível de 10%.

Fonte: Dados da pesquisa.

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

De acordo com os resultados dispostos na Tabela 5, a divulgação social afeta de maneira significativa (5%) e negativamente o risco financeiro. Deste modo, quanto maior a divulgação social das companhias menor será o risco financeiro. Além disso, a presença de mulheres no conselho, ao contrário do presumido na literatura impacta positivamente e estatisticamente (5%) o risco financeiro das empresas analisadas, ou seja, quanto maior a presença feminina nos conselhos de administração maior tende a ser o risco financeiro. A variável de controle alavancagem aumenta o risco financeiro, o que revela, que quanto maior é a quantidade de dívidas totais da companhia sobre o patrimônio líquido, maior será o risco financeiro. A divulgação ambiental e as controvérsias ESG não foram significativas estatisticamente na relação estudada. O mesmo ocorreu para a variável de controle tamanho da empresa. Sciarelli et al. (2023) e Chollet e Sandwidi (2018) abordam que as interações entre a RSC e o risco financeiro diferem entre as dimensões da RSC. As mudanças estratégicas das empresas no engajamento da RSC podem explicar estes resultados (Chollet & Sandwidi, 2018).

Assim sendo, a Hipótese 1 é rejeitada, porque não se constataram efeitos da divulgação ambiental no risco financeiro, resultado este que corrobora com os achados de Benlemlih et al. (2018). Em contrapartida, a Hipótese 2 que buscou avaliar se a divulgação social reduz o risco da empresa foi confirmada. A partir dos achados encontrados, argumenta-se que investidores penalizam companhias com divulgação social mais baixos (Shakil, 2021), sendo a transparência nesta dimensão correlacionada com menor volatilidade das ações (Dumitrescu & Zakriya, 2021; Löof et al., 2021; Shakil, 2021) e riscos menores (Albuquerque et al., 2019; Becchetti et al., 2018; Boubaker et al., 2020; Fernando et al., 2019; Kim et al., 2014). Corroborando com os pressupostos da Teoria dos Stakeholders (Cerqueti et al., 2021; Feng et al., 2021; Freeman, 1984). Por outro lado, os resultados da divulgação social sobre o risco se opõe aos achados de Bae et al. (2021) e Muhammad et al. (2015).

As explicações para estes achados são que esse menor risco e volatilidade nas empresas advém de características pessoais do investidor (El-Ghoul & Karoui, 2017) e que os investidores focam em questões sociais além do retorno (Ciciretti et al., 2019). Portanto, neste caso pode ocorrer uma maior empatia por

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

questões de força de trabalho, direitos humanos, comunidade e responsabilidade da empresa sobre o produto (Refinitiv Eikon®, 2020).

Neste caso, corrobora-se os pressupostos estabelecidos por Bouslah et al. (2013) que apontavam a possível divergência entre dimensões individuais e os argumentos de Dumitrescu e Zakriya (2021) que expressaram que poderia haver discrepância na possibilidade de oscilações e perdas futuras nos preços de ações. Por conseguinte, este resultado nos permite inferir que parte do potencial de crescimento das empresas subvalorizadas pode ser consequência da ineptidão das suas iniciativas sociais de ESG, visto que poderiam auxiliar na mitigação de futuras quedas nos preços das ações.

Quanto aos achados referentes a divulgação ambiental, percebe-se que este contraria, em parte, pela insignificância obtida, os pressupostos de Sassen et al. (2016) e Shakil (2021) demonstrando que o comprometimento das empresas analisadas não ocasiona o reconhecimento de uma empresa ética nos negócios e a presença de riscos menores. No âmbito social, os resultados ratificam os achados de Lins et al. (2017) e Dumitrescu e Zakriya (2021) que expressam o papel relevante da dimensão social para reduzir riscos, aumentar retornos e criar valor para o acionista. Portanto, temos: H1 (hipótese não confirmada): A divulgação ambiental tem um impacto negativo no risco financeiro; e, H2 (hipótese confirmada): A divulgação social tem um impacto negativo no risco financeiro. Deste modo, a RSC pode adequar as estratégias das empresas às necessidades sociais, construir uma imagem corporativa positiva e desenvolver uma relação mais próxima com as partes interessadas (Sciarelli et al., 2023), o que reflete na diminuição do risco financeiro das empresas. Este impacto diferente das dimensões ESG no risco da empresa, pode ser explicado por Sciarelli et al. (2023), pois abordam que a divulgação social (relacionada a clientes e funcionários) influencia diretamente o sucesso da empresa, mais do que os aspectos de proteção ambiental. Portanto, o engajamento social de uma empresa pode reduzir o seu risco, a partir de uma boa gestão dos acionistas e aumentar os recursos financeiros. Essa situação reduz o risco financeiro e cria condições favoráveis para um forte engajamento das empresas com a RSC (Chollet & Sandwidi, 2018).

A terceira hipótese (H3) não pode ser confirmada, pois a presença de mulheres no conselho de administração aumenta o risco financeiro da empresa, resultado contrário do presumido na literatura. Os

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

resultados se opõem aos achados de Costa et al. (2019) para o contexto brasileiro e Bernile et al. (2018), Ji et al. (2021), Khaw et al. (2016), Lenard et al. (2014), Mohsni et al. (2021), Nadeem et al. (2019), Qayyum et al. (2021), Shakil (2021), Sila et al. (2016) e Skala e Weill (2018), que analisaram contextos internacionais.

No entanto, os resultados corroboram os achados de Poletti-Hughes e Briano-Turrent (2019) e Sonza e Valcanover (2019). Tal fato provavelmente se atrela ao contexto institucional, pois os estudos foram realizados na América Latina, onde também se constatou que a presença das mulheres eleva o risco das empresas. Na visão de Sonza e Valcanover (2019) estes resultados revelam que as mulheres executivas presentes no conselho de administração, tendem a ser menos confiantes, protegendo assim, suas posições no conselho. As diretoras tendem a ter perspectivas diferentes quando se trata de gerenciar riscos e preocupações ambientais, especialmente aqueles que afetam diferentes partes interessadas (Issa & Hanaysha, 2023).

Conforme Costa et al. (2019, p. 734), as empresas sofrem diversas pressões para incorporar uma maior participação feminina nos conselhos de administração. Assim, “apesar de não existir política de cotas no Brasil, como em outros países, por exemplo: Noruega, Dinamarca, Finlândia, movimentos e iniciativas de agentes internos e externos das empresas já induzem a nomeação de mais mulheres para o cargo de conselheira”. Diante destes argumentos, denota-se que os resultados encontrados podem estar atrelados a baixa presença de mulheres no conselho de administração, o que justifica o resultado encontrado.

Além disso, de acordo com os resultados, percebe-se que o viés institucional acaba por impactar mais do que os atributos positivos que a participação feminina gera no conselho. Assim, a alta volatilidade mercadológica do Brasil, requer decisões mais rápidas, onde, possivelmente, o conselho mais diversificado pode gerar mais impasses, custos superiores e demora na tomada de decisão e, conseqüentemente, acaba aumentando o risco das companhias brasileiras, pela lentidão ao reagir as causalidades que surgem (Bernile et al., 2018). Sila et al. (2016, p. 29) também apresentam uma justificativa para tal resultado, ao argumentar que “o risco pode aumentar se for mais demorado para os

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

conselheiros tomarem decisões”. Além disso, grupos homogêneos tendem a ter uma comunicação mais fácil, são capazes de transmitir melhor as informações e tomar decisões conjuntas, de maneira oportuna e produtiva (Calder-Wang & Gompers, 2021). Diante disso, temos: H3 (hipótese não confirmada): A presença de mulheres no conselho de administração tem um impacto negativo no risco financeiro.

A quarta hipótese (H4) também não foi confirmada, pois não se encontraram efeitos significantes entre as controvérsias ESG e o risco financeiro nas empresas brasileiras. Neste sentido, os resultados denotam que condutas erradas e escândalos, contrários as expectativas sociais, não estão diminuindo nem aumentando o risco da companhia, divergindo dos achados de Aouadi e Marsat (2018), Cao et al. (2016), Dorfleitner et al. (2020), Kim et al. (2014), Nguyen e Nguyen (2015), Shakil (2021) e Xu et al. (2014).

Portanto a insignificância dos resultados, nos permitem presumir que a alta média da variável controvérsias ESG (86,90) denota uma reputação mais elevada, havendo poucas ocorrências de escândalos empresariais e deste modo, essa ausência baixa de controvérsias acaba por fazer com que empresas passem despercebidas por investidores (Dorfleitner et al., 2020; Refinitiv Eikon®, 2020), já que um escândalo na mídia, acaba refletindo imediatamente em como a ação é precificada (Shakil, 2021). Portanto, temos: H4 (hipótese não confirmada): Maiores controvérsias ESG têm um impacto negativo no risco financeiro.

Em síntese, este estudo apresenta várias implicações gerenciais, enfatizando que a divulgação social do ESG ajuda os gestores a controlar o risco financeiro. Neste sentido, incorporar políticas que visem melhorias trabalhistas, de direitos humanos, da comunidade e do seu produto (divulgação social), podem atuar como mitigadores do risco financeiro. Do mesmo modo, denota-se que a presença de mulheres no conselho pode prejudicar o risco financeiro, o que provavelmente se deve ao contexto do mercado brasileiro, baixa representação feminina no conselho de administração e as divergências entre grupos heterogêneos. Este resultado de acordo com Sonza e Valcanover (2019, p. 631), “levanta a questão de que, ainda hoje, as mulheres têm uma pequena participação em altos cargos, apesar de poderem contribuir para aumentar o nível de governança corporativa e o desempenho das empresas”.

Diante dos resultados encontrados, esta pesquisa contribui para o campo de pesquisa voltado a gestão de risco, ao investigar como as divulgações não financeiras (ambientais e sociais) e as controvérsias

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

ESG tendem a diminuir assimetrias de informação, melhorando a tomada de decisões dos investidores e as relações com as partes interessadas. Deste modo, uma maior divulgação social pode implicar em uma menor percepção ao risco se tais informações forem devidamente divulgadas pelas empresas (Sciarelli et al., 2023). Este estudo também amplia a compreensão da relação entre a presença de mulheres no conselho e o risco financeiro, ao observar os efeitos de ter mulheres no conselho nas políticas corporativas, o que é relevante para moldar políticas globais que promovam uma maior inclusão de mulheres nas empresas (Issa & Hanaysha, 2023).

Considerações Finais e Implicações

Este estudo analisou os efeitos da divulgação ambiental, social, das mulheres no conselho de administração e controvérsias ESG no risco financeiro das empresas brasileiras listadas na B3. Os resultados revelaram que apenas a divulgação social mais elevada auxilia na redução do risco financeiro das companhias, enquanto que a participação feminina, ao contrário das expectativas conceituais e da hipótese se revelou como um mecanismo que aumenta o risco das empresas quando a presença feminina se torna mais intensa nos conselhos. Em relação a divulgação social, os investidores podem avaliar de forma diferente a relevância das dimensões ESG para a atividade empresarial e as partes interessadas podem exercer pressão para um maior compromisso social e posterior divulgação da informação, pois isso facilita o processo de redução dos riscos empresariais (Sciarelli et al., 2023), como nesta pesquisa, o financeiro.

Estes resultados sugerem que um envolvimento maior em questões de direitos humanos, trabalhistas, da comunidade em que a instituição está inserida, bem como, sobre o produto desta empresa, podem potencializar a imagem da companhia frente aos stakeholders e acionistas, reduzindo o risco sistemático e a volatilidade das ações. Em oposição, um conselho mais diversificado no quesito gênero pode onerar demasiadamente e tornar mais lenta a tomada de decisão, o que tende a gerar maior risco financeiro ao invés de reduzi-lo. Isto pode ter ocorrido também, pois estamos diante de um ambiente

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

institucional brasileiro que se caracteriza como altamente volátil, que requer ações rápidas e precisas, bem como, pela baixa presença de mulheres no conselho de administração das empresas analisadas.

O estudo contribui para a literatura existente de várias maneiras. Primeiro, na literatura anterior, a maioria dos estudos utilizaram os efeitos da combinação das categorias ESG em uma única métrica, o ESG geral, no risco financeiro e total (Dumitrescu & Zakriya, 2021). Em contraste, este estudo examina a influência dos pilares Ambiental e Social e das Controvérsias ESG no risco financeiro. Além disso, esta pesquisa contribui para a literatura ao verificar os efeitos causais da composição do conselho no risco financeiro, relação esta incipiente nos estudos nacionais da área contábil. Para tanto, esta pesquisa amplia a pesquisa sobre a presença de mulheres no conselho de administração, ao examinar o impacto das mulheres nas políticas corporativas, o que é relevante para o desenvolvimento de políticas globais que defendam uma inclusão maior de mulheres no conselho de administração (Issa & Hanaysha, 2023). Quanto aos pilares ESG, os resultados contribuem para a literatura e Teoria dos Stakeholders, ao revelar que apenas a divulgação social contribui para a redução do risco financeiro e assim, tais práticas devem ser incentivadas nas organizações.

Embora os estudos anteriores apresentarem uma reflexão importante dos benefícios da participação feminina no conselho das companhias, denota-se a partir das evidências encontradas que no Brasil, provavelmente, o contexto institucional acaba prejudicando esta questão e gerando impasses a sua implementação, o que conseqüentemente tende a aumentar o risco no mercado de capitais (Bernile et al., 2018). Outra contribuição teórica consiste na análise do contexto brasileiro dos impactos das classificações ESG (ambiental, social e controvérsias) e aspectos da composição do conselho de administração (presença de mulheres) no risco financeiro, visto que conforme Feng et al. (2021), países emergentes acabam por ter maiores impactos na queda dos preços das ações porque se caracterizam pela presença de uma regulamentação e transparência mais fracas.

Quanto as contribuições práticas e sociais os achados deste estudo trazem implicações importantes para a criação de riqueza aos acionistas e na tomada de decisões mais sólidas na realização do seu portfólio de investimento. Para investidores as descobertas ajudam a diminuir o risco de seu portfólio ao investir

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

em empresas socialmente mais responsáveis. Logo, ao se compreender as possíveis origens e mitigações do risco financeiro, empresas e investidores seriam mais capazes de proteger seus investimentos e alavancar questões de sustentabilidade. De acordo com Sciarelli et al. (2023), os investidores estão atentos as divulgações das empresas com o objetivo de gerir o risco do seu investimento. Contribui ainda, ao analisar um mercado emergente, como o Brasil, o que pode servir de referência a outros países em desenvolvimento.

De acordo com a perspectiva de gestão das partes interessadas, as divulgações sociais são importantes para a redução do risco, pois estão relacionadas com o ambiente externo (comunidade, clientes, entre outros). Este fato implica que uma imagem e reputação corporativa positivas influenciam os efeitos da divulgação ESG no risco das empresas. Portanto, investir em questões ESG é benéfico para as empresas, uma vez que sofrem pressões das partes interessadas (Sciarelli et al., 2023). Os resultados também apresentam implicações gerenciais, pois sugerem que os gestores podem melhorar a reputação das empresas engajando-se em atividades socialmente responsáveis, o que tende a elevar a captação de recursos no mercado de ações e conseqüentemente diminuir o risco financeiro (Sciarelli et al., 2023). Destaca-se ainda, que os pilares do ESG devem ser considerados na definição das estratégias, políticas e práticas empresariais, uma vez que os gestores devem ser capazes de identificar qual pilar deve ser melhor gerenciado para diminuir o risco financeiro e assim, alinhar os interesses empresariais aos interesses das partes interessadas (Sciarelli et al., 2023). Denota-se, portanto, que os gestores devem estar mais comprometidos com as divulgações socioambientais, visto os efeitos na mitigação dos riscos empresariais e para melhorar o desempenho da carteira de ações ajustada ao risco financeiro (Chollet & Sandwidi, 2018).

Ademais, os insights desta análise são úteis para investidores, reguladores de políticas públicas, pesquisadores e empresários ao perceber possíveis impactos das variáveis analisadas sobre o risco das companhias, em especial o financeiro. Destaca-se ainda, que os resultados encontrados contribuem para com as regulamentações voltadas ao aumento das mulheres nos conselhos de administração do Brasil (Projeto de Lei 7.179/2017) e conseqüentemente, que as “demandas por mais diversidade por parte das

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

partes interessadas externas oferecem um caminho mais cauteloso para incentivar as empresas a trazer mais diversidade de gênero para seus conselhos” (Sila et al., 2016, p. 46). A implementação de políticas para aumentar a representação das mulheres nos conselhos de administração, pode incluir conforme Issa e Hanaysha (2023) o estabelecimento de metas para a representação feminina nos conselhos, a oferta de programas de treinamento e mentoria para mulheres em cargos de liderança e o incentivo às empresas a adotar práticas de recrutamento e promoção mais inclusivas nas empresas. Deste modo, o estudo também pode contribuir para o conhecimento da presença de mulheres no conselho de administração das empresas brasileiras e a sua composição e fomentar discussões sobre as regulamentações de ações que promovam o aumento das mulheres neste conselho. No entanto, ressalta-se que na presente pesquisa analisou-se somente a participação feminina na composição do conselho de administração das empresas brasileiras.

Embora este estudo traga contribuições pertinentes, apresenta algumas limitações. O estudo tem seus resultados limitados ao contexto analisado (Brasil), ao horizonte temporal (2016-2020) e as empresas analisadas, não permitindo que suas inferências sejam generalizadas a outros países, empresas e períodos anteriores ou subsequentes. Sugere-se para pesquisas futuras, a inserção de outros fatores que podem enriquecer a compreensão da minimização do risco financeiro das empresas. A análise de outras medidas de risco baseadas na contabilidade também pode ser desenvolvida, pois podem apresentar novos insights sobre o tema. Outra sugestão é a consideração de outras variáveis relacionadas as mulheres do conselho de administração, como formação, origem, idade e experiência, pois conforme Sila et al. (2016) e Costa et al. (2019, p. 734), “apesar das poucas evidências empíricas sobre o tema, a diversidade de gênero nos conselhos de administração é recomendável e tal questão se baseia em senso de justiça, em vez de uma questão puramente econômica”. Sugere-se ainda, a realização de um estudo que considere na análise a classificação setorial das empresas listadas na B3, com vistas a identificar se os setores que são considerados altamente sensíveis apresentam resultados divergentes das empresas que não possuem altos impactos ambientais.

Referências

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

- Adams, R. B., Licht, A. N., Sagiv, L. (2011). Shareholders and stakeholders: how do directors decide? *Strategies Management Journal*, 32(12), 1331–1355. <https://doi.org/10.1002/smj.940>
- Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate social responsibility and firm risk: Theory and empirical evidence. *Management Science*, 65(10), 4451-4469. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043>
- Aouadi, A., & Marsat, S. (2018). Do ESG controversies matter for firm value? Evidence from international data. *Journal of Business Ethics*, 151(4), 1027-1047. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3213-8>
- Bae, K. H., El Ghouli, S., Gong, Z. J., & Guedhami, O. (2021). Does CSR matter in times of crisis? Evidence from the COVID-19 pandemic. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101876. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101876>
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Dalò, A. (2018). Fishing the corporate social responsibility risk factors. *Journal of Financial Stability*, 37, 25-48. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2018.04.006>
- Benlemlih, M., Shaukat, A., Qiu, Y., Trojanowski, G. (2018). Environmental and social disclosures and firm risk. *Journal of Business Ethics*, 152(3), 613–626. <https://doi.org/10.1007/s10551-016-3285-5>
- Bernile, G., Bhagwat, V., & Yonker, S. (2018). Board diversity, firm risk, and corporate policies. *Journal of Financial Economics*, 127(3), 588-612. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.12.009>
- Boubaker, S., Cellier, A., Manita, R., & 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>
- Bousslah, K., Kryzanowski, L., & M'zali, B. (2013). The impact of the dimensions of social performance on firm risk. *Journal of Banking & Finance*, 37(4), 1258-1273. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2012.12.004>
- Broadstock, D. C., Chan, K., Cheng, L. T., & Wang, X. (2021). The role of ESG performance during times of financial crisis: Evidence from COVID-19 in China. *Finance Research Letters*, 38, 101716. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101716>
- Bruna, M. G., Dang, R., Scotto, M. J., & Ammari, A. (2019). Does board gender diversity affect firm risk-taking? Evidence from the French stock market. *Journal of Management and Governance*, 23(4), 915-938. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2008.10.007>
- Calder-Wang, S., & Gompers, P. A. (2021). And the children shall lead: Gender diversity and performance

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

- in venture capital. *Journal of Financial Economics*, 142(1), 1-22.
<https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.06.026>
- Cao, C., Xia, C., & Chan, K. C. (2016). Social trust and stock price crash risk: Evidence from China. *International Review of Economics & Finance*, 46, 148-165.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.09.003>
- Cerqueti, R., Ciciretti, R., Dalò, A., & Nicolosi, M. (2021). ESG investing: A chance to reduce systemic risk. *Journal of Financial Stability*, 54, 100887. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2021.100887>
- Ciciretti, R., Dalò, A., & Dam, L. (2019). The contributions of betas versus characteristics to the ESG premium. *CEIS Working Paper*, 413, 1-34. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3010234>
- Chollet, P., & Sandwidi, B. W. (2018). CSR engagement and financial risk: A virtuous circle? International evidence. *Global Finance Journal*, 38, 65-81.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2018.03.004>
- Cumming, D., Leung, T. Y., & Rui, O. (2015). Gender diversity and securities fraud. *Academy of management Journal*, 58(5), 1572-1593. <https://doi.org/10.5465/amj.2013.0750>
- Costa, L., Sampaio, J. D. O., & Flores, E. S. (2019). Diversidade de gênero nos conselhos administrativos e sua relação com desempenho e risco financeiro nas empresas familiares. *Revista de Administração Contemporânea*, 23(6), 721-738. <http://doi.org/10.1590/1982-7849rac2019180327>
- Dadanlar, H. H., Abebe, M. A. (2020). Female CEO leadership and the likelihood of corporate diversity misconduct: evidence from S&P 500 firms. *Journal Business Research*, 118, 398-405.
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.07.011>
- DasGupta, R. (2021). Financial performance shortfall, ESG controversies, and ESG performance: Evidence from firms around the world. *Finance Research Letters*, 102487.
<https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102487>
- Dorfleitner, G., Kreuzer, C., & Sparrer, C. (2020). ESG controversies and controversial ESG: about silent saints and small sinners. *Journal of Asset Management*, 21(5), 393-412.
<https://doi.org/10.1057/s41260-020-00178-x>
- Dumitrescu, A., & Zakriya, M. (2021). Stakeholders and the stock price crash risk: What matters in corporate social performance?. *Journal of Corporate Finance*, 67, 101871.
<https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101871>
- El-Ghoul, S., & Karoui, A. (2017). Does corporate social responsibility affect mutual fund performance

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

- and flows?. *Journal of Banking & Finance*, 77, 53-63.
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2016.10.009>
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: Modelagem multivariada para tomada de decisões*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Feng, J., Goodell, J. W., & Shen, D. (2021). ESG rating and stock price crash risk: Evidence from China. *Finance Research Letters*, 102476. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2021.102476>
- Fernando, C. S., Uysal, V. B., & Abeysekera, A. P. (2019). An investor perspective on the black box of corporate social responsibility. *Journal of Applied Corporate Finance*, 31(2), 92-104.
<https://doi.org/10.1111/jacf.12351>
- Freeman, R. E. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge university press.
- Glass, C., Cook, A., & Ingersoll, A. R. (2016). Do women leaders promote sustainability? Analyzing the effect of corporate governance composition on environmental performance. *Business Strategy and the Environment*, 25(7), 495-511. <https://doi.org/10.1002/bse.1879>
- Gul, F. A., Srinidhi, B., & Ng, A. C. (2011). Does board gender diversity improve the informativeness of stock prices?. *Journal of Accounting and Economics*, 51(3), 314-338.
<https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.01.005>
- Hair Jr., F., Anderson, R. E., Tatham, R. L. & Black, W. C. (2006). *Análise multivariada de dados*. Porto Alegre: Bookman.
- Issa, A., & Hanaysha, J. R. (2023). Breaking the glass ceiling for a sustainable future: the power of women on corporate boards in reducing ESG controversies. *International Journal of Accounting & Information Management*, 31(4), 623-646. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-03-2023-0053>
- Ji, J., Peng, H., Sun, H., & Xu, H. (2021). Board tenure diversity, culture and firm risk: Cross-country evidence. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 70, 101276.
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101276>
- Khan, H., Hassan, R., & Marimuthu, M. (2017). Diversity on corporate boards and firm performance: An empirical evidence from Malaysia. *American Journal of Social Sciences and Humanities*, 2(1), 1-8. <https://doi.org/10.20448/801.21.1.8>
- Khaw, K. L. H., Liao, J., Tripe, D., & Wongchoti, U. (2016). Gender diversity, state control, and corporate risk-taking: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 39, 141-158.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.06.002>

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

- Kim, J. B., & Zhang, L. (2014). Financial reporting opacity and expected crash risk: Evidence from implied volatility smirks. *Contemporary Accounting Research*, 31(3), 851-875. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12048>
- Kim, Y., Li, H., & Li, S. (2014). Corporate social responsibility and stock price crash risk. *Journal of Banking & Finance*, 43, 1-13. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.02.013>
- Krüger, P. (2015). Corporate goodness and shareholder wealth. *Journal of Financial Economics*, 115(2), 304-329. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.008>
- Lenard, M. J., Yu, B., York, E. A., & Wu, S. (2014). Impact of board gender diversity on firm risk. *Managerial Finance*, 40(8), 787-803. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2013-0164>
- Lins, K. V., Servaes, H., & Tamayo, A. (2017). Social capital, trust, and firm performance: The value of corporate social responsibility during the financial crisis. *The Journal of Finance*, 72(4), 1785-1824. <https://doi.org/10.1111/jofi.12505>
- Liu, C. (2018). Are women greener? Corporate gender diversity and environmental violations. *Journal Corporate Finance*, 52, 118-142. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2018.08.004>
- Manita, R., Bruna, M. G., Dang, R., & Houanti, L. (2018). Board gender diversity and ESG disclosure: evidence from the USA. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(2), 206-224. <https://doi.org/10.1108/JAAR-01-2017-0024>
- Mohsni, S., Otchere, I., & Shahriar, S. (2021). Board gender diversity, firm performance and risk-taking in developing countries: The moderating effect of culture. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 73, 101360. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2021.101360>
- Muhammad, N., Scrimgeour, F., Reddy, K., & Abidin, S. (2015). The impact of corporate environmental performance on market risk: The Australian industry case. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 347-362. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2324-3>
- Muhmad, S. N., Ariff, A. M., Majid, N. A., & Kamarudin, K. A. (2021). Product market competition, corporate governance and ESG. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 17(1), 63-91. <https://doi.org/10.21315/aamjaf2021.17.1.3>
- Nadeem, M., Suleman, T., Ahmed, A. (2019). Women on boards, firm risk and the profitability nexus: Does gender diversity moderate the risk and return relationship? *International Review Economics Finance*, 64, 427-442. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.08.007>
- Nguyen, P. (2020). Board gender diversity and cost of equity. *Applied Economics Letters*, 27(18), 1522-

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

1526. <https://doi.org/10.1080/13504851.2019.1693693>

Nguyen, P., & Nguyen, A. (2015). The effect of corporate social responsibility on firm risk. *Social Responsibility Journal*, 11(2), 324-339. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2013-0093>

Oikonomou, I., Brooks, C., & Pavelin, S. (2012). The impact of corporate social performance on financial risk and utility: a longitudinal analysis. *Financial Management*, 41(2), 483-515. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2012.01190.x>

Orazalin, N. (2019). Board gender diversity, corporate governance, and earnings management: Evidence from an emerging market. *Gender in Management: An International Journal*. <https://doi.org/10.1108/GM-03-2018-0027>

Poletti-Hughes, J., & Briano-Turrent, G. C. (2019). Gender diversity on the board of directors and corporate risk: A behavioural agency theory perspective. *International Review of Financial Analysis*, 62, 80-90. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2019.02.004>

Projeto de Lei 7.179/2017. (2017). *Dispõe sobre a participação de mulheres nos conselhos de administração das empresas públicas e sociedades de economia mista, suas subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União, direta ou indiretamente, detenha a maioria do capital social com direito a voto*. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=430ED282AE62F07A6E4D305B0CB46415.proposicoesWebExterno1?codteor=1541764&filename=Avulso+-PL+7179/2017

Qayyum, A., Rehman, I. U., Shahzad, F., Khan, N., Nawaz, F., Kokkalis, P., & Sergi, B. S. (2021). Board gender diversity and stock price crash risk: Going beyond tokenism. *Borsa Istanbul Review*, 21(3), 269-280. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.10.010>

Rath, C., Kurniasari, F., & Deo, M. (2020). CEO Compensation and Firm Performance: The Role of ESG Transparency. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, 4(2), 278-293. <https://doi.org/10.28992/ijSAM.v4i2.225>

Refinitiv, 2021. *Environmental, social and governance (ESG) scores from refinitiv*. https://www.refinitiv.com/content/dam/marketing/en_us/documents/methodology/refinitiv-esg-scores-methodology.pdf

Reguera-Alvarado, N., de Fuentes, P., & Laffarga, J. (2017). Does board gender diversity influence financial performance? Evidence from Spain. *Journal of Business Ethics*, 141(2), 337-350. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2735-9>

Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias ESG no Risco Financeiro

- Sassen, R., Hinze, A. K., & Hardeck, I. (2016). Impact of ESG factors on firm risk in Europe. *Journal of Business Economics*, 86(8), 867-904. <https://doi.org/10.1007/s11573-016-0819-3>
- Sciarelli, M., Landi, G., Turriziani, L., & Prisco, A. (2023). Does corporate sustainability mitigate firm risk? An empirical analysis on S&P 500 controversial companies. *Social Responsibility Journal*, ahead-of-print. <https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2021-0388>
- Shakil, M. H., Tasnia, M., Mostafiz, M. I. (2020). Board gender diversity and environmental, social and governance performance of US banks: moderating role of environmental, social and corporate governance controversies. *International Journal of Bank Marketing*, 39(4), 661-677. <https://doi.org/10.1108/IJBM-04-2020-0210>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, 102144. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2021.102144>
- Sharfman, M. P., & Fernando, C. S. (2008). Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management Journal*, 29(6), 569-592. <https://doi.org/10.1002/smj.678>
- Singh, A. (2020). COVID-19 and safer investment bets. *Finance Research Letters*, 36, 101729. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101729>
- Sila, V., Gonzalez, A., & Hagendorff, J. (2016). Women on board: Does boardroom gender diversity affect firm risk?. *Journal of Corporate Finance*, 36, 26-53. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2015.10.003>
- Skała, D., Weill, L. (2018). Does CEO gender matter for bank risk? *Economics Systems*, 42(1), 64–74. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2017.08.005>
- Sonza, I. B., & Valcanover, V. M. (2019). Can Gender Diversity Influence Liquidity and Risk of Companies?. *Base - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, 16(4), 614-638. <https://doi.org/10.4013/base.2019.164.05>
- Usman, M., Farooq, M. U., Zhang, J., Makki, M. A. M., & Khan, M. K. (2019). Female directors and the cost of debt: does gender diversity in the boardroom matter to lenders?. *Managerial Auditing Journal*, 34(4), 374-392. <https://doi.org/10.1108/MAJ-04-2018-1863>
- Xu, N., Li, X., Yuan, Q., & Chan, K. C. (2014). Excess perks and stock price crash risk: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 25, 419-434. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2014.01.006>
- Xue, R., Wang, H., Yang, Y., Linnenluecke, M. K., Jin, K., & Cai, C. W. (2023). The adverse impact of

**Efeitos da Divulgação Ambiental, Social, Mulheres no Conselho de Administração e Controvérsias
ESG no Risco Financeiro**

corporate ESG controversies on sustainable investment. *Journal of Cleaner Production*, 427, 1-10. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2023.139237>

Yin, Y., & Tian, R. (2017). Investor sentiment, financial report quality and stock price crash risk: Role of short-sales constraints. *Emerging Markets Finance and Trade*, 53(3), 493-510. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1093844>

Submetido: 28/02/2022

Aceito: 10/01/2024