

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO  
FECAP**

**MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**CLAUDINÉIA BOAVENTURA DE SOUSA**

**VALOR DE MERCADO E DISCLOSURE VOLUNTÁRIO:  
ESTUDO EMPÍRICO EM COMPANHIAS LISTADAS NA  
BM&FBOVESPA**

**São Paulo**

**2013**

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO  
FECAP**

**MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**CLAUDINÉIA BOAVENTURA DE SOUSA**

**VALOR DE MERCADO E DISCLOSURE VOLUNTÁRIO: ESTUDO EM  
COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada no Programa de Mestrado da  
Fundação Escola de Comércio Armando Álvares Penteado –  
FECAP como requisito para obtenção do título de Mestre em  
Ciências Contábeis.

**Orientador: Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva**

**São Paulo**

**2013**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO – FECAP

Reitor: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Graduação: Prof. Dr. Ary Jose Rocco Junior

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Coordenador de Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Cláudio Parisi

#### FICHA CATALOGRÁFICA

S237v

Sousa, Claudinéia Boaventura de

Valor de mercado e disclosure voluntário: estudo empírico em companhias listadas na BM&FBOVESPA / Claudinéia Boaventura de Sousa. - - São Paulo, 2013.

100 f.

Orientador: Prof. Dr. Aldy Fernandes da Silva.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Ciências Contábeis.

1. Divulgação de informações contábeis. 2. Organização - empresa. 3. Empresas - Finanças - Desempenho. 4. Valor (Economia).

**CDD 657.3**

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

**CLAUDINÉIA BOAVENTURA DE SOUSA**

### **VALOR DE MERCADO E DISCLOSURE VOLUNTÁRIO: ESTUDO EMPÍRICO EM COMPANHIAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada à Fundação Escola de Comércio Armando Álvares Penteado como requisito para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

#### **BANCA EXAMINADORA**

---

**Professora Doutora Máisa de Souza Ribeiro**  
Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo – FEA-  
RP/USP

---

**Professora Doutora Elionor Farah Jreige Weffort**  
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP

---

**Professor Doutor Aldy Fernandes da Silva**  
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP  
Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

**São Paulo, 20 de Fevereiro de 2013**

## DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus pais, que com suas ações, ensinaram-me a oferecer sempre o melhor e não desanimar nunca.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu orientador Professor Doutor Aldy Fernandes da Silva pela orientação, pelo conhecimento compartilhado e pelas valiosas contribuições e observações ao longo deste trabalho e por toda a compreensão durante essa etapa. À professora Doutora Máisa de Souza Ribeiro pela participação na banca de qualificação e pelas oportunas observações e significativas contribuições para essa pesquisa. À professora Doutora Elionor Jreige Weffort pelas relevantes contribuições e pela disponibilização de estudos sobre o tema que enriqueceram esse trabalho. Ao Professor Doutor Francisco Henrique Figueiredo Castro Junior pela participação na banca de qualificação e pelas contribuições pertinentes para a execução desse estudo. Ao coordenador do curso de mestrado da FECAP Professor Doutor Claudio Parisi e a todos os professores do curso que transmitiram e compartilharam com maestria os seus conhecimentos: Aldy Fernandes da Silva, Elionor Jreige Weffort, Francisco Henrique Figueiredo Castro Junior, Glauco Peres da Silva, Ivam Ricardo Peleias, Vilma Geni Slomski.

A todos os colegas do mestrado pela convivência e pelas experiências compartilhadas.

Um agradecimento especial àqueles que me ajudaram em momentos difíceis a não desanimar e seguir firme e por toda a ajuda. Meus amados: Eduardo Boaventura de Souza, Luiz Lima Monteiro, José Mário Jr. Almeida, Paula Boaventura de Sousa e Natália Boaventura Almeida.

E minha gratidão ao Criador pela vida, pelos desafios, oportunidades e conquistas que me permitem evoluir na jornada da vida.

## RESUMO

Este estudo analisou a relação existente entre o valor de mercado (mensurado pelo Q de Tobin) e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais, em relatórios de sustentabilidade das companhias listadas na BM&FBovespa. Foram analisados, as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), os Relatórios Anuais (RA) e os Relatórios de Sustentabilidade Empresarial (RSE), no período de 2007 a 2011. Os resultados apontam a existência de relação significativa e positiva entre a divulgação voluntária econômica e o valor de mercado das empresas; o mesmo não se dá em relação à divulgação voluntária ambiental que possui relação significativa, porém negativa em relação ao Q de Tobin, demonstrando um *trade-off* entre a visão do investidor e do gestor, pois tal divulgação é estrategicamente relevante do ponto de vista da gestão dos negócios. Não há evidência de relação significativa entre a divulgação social voluntária e valor de mercado das companhias. O estudo poderá contribuir para incentivar as companhias a divulgar informação voluntária de natureza econômica, social e ambiental tanto quantitativa como qualitativa, como medida estratégica, porém alinhada à sua missão e valores como forma de se comunicar com seus *stakeholders* e através desse canal obter vantagens quanto à eficiência na gestão e nas expectativas de continuidade dos negócios, atendendo ao *enforcement* de órgãos reguladores, da sociedade e de demais agentes que interferem nos negócios e possuem direitos legítimos. Tal incentivo representa medidas contingenciais e compensatórias capazes de reduzir riscos e transmitir responsabilidade corporativa e acompanham uma tendência global, a qual entende os fatores que envolvem ações de caráter ambiental e social como extensões da função social das empresas.

**Palavras-chave:** *Disclosure* voluntário. Valor de mercado. *Stakeholders*.

## ABSTRACT

This study examined the relationship between the market value (measured by Tobin's Q) and voluntary disclosure economic, social and environmental sustainability reports of companies listed on the BM&FBovespa. We analyzed the Standardized Financial Statements (SFS), Annual Reports (AR) and Sustainability Reports (SR) in the period from 2007 to 2011. The results indicate the existence of significant and positive relationship between voluntary disclosure economic and market value of companies, the same is not true with regard to voluntary disclosure environment that has a significant relationship, but negative in relation to Tobin's Q, demonstrating a trade vision-off between the investor and the manager, as such disclosure is strategically important from the viewpoint of business management. No evidence of a significant relationship between social voluntary disclosure and market value of companies. The study could help to encourage companies to voluntarily disclose information of an economic, social and environmental both quantitative and qualitative, as a strategic, yet aligned their mission and values as a way to communicate with their stakeholders and through that channel as to obtain benefits efficiency in management and business continuity expectations, given the enforcement of regulatory bodies, society and other agents that interfere in business and have direct legitimate. This incentive represents compensatory and contingency measures can reduce risks and transmit corporate responsibility and follow a global trend, which considers factors involving actions of a social and environmental function as extensions of social enterprises.

**Keywords:** Voluntary disclosure. Market value. Stakeholders.



## LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 – Histograma do valor de mercado mensurado pelo coeficiente Q DE TOBIN.....	59
FIGURA 2 – Valor de Mercado médio por setor.....	60
FIGURA 3 – IDT médio por setor.....	61
FIGURA 4 – IDE médio por setor.....	62
FIGURA 5 – IDS médio por setor.....	62
FIGURA 6 – IDA médio por setor.....	63
FIGURA 7 – Índices de <i>disclosure</i> por ano (IDT, IDE, IDS E IDA).....	64
FIGURA 8 – Diagrama de dispersão das variáveis independentes e de controle.....	64
FIGURA 9 – Histograma dos resíduos do modelo de efeitos aleatórios .....	67

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 – Variáveis de controle.....	46
QUADRO 2 – Métrica para análise de <i>disclosure</i> voluntários de informações econômicas.....	50
QUADRO 3 – Métrica para análise de <i>disclosure</i> voluntário de informações sociais.....	51
QUADRO 4 – Métrica para análise de <i>disclosure</i> voluntário de informações ambientais (exceto varejo e serviços).....	52
QUADRO 5 – Métrica para análise de <i>disclosure</i> voluntário de informações ambientais (varejo e serviços).....	53
QUADRO 6 – Informações não aplicáveis.....	54

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Composição da amostra.....	41
TABELA 2 – Ausência de informações voluntárias no período da pesquisa.....	42
TABELA 3 – Estatística descritiva das variáveis do estudo.....	58
TABELA 4 – Matriz de correlação de <i>Spearman</i> entre as variáveis.....	65
TABELA 5 – Modelo de Regressão para QTOBIN.....	66

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR - *American Depositary Receipts*

BACEN – Banco Central do Brasil

BM&FBOVESPA – Bolsa de Mercadorias e Futuro e Bolsa de Valores de São Paulo

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

CPC – Comitê de Pronunciamentos Contábeis

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DFP – Demonstrações Financeiras Padronizadas

ETHOS – Instituto Ethos de Responsabilidade Social

GRI – Global Reporting Initiative

IBASE – Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas

IBRACON – Instituto Brasileiro de Contadores

IDA – Índice de *Disclosure* Ambiental

IDE – Índice de *Disclosure* Econômico

IDS – Índice de *Disclosure* Social

IDT – Índice de *Disclosure* Total

ISE – Índice de Sustentabilidade Empresarial

NBC – Normas Brasileiras de Contabilidade

RA – Relatórios Anuais

ROA – *Return on asset*

ROE – *Retorno on equity*

RSE – Relatório de Sustentabilidade Empresarial

SFC – Secretaria Federal de Controle

STN – Secretaria do Tesouro Nacional

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	12
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....	12
1.2 PROBLEMA E HIPÓTESE DA PESQUISA .....	16
1.3 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA .....	18
1.4 OBJETIVO GERAL .....	22
1.5 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO .....	22
1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO .....	23
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	24
2.1 TEORIA POSITIVA DA CONTABILIDADE .....	24
2.2 EVIDENCIAÇÃO E VALOR DA EMPRESA .....	25
2.3 TEORIA DE INTERESSE DOS AGENTES .....	31
2.4 TEORIA DA DIVULGAÇÃO E SINALIZAÇÃO .....	31
2.5 DISCLOSURE VOLUNTÁRIO .....	33
2.5.1 RELATÓRIOS VOLUNTÁRIOS .....	36
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	40
3.1 DELIMITAÇÃO, POPULAÇÃO E AMOSTRA .....	41
3.2 DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS .....	42
3.2.1 VARIÁVEL DEPENDENTE .....	43
3.2.2 VARIÁVEIS DE CONTROLE .....	46
3.2.3. VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DE INTERESSE .....	48
3.2.4 INFORMAÇÕES NÃO APLICÁVEIS .....	54
3.3 TÉCNICA DE TRATAMENTO DE DADOS .....	54
3.4 LIMITAÇÕES DO ESTUDO .....	56
<b>4 RESULTADOS DA PESQUISA</b> .....	58
4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS .....	58
4.2. RELAÇÃO ENTRE <i>DISCLOSURE</i> E VALOR DE MERCADO DAS COMPANHIAS.....	65

<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>72</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>75</b>
APENDICE A – Amostra do estudo .....	85
APENDICE B – Índices de <i>disclosure</i> médio.....	88
APENDICE C – Estatísticas descritivas por setor .....	91
APENDICE D – Empresas com maiores índices de disclosure .....	94
APENDICE E – Modelo de dados .....	98
APENDICE F – Índices médios anuais.....	99

## 1 INTRODUÇÃO

Nesse capítulo é apresentado o contexto em que se inserem as empresas e os fatores que desencadearam condições para a iniciativa e ampliação do *disclosure voluntário*. São apresentadas também, as justificativas do estudo, os objetivos gerais e específicos e as contribuições do mesmo.

### 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

O mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores visando proporcionar a liquidez de títulos e intermediação de negócios, viabilizando a capitalização das empresas. No Brasil esse mercado começou a despontar a partir da década de 60, com a reforma na economia nacional e reestruturação do mercado financeiro a partir da instituição da Lei nº 4537/64, que tratava da correção monetária e criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN). Em seguida, o governo sancionou a Lei nº 4728/64 incentivando o desenvolvimento do mercado de capitais. Até então, o país vivia em um ambiente inflacionário e os investimentos se concentravam no mercado imobiliário. Essas medidas, a partir dos anos 60 buscavam incentivar os investimentos em títulos públicos e privados. Ao longo das décadas o governo instituiu uma série de leis e medidas visando à expansão e fortalecimento desse mercado.

Com o advento da Lei nº 6.404/76, nova Lei das Sociedades por Ações e a Lei nº 6.385/76, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) inseriu-se no mercado uma instituição governamental com objetivo de regulamentar e desenvolver o mercado de capitais e de fiscalizar as Bolsas de Valores e as companhias de capital aberto. Tais medidas ainda não haviam sido capazes de fortalecer o mercado de capitais brasileiro, porém, o país caminhava para expressivas mudanças no campo econômico e social. Ao longo das décadas de 70, 80 e 90, experimentou diversos planos econômicos visando à estabilização econômica e o controle da inflação com o intuito de promover o crescimento econômico e, dentre outras questões, assegurar a credibilidade do mercado de capitais brasileiro.

Em 2000, iniciou-se um novo plano econômico e um processo de estabilização econômica que culminou com a instituição de uma nova moeda a partir do Plano Real. Embora, as medidas econômicas preparavam um bom ambiente para

os investimentos no país desde a década de 90, ainda era necessário assegurar a transparência nos negócios garantindo os direitos dos acionistas, especialmente, os minoritários.

Até aqui, o país experimentava mudanças no nível de exigências de investidores, mercado e sociedade. Paralelas às mudanças conjunturais, surgiram mudanças na forma de se fazer negócios, com novos conceitos inseridos na gestão e as empresas ultrapassando as relações formais nos negócios e comunicando-se com diversos públicos.

Com a expansão do mercado de capitais e o reconhecimento da influência da atividade empresarial no meio ambiente, a visão de negócios das empresas começou a se estender para além das expectativas de lucros, alcançando também, as expectativas de desempenho; do ponto de vista da gestão dos negócios e do bem estar de um grande número de agentes sociais que se relacionam com elas de forma direta ou indireta (LIMA et al., 2007; GRAY; BEBBINGTON; WALTERS, 2001).

Esses agentes estão representados na sociedade pelos acionistas, administradores, funcionários, fornecedores, clientes, governo, consumidores e entidades não governamentais, dentre outros grupos e, para os quais as empresas reconhecem a legitimidade de seus interesses. Tais interesses não estão orientados para o mesmo objetivo, entretanto, à medida que a empresa volta suas atenções para esses grupos, ela espera melhorar o relacionamento existente entre ela e o ambiente em que está inserida como uma forma de estabelecer uma boa relação de coexistência e conseqüentemente não enfrentar restrições na execução das suas atividades e nem prejuízos relacionados à sua imagem e desempenho, no sentido mais amplo (FREEMAN, 1984; GRAY; BEBBINGTON; WALTERS, 2001).

Essa boa relação entre a empresa e ambiente pode ser alcançada quando a mesma assume o compromisso de promover o bem estar dos agentes, sem prejuízo dos seus negócios. Tal compromisso envolve a compatibilização de interesses, sem a qual se torna conflituosa essa relação.

A sociedade atual demanda compromisso das empresas com causas consideradas emergentes e circunstâncias como a proteção do meio ambiente e comprometimento ético das mesmas e essa demanda exige que as empresas desenvolvam uma cultura organizacional voltada para a responsabilidade social e

ambiental (TINOCO; KRAEMER, 2004). Embora, essa exigência represente uma expectativa dos agentes sociais inseridos no mesmo ambiente das empresas, refere-se também a capacidade de gestão dos negócios. Desse modo, a contabilidade assume uma abordagem social e conforme Gray (2000), essa abordagem deve exigir das empresas evidenciação de informações de caráter social, ambiental e econômico em sua forma qualitativa e quantitativa.

A cultura organizacional voltada para uma amplitude de variáveis que contemplam iniciativas sustentáveis permeia as ações das empresas de forma estratégica com a garantia de sobrevivência e adaptação diante das mudanças conjunturais. Dessa forma, o novo desafio das organizações é desenvolver estratégias que assegurem um bom desempenho econômico, social e ambiental (CARROLL, 1979; VELLANI; RIBEIRO, 2009).

No contexto atual, os aspectos econômico, social e ambiental sugerem às empresas uma responsabilidade que lhes permitirá alcançar seus objetivos e metas e garantir-lhes a continuidade. O panorama como se vem estabelecendo desencadeou diversos estudos dos fenômenos relacionados à divulgação voluntária e seus efeitos (GRAY; KOUHY; LAVERS, 1995; DEEGAN, 2004; CLARKSON, 2008; MURCIA, 2009; dentre outros). Tal percepção corrobora com os estudos de Al-Tuwaijri, Christensen e Hughes (2004), onde os mesmos estudaram empresas norte-americanas e identificaram que as decisões baseadas nas estratégias e políticas corporativas voltadas para ações ambientais e sua divulgação influenciam positivamente o desempenho econômico.

Reconhece-se assim que, a divulgação é o meio pelo qual as empresas se comunicam com o seu público de interesse e através da mesma desenvolvem mecanismos como forma a alcançar os seus objetivos estratégicos e de mercado. Uma cultura organizacional construída a partir de uma boa política de divulgação e responsabilidade empresarial ao longo dos tempos contribui para a construção da imagem da empresa perante a sociedade e aos potenciais investidores no interesse de fortalecer sua reputação e lastrear a sua conduta quanto às questões relacionadas à ética e a responsabilidade econômica e socioambiental. (ZARZESKI, 1996; GRAY; BEBBINGTON; WALTERS, 2001).

A divulgação também se refere a um mecanismo de diferenciação que proporciona ao mercado atribuir valor à empresa em razão dessa diferenciação. No

contexto atual, em que a informação tem extrema relevância em diversos aspectos da atividade empresarial, a iniciativa de divulgar informações de natureza econômica, social e ambiental, de forma voluntária, representa uma possibilidade de aproximação entre as empresas e os usuários da informação contábil. Essa aproximação decorre da necessidade surgida com a inserção da atividade empresarial em um contexto holístico, onde a empresa reconhece a legitimidade de interesses de agentes que se relacionam com ela de forma indireta e como isso, absorve os benefícios dessa relação com a valoração de sua imagem, reputação e conseqüentemente seu valor de mercado.

A visão de abarcar o interesse de um grande número de agentes diretos e indiretos decorre especialmente da capacidade desses agentes influenciarem o desempenho da empresa. Contudo, na visão tradicional (FRIEDMAN, 1963), a função-objetivo da empresa volta-se integralmente para os *shareholders* que representam os agentes envolvidos diretamente com os negócios e para os quais as empresas direcionam todos os esforços no sentido de alcançar o lucro. Superando as ideias iniciais da visão tradicional, as mudanças conjunturais abriram espaço para discussão sobre a influência de outros agentes que impactam a vida da empresa, e devido a essa percepção seria arriscado ignorar tais agentes (JENSEN, 2001). Os estudos sobre o fenômeno da divulgação surgiram a partir dos trabalhos de Akerlof (1970), Spence (1973) e Ross (1977), onde os mesmos estudaram o fenômeno da sinalização e explicitaram as dinâmicas das relações entre os emissores e receptores de sinais e a forma como assimilam tais sinais.

No processo de desenvolvimento das estratégias voltadas para ações sustentáveis, as organizações necessitam identificar quem são seus agentes diretos (*shareholders*) e indiretos (*stakeholders*), e como esses se relacionam com as mesmas, pois as necessidades de cada grupo de agentes não são orientadas para o mesmo objetivo e assim, o compromisso que a empresa tem com esses grupos assumem posições distintas. Essa dinâmica entre agentes diretos e indiretos é mencionada por Donaldson e Preston (1995), os quais reconhecem a interdependência entre as empresas e a sociedade e asseguram a possibilidade de atendimentos das demandas de ambos os grupos envolvidos com a organização.

Diante desse panorama, alguns estudos ao longo das décadas analisaram a relação entre práticas de responsabilidade socioambiental ou evidenciação de



informações voluntária, identificando algumas relações positivas e outras negativas ou nulas entre divulgação e desempenho. Olfa e Ezzedine (2007) observaram uma correlação positiva entre a responsabilidade social e o desempenho financeiro, observando o tamanho da empresa e a responsabilidade social marginal. Através de testes estatísticos, Rezende (2006), demonstrou que os fundos brasileiros de investimento socialmente responsáveis possuem melhor *performance* quanto à relação risco *versus* retorno e, Russo e Fouts (1997) demonstraram uma associação entre um alto desempenho ambiental e rentabilidade.

Tais estudos corroboram com a percepção da evolução experimentada nesse cenário de preocupações voltadas para iniciativas de caráter social e ambiental e partir daí, os procedimentos de evidenciação nortearam as pesquisas sobre divulgação socioambiental com um aumento no número de estudos sobre divulgação voluntária a partir dos anos 90 (DEEGAN, 2004). Os relatórios anuais e de sustentabilidade passaram a ser um importante meio de divulgação e comunicação entre as empresas e seus *stakeholders*, ganhando um grande espaço na mídia corporativa (GRAY; BEBBINGTON; WALTERS, 2001) e segundo Ludícibus (1997) por ser descritivo e menos técnico, alcança um maior número de usuários por sua facilidade de compreensão.

## 1.2 PROBLEMA E HIPÓTESE DE PESQUISA

O panorama atual em que as empresas encontram-se inseridas apresenta-se sob a influência de diversos fatores que interagem com os negócios das organizações. Essa influência, conforme Gray, Kouhy e Lavers (1995) reflete na cultura e valores organizacionais das companhias e por isso, demanda uma conciliação de interesses em razão dos diversos conflitos existentes entre os agentes envolvidos com a organização. Com a expansão dos negócios e do mercado de capitais decorrente do aumento do consumo e transformações econômicas expressivas nos modelos econômicos das nações ao longo das décadas, a atividade empresarial passou a ter grandes impactos no meio ambiente e na sociedade, o desempenho e as ações empresariais passaram a despertar o interesse de outros grupos de usuários da informação contábil, contemplando agora,

não só acionistas, credores e governos, mas também, consumidores, órgãos de controles socioambientais, sindicatos e outros. O que exigiu das empresas o desenvolvimento de um canal de comunicação entre ela e esses grupos. Esse canal representou a expansão de divulgação de informações, contemplando informações de natureza voluntária em seus aspectos econômicos, sociais e ambientais. Entretanto, algumas empresas ainda não possuem a percepção de que sinalizando responsabilidade socioambiental possam obter resultados mais efetivos e melhorarem o desempenho em variáveis que as expõem aos riscos e incertezas.

Segundo Vellani e Ribeiro (2009), a convergência de objetivos resultantes dos conceitos de Responsabilidade Social Corporativa e Sustentabilidade Empresarial nas empresas têm como objetivo fundamental integrar aspectos econômicos, sociais e ecológicos por meio de ações ecológicas. Essa integração gera valor aos acionistas e benefícios à comunidade além preservar a diversidade e os ecossistemas. Os objetivos das empresas caminham para um novo paradigma que se refere à maximização de valor decorrente de aspectos relacionados ao desempenho econômico, social e ambiental e a forma como o mercado assimila a divulgação dessas informações. Os aspectos subjetivos da atividade empresarial como os valores intangíveis que têm forte predominância nas organizações nos tempos atuais são componentes reconhecidos como criadores de valores. São identificados na divulgação corporativa de práticas relacionadas à forma de a empresa administrar o negócio, aspectos que já podem ser verificados nas práticas de governança corporativa.

Considerando a evidenciação como um mecanismo de redução de assimetria informacional (BUSHMAN; SMITH, 2001), as empresas com um melhor nível de divulgação tenderão a apresentar melhores expectativas aos investidores, aos clientes, consumidores, fornecedores, governo e sociedade em geral, em função da transparência e as leis do mercado tendem a valorar da melhor forma esses ativos.

A divulgação sendo obrigatória atende a preceitos básicos relativos à responsabilidade da empresa para com os agentes internos e externos, entretanto, quando uma empresa assume a iniciativa de divulgar informações de forma voluntária, esta almeja; além de atender as demandas dos usuários dessas informações; obter vantagens provenientes desta divulgação.

A partir dessa explanação, entende-se que o *disclosure* voluntário é capaz de contribuir com a criação de valor para o acionista e essa agregação de valor é possível ser identificada no valor de mercado da companhia. Além disso, o *disclosure* voluntário contribui para uma diferenciação entre as empresas no mercado de capitais, dando às mesmas, oportunidade de se mostrarem mais viáveis do que outras. Assim, levantou-se a seguinte questão de pesquisa quanto à divulgação voluntária: **existe relação entre valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais?**

Baseado no problema de pesquisa formulou-se as seguintes hipóteses para o estudo:

**H1:** existe uma relação significativa entre o valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto e a divulgação voluntária de informações econômicas.

**H2:** existe uma relação significativa entre o valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto e a divulgação voluntária de informações sociais.

**H3:** existe uma relação significativa entre o valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto e a divulgação voluntária de informações ambientais.

### 1.3 JUSTIFICATIVA DA PESQUISA

Este estudo se justifica em função da ampla inserção das empresas no contexto econômico, social e ambiental. As práticas relacionadas à responsabilidade social e ambiental têm se difundido largamente entre companhias de capital aberto nos últimos cinco anos e essa tendência decorre das mudanças conjunturais que demandam novas formas de relação entre as empresas e a sociedade. Entretanto, tal demanda não representa exclusivamente obrigações e custos para as organizações, elas podem vir acompanhadas de vantagens e benefícios para as empresas, uma vez que, as percepções dos investidores, do mercado financeiro e da sociedade, tendem a atribuir valor e preferência às empresas consideradas socialmente responsáveis.

Com o destaque das questões relacionadas à responsabilidade social e ambiental e o aumento no número de empresas que vêm divulgando informações de caráter voluntário, diversos autores têm se preocupado em estudar esse cenário (MURCIA; SANTOS, 2009; NELLING; WEBB, 2008; HASSEL; NILSSON; NYQUIST, 2005).

No Brasil, Borges, Rosa e Ensslin (2010) realizaram uma pesquisa descritiva com o objetivo de investigar a evidenciação das 20 maiores empresas brasileiras de papel e celulose no ano de 2006, segundo a edição anual do "Valor 1000", publicada pelo Jornal Valor Econômico, em agosto de 2007. Os autores analisaram os relatórios de sustentabilidade e os *sites* das empresas estudadas e identificaram que a maioria das empresas divulga práticas ambientais nos relatórios ou mesmo por meio da Internet, sendo o relatório de sustentabilidade o melhor meio de divulgação para os interessados na informação. Das práticas ambientais identificadas 74% foram divulgadas em ambos os documentos analisados, 14% somente nos Relatórios de Sustentabilidade e 12% apenas no *site*. Os Relatórios de Sustentabilidade são mais detalhados e evidenciam mais que os *sites*, devido ao segundo fazer o uso de linguagem mais simples com intuito de alcançar usuários diversos.

Murcia et al. (2008) analisaram especificamente a divulgação ambiental voluntária nas demonstrações financeiras de companhias listadas na BM&FBovespa no ano de 2006 usando um modelo de regressão. Foram analisados os relatórios DFPs de 48 empresas classificadas como de alto impacto ambiental. As variáveis analisadas foram: o tipo de notícia, a classificação da evidência e o veículo de divulgação e em seguida identificou-se os fatores que influenciaram a divulgação ambiental. Tais demonstrativos foram escolhidos para terem seus conteúdos analisados devido à relevância e a capacidade de comparabilidade. Através de um estudo feito a partir do estabelecimento de 8 categorias e 36 subcategorias a partir de arcabouço teórico, foi estabelecido um índice de *disclosure* para cada companhia, determinado pelas subcategorias evidenciadas nas empresas analisadas. Esse índice representou a variável dependente enquanto que as informações financeiras coletadas representaram as variáveis independentes. Características da informação ambiental, como evidenciação, tipo de notícia e localização, também foram analisadas. Variáveis como tamanho, empresa de

auditoria e participação no ISE tiveram significância no estudo. As três variáveis analisadas apresentaram correlação positiva indicando que empresas auditadas por 'Big Four', companhias maiores e presentes no ISE, evidenciam mais informações de caráter ambiental. A partir das variáveis investigadas, os autores concluíram que existe relação entre a informação ambiental apresentada de forma declarativa com uma notícia boa, divulgada no relatório da administração.

Ainda no Brasil, Alves e Borba (2009) analisaram por meio de uma pesquisa exploratória, a relevância da informação contábil ambiental para a tomada de decisão de investimento em uma companhia, buscando identificar a influência das informações ambientais na tomada de decisão na perspectiva do sujeito da decisão. Para a pesquisa foram utilizados 32 estudantes de pós-graduação, divididos em dois grupos. Cada estudante deveria tomar a sua decisão sob duas condições distintas e independentes entre si: em uma visão em longo prazo; e, em curto prazo a partir de informações homogêneas disponibilizadas para os grupos. Dos 32 participantes, 22% consideraram a informação contábil ambiental altamente relevante para a decisão de investimento e 9% dos participantes identificaram a mesma como a segunda mais relevante para sua decisão. Não foi possível quantificar a magnitude dessa influência, pois, esse não era objetivo de tal estudo. Segundo os autores, os dados apresentados indicaram que a evidenciação de informações relacionadas ao meio ambiente nas demonstrações contábeis ou no relatório da administração influencia a decisão de investimento em uma companhia.

Murcia e Santos (2009) estudaram, de um ponto de vista geral, os fatores que influenciam a divulgação voluntária das 100 maiores companhias abertas e não financeiras no Brasil através da análise das demonstrações financeiras padronizadas do ano de 2007, utilizando um modelo de regressão múltipla. Para estabelecer um nível de divulgação, determinaram uma métrica que compreendeu 6 categorias e 43 subcategorias como: Ambiente de Negócios (8), Atividade Operacional (8), Aspectos Estratégicos (8), Informações Financeiras (7), Índices Financeiros (4) e Governança Corporativa (8). Os autores concluíram que as empresas com melhores práticas de governança corporativa possuem maiores níveis de *disclosure* voluntário. Os resultados mostraram que empresas maiores, pertencentes ao setor elétrico, que possuem *American Depositary Receipts (ADRs)* nos níveis II e III na Bolsa de Nova Iorque (NYSE) e que aderem aos níveis diferenciados de governança corporativa da

BM&FBovespa, possuem, em média, um maior nível de *disclosure* voluntário. Variáveis como tamanho da empresa, governança e internacionalização tiveram significância estatística na análise.

Rover et al. (2009) estudaram os fatores que influenciam a divulgação ambiental numa amostra de 57 empresas potencialmente poluidoras. O estudo foi feito com base nas DFPs e Relatórios de Sustentabilidade de empresas listadas na Bovespa no período de 2005 a 2007. Nos estudos dos autores foram formuladas 7 hipóteses para explicar fatores individuais para a divulgação ambiental nas empresas e essas, testadas por meio de modelos estatísticos. Tais hipóteses referem-se a tamanho, rentabilidade, endividamento, empresa de auditoria, sustentabilidade, internacionalização e publicação do relatório socioambiental. Os resultados da pesquisa evidenciaram um total de 6.182 sentenças ambientais, sendo 73% divulgadas nos RS e 27% nas DFPs.

Cesar e Silva Jr. (2008) investigaram a relação entre *performance* ambiental e desempenho financeiro das empresas com ações negociadas na BM&FBovespa e que publicam regularmente balanço Social no Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE). A mensuração da *performance* social e ambiental foi feita a partir de indicadores internos e externos baseados nos relatórios ambientais, e a *performance* financeira foi mensurada a partir ROA (retorno sobre ativos) e do ROE (retorno sobre patrimônio líquido), utilizando a base de dados Economática®. Com o estudo observou-se que tanto o ROA como o ROE tem relação significativa com desempenho ambiental. Os resultados alcançados mostraram que os investimentos sociais numa empresa podem justificar-se não somente por aspectos éticos ou filosóficos, mas também econômicos, destacando-se que as relações ora se fizeram positivas, ora negativas indicando demandar atenção administrativa nestes recursos dispendidos. Fora do Brasil, muitos estudos dessa natureza também são encontrados.

Na literatura estrangeira, Hassel, Nilsson e Nyquist (2005) estudaram a relação entre a informação ambiental e o valor de mercado de empresas suecas a partir de um modelo de avaliação de renda residual que expressa o valor de mercado das ações condicionado ao valor contábil do patrimônio líquido, lucros contábeis, e do desempenho ambiental, onde a última variável foi usada como uma *proxy* para obter informações de valor relevante. Os autores identificaram uma

relação negativa entre valor de mercado e desempenho ambiental e poder explicativo incremental para as variáveis e concluíram que essa relação negativa se deu em função da orientação do mercado para o curto prazo e das expectativas de diminuição de lucros dos investidores.

Nelling e Webb (2008), com uma amostra de 600 empresas americanas, no período de 1993 a 2000, estudaram a relação causal entre responsabilidade e desempenho financeiro medido pelo retorno de ações e identificaram uma forte relação positiva entre investimentos socioambientais e o retorno das ações.

Aras, Aybars e Kuthu (2010) investigaram a relação entre a responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro das empresas pertencentes ao índice Istanbul Stock Exchange no período de 2005 a 2007. Os autores encontraram uma relação entre o tamanho da empresa e a responsabilidade social, mas não identificaram qualquer relação significativa entre responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro / rentabilidade.

Os estudos apresentados demonstram o aumento com a preocupação da responsabilidade socioambiental e a necessidade de compreender o processo, relação, comunicação e divulgação entre as empresas e seus agentes. Diante desta argumentação é importante identificar e analisar os efeitos da divulgação de informações voluntárias no valor de mercado das companhias.

#### 1.4 OBJETIVOS GERAIS

O objetivo geral do estudo é compreender a relação entre o valor de mercado e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais. Através da análise das DFPs, os RAs e RSEs busca-se evidências empíricas que comprovem a relação significativa entre o valor de mercado medido pelo Q de Tobin e o *disclosure* voluntário de informações econômicas, sociais ou ambientais.



## 1.5 CONTRIBUIÇÕES DO ESTUDO

A percepção da relevância da informação e a capacidade de influenciar os agentes envolvidos na organização na tomada de decisão remetem à capacidade de atribuição de valor à empresa em função de sua transparência e responsabilidade quando da divulgação. Sendo assim, o estudo contribuirá para incentivar as companhias a divulgar informação de natureza econômica, social e ambiental de forma voluntária tanto quantitativa como qualitativa, como uma medida estratégica alinhada à missão e aos valores da organização, permitindo desenvolver canais de comunicação com seus *stakeholders* e através desses canais, obter vantagens quanto à eficiência na gestão e nas expectativas de continuidade dos negócios. Além disso, incentivar a adoção de medidas contingenciais e compensatórias capazes de reduzir riscos e transmitir responsabilidade corporativa, acompanhando uma tendência global onde se busca ações de caráter ambiental e social como extensões da função social das empresas. Tal incentivo busca facilitar o entendimento dos relatórios permitindo aos investidores/acionistas e ao mercado obter informações de forma segura, transparente e fidedigna para tomada de decisão, dando confiabilidade às informações divulgadas de forma voluntária.

## 1.6 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho está dividido em cinco capítulos. No capítulo 1, aborda-se o contexto e o panorama sobre a informação contábil, a divulgação contábil e as expectativas dos usuários da informação contábil. O capítulo 2 apresenta a fundamentação teórica do estudo a partir das teorias relacionadas à divulgação voluntária e as medidas relacionadas a valor de mercado, seguido dos principais estudos sobre *disclosure* voluntário. O capítulo 3 apresenta a metodologia da pesquisa contemplando a amostra, as variáveis e modelo de análise de dados. No capítulo 4 apresenta-se a análise descritiva e os resultados alcançados com a pesquisa e por fim, no capítulo 5, as considerações finais.



## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Neste capítulo é abordada a fundamentação teórica do estudo contemplando a teoria da divulgação e teoria de interesse dos agentes, citando também a influência de outros aspectos inerentes a essas teorias como a assimetria de informação, o risco moral e a seleção adversa. A abordagem da pesquisa segue a vertente da Teoria Positiva da Contabilidade.

### 2.1 TEORIA POSITIVA DA CONTABILIDADE

Com base em fundamentos teóricos e hipóteses testadas por Watts e Zimmerman (1986), os estudos em contabilidade orientados pela teoria positiva consolidaram-se, originados dos trabalhos de Ball e Brown (1968). De acordo com Watts e Zimmerman (1986), o uso do termo *pesquisa positiva* foi popularizado em economia por Friedman (1963) e usado para distinguir a investigação que procurou explicar e prever fenômenos, a partir da visão normativa. Ludícibus, Martins e Carvalho (2005) destacam que as teorias normativa e positiva buscam pontos de convergência a fim de privilegiar o usuário da informação contábil. Os procedimentos contábeis são concebidos para reduzir custos de transação e a inferência sob esses permite explicar e predizer as práticas. (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Desse entendimento, surgiram estudos baseados na teoria positiva da contabilidade, que visavam analisar ou explicar os efeitos das práticas, escolhas e divulgação considerando aspectos externos relacionados ao ambiente, o que corrobora com o entendimento de Lopes e Martins (2005, p. 22), para os quais, “a escolha de um método para o trabalho com contabilidade está longe de ser uma questão meramente científica e técnica e possui raízes profundas no ambiente social e na força exercida pelas instituições locais”.

No estudo de Zarzescki (1996), a autora aborda os efeitos de divulgação de informações contábeis por nível de instrução de forma espontânea ou com interesses competitivos impactados por forças culturais, econômicas e de mercado,

concluindo que as forças de mercado afetam o nível de divulgação das empresas conforme o seu nível de atuação local ou internacional.

Percebe-se assim, que a informação contábil de natureza voluntária relativa aos negócios trata-se de uma nova demanda dos usuários da informação contábil, pois ela é um sinalizador de comprometimento, qualidade e responsabilidade na atuação de uma empresa e uma das garantias da continuidade dos negócios. Ao reconhecer a influência de fatores ambientais, econômicos e sociais nas práticas contábeis, entende-se que tais influências refletem a demanda informacional na qual determinada empresa encontra-se circunscrita pelas condições que lhe são inerentes, ou seja, os fatores determinantes da divulgação são fatores externos e passíveis de impactar os negócios conforme pacificado entre os autores. Esse arcabouço da teoria positiva em contabilidade fundamenta esse estudo em sua concepção teórica.

## 2.2 EVIDENCIAÇÃO E VALOR DA EMPRESA

A contabilidade como um sistema de informação tem expressiva responsabilidade em contribuir para o desenvolvimento e crescimento econômico e social. Essa demanda é uma nova exigência da sociedade no que se refere à função da empresa como agente econômico e social e conforme menciona Lima e Viegas (2002), “a contabilidade, como ciência social, passou a ser questionada sobre o desempenho ecológico das empresas na sociedade, tendo com isso uma nova perspectiva acerca de seu papel”. Assim, para atender a sua função de informar aos interessados torna-se necessário verificar se a contabilidade cumpre tal função e identificar quais informações são relevantes quanto à percepção dos usuários em tais informações.

Para Padoveze (2000, p. 43) “informação é o dado que foi processado e armazenado de forma compreensível para seu receptor e que apresenta valor real ou percebido para suas decisões correntes ou prospectivas”. Segundo a NBC T 1 (BRASIL, 1995, p. 78), “as informações geradas pela Contabilidade devem propiciar, aos seus usuários, base segura às suas decisões, pela compreensão do estado em

que se encontra a entidade, seu desempenho, sua evolução, riscos e oportunidades que oferece” e ainda diz:

A informação contábil deve ser em geral e antes de tudo, veraz e equitativa, de forma a satisfazer as necessidades comuns a um grande número de diferentes usuários, não podendo privilegiar deliberadamente a nenhum deles, considerado o fato de que os interesses destes nem sempre são coincidentes (BRASIL, 1995, p. 78).

Para que as empresas divulguem informações relevantes que contemplem a sua atuação no meio em que estão inseridas e atendam aos interesses dos usuários, estas buscam compatibilizar a relação custo/benefício da divulgação. A contabilidade como um sistema de informação tem expressiva responsabilidade em contribuir com essa divulgação para o desenvolvimento e crescimento econômico e social. As ações socioambientais nas empresas, sua evidenciação e divulgação decorrem da necessidade surgida em relação à interação de mercados, a globalização e também aos grandes impactos das atividades empresariais no meio ambiente, sendo assim os relatórios confeccionados para esses fins são os objetos de interesse de estudos recentes sobre *disclosure* voluntário.

O estudo de Verracchia (2001) comprova que o *disclosure* voluntário impacta positivamente o desempenho das companhias, no entanto, não é qualquer tipo de informação que o mercado atribui relevância, pois o valor da informação divulgada é atribuído pelo receptor daquela informação.

Para Gray (2000), duas razões levam as empresas a divulgarem informações voluntárias de natureza social e ambiental. A primeira é a exigência de controle administrativo com enfoque gerencial; a segunda é a responsabilidade de atender aos anseios da sociedade. Já em seu estudo sobre divulgação voluntária, Verrecchia (2001) identificou três critérios utilizados pelas organizações para evidenciar suas informações voluntárias:

- a divulgação baseada em associação que trata da mudança do comportamento dos investidores em relação a preço e volume de negociações;
- a divulgação baseada em escolhas que se refere às escolhas dos administradores e os fatores que influenciam os mesmos a escolher determinada forma de divulgação e,
- a divulgação baseada em eficiência que se refere às preferências dos administradores em divulgar determinada informação, tendo uma informação anterior como um parâmetro de eficiência.

A despeito dos entendimentos de Gray (2000) e Verrecchia (2001) sobre os aspectos considerados na iniciativa de divulgar voluntariamente informações sociais e ambientais, Dye (2001) menciona que as empresas se preocuparão em divulgar somente informações que as favoreçam dispensando qualquer tipo de divulgação que possa causar um efeito contrário.

Contudo, a pressão crescente das partes interessadas é para que as empresas informem seu desempenho não econômico, o qual se refere ao desempenho social e ambiental. As expectativas da sociedade e demais partes envolvidas não estão mais limitados somente à geração do lucro e/ou o fornecimento de bens e serviços. (YONGVANICH; GUTHRIE, 2005).

A informação tendo como finalidade suporte para tomada de decisão cumpre essa finalidade através da divulgação, para quem a utiliza, sendo o usuário que atribuirá valor à mesma. Além disso, deve estar revestida de atributos tais como: confiabilidade, tempestividade, compreensibilidade e comparabilidade, conforme o CPC 00 (2011). Esses entendimentos reiteram a relevância da informação contábil como elemento direcionador das ações e decisões dentro de uma entidade.

Deste entendimento, é razoável supor que para que uma informação seja útil é importante que essa, uma vez divulgada, influencie a ação do agente receptor como um sinal emitido pelo agente emissor, de modo que a ação do agente receptor gere impacto sob o emissor daquela informação. O agente emissor como fonte da informação espera beneficiar-se positivamente com os efeitos da divulgação e, para tanto, a mesma deve estar revestida de atributos que lhe conferem esse efeito. Tal efeito pode se mostrar nulo se a informação em si ou a forma como foi divulgada apresentar-se reconhecidamente ineficiente ou ineficaz pelo o receptor, sendo percebida como uma informação incompleta (VERRECCHIA, 2001).

Com as exigências decorrentes da mudança de uma sociedade industrial para a sociedade da informação, surge a necessidade de adaptação das empresas dentro de uma realidade em que a informação é capaz de melhorar a comunicação e orientar as decisões dos agentes para a maximização e conseqüente criação de valor. Tal maximização de valor representa uma questão estratégica e de sobrevivência e, segundo Kraemer (2000) não poderá ser plenamente alcançada se outros objetivos não forem cumpridos como a responsabilidade social e ambiental. Nesse cenário, o papel da contabilidade de fornecedora de informações para tomada de decisão dos diferentes usuários possui um grande desafio de

atender tais demandas, uma vez que tais usuários não compartilham do mesmo interesse informacional, muito embora, esse interesse represente uma preocupação com o desempenho econômico, social e ambiental da empresa, enquanto agente econômico e social.

Conforme a NBC T 1 (BRASIL, 1995, p. 78), os usuários da informação contábil “são pessoas físicas ou jurídicas com interesse na entidade, que utilizam as informações contábeis desta para seus próprios fins, de forma permanente ou transitória”. Menciona ainda que:

Os usuários incluem, entre outros, os integrantes do mercado de capitais, investidores, presentes ou potenciais, fornecedores e demais credores, clientes, financiadores de qualquer natureza, autoridades governamentais de diversos níveis, meios de comunicação, **entidades que agem em nome de outros, como associações e sindicatos, empregados, controladores, acionistas ou sócios, administradores da própria Entidade, além do público em geral.** (BRASIL, 1995, p. 78, grifo nosso)

Dessa definição, compreende-se que a disponibilização da informação contábil contempla todos aqueles que estão sujeitos a sofrerem os impactos ou gozarem dos benefícios provenientes da atividade desempenhada por uma entidade em determinada região, interagindo direta ou indiretamente com esta. De acordo com esse entendimento, Ribeiro (1992) destaca que os movimentos sociais ambientalistas compreendem um novo tipo de usuário da informação contábil. Santos (1999) reforça que a Contabilidade passou a ter relevância no cenário econômico como um todo [...] e começa a ocupar espaço bastante importante nas relações sociais.

Essa perspectiva sobre a influência da atividade empresarial no ambiente é percebida ao longo de décadas, tendo um ponto de máximo nos dias atuais. Carroll (1979) desenvolveu a pirâmide de responsabilidade socioempresarial das empresas onde identificou quatro aspectos da responsabilidade social: responsabilidade discricionária, responsabilidade ética, responsabilidade legal e responsabilidade econômica.

A responsabilidade econômica constitui a base da pirâmide de Carroll e os aspectos sequenciais são requisitos que surgem à medida que os negócios avançam economicamente e representam outros interesses que deverão ser atendidos com a evolução dos negócios. Esses interesses são representados pela responsabilidade legal da empresa, que compreende a obrigatoriedade de

cumprimento dos dispositivos legais, seguido da responsabilidade ética que representam a relação da empresa como a sociedade e os valores que a mesma pretende disseminar e a responsabilidade discricionária que representa toda a relação entre a empresa e os diversos *stakeholders*. A pirâmide de Carroll permite concluir que o cenário onde as empresas atuam possui forte influência sobre ela e, à medida que as atividades se expandem, essa influência cresce significativamente por meio dos agentes envolvidos direta ou indiretamente com a empresa, o que demanda uma devida atenção e interação das empresas através de práticas de divulgação.

As mudanças no cenário econômico mundial ampliaram às relações existentes entre as empresas e os inúmeros agentes econômicos e sociais. Essa expressiva interação no ambiente empresarial desencadeado pelas práticas de divulgação desenvolveu uma forma de comunicação entre as empresas e a sociedade e, devido a essa ampla atuação no contexto socioeconômico, outros agentes vêm sendo contemplados.

Para Deegan (2004), a abordagem sobre legitimidade implica em reconhecer não haver separação entre forças sociais, políticas e econômicas e, portanto, na análise econômica tal relação deve ser considerada de forma inseparável. Esse entendimento justifica-se ao reconhecer a influência da comunidade sobre as práticas empresariais, o que exige que as empresas estabeleçam um parâmetro de atuação que atenda aos anseios da sociedade e, quando não alcança um ponto de conciliação, demanda intervenções governamentais nas ações das empresas. Por essa razão, a preocupação em compatibilizar o antagonismo entre essas forças refere-se à necessidade de se evitar restrições à sua atuação na sociedade. O conflito de interesses nesta relação é, na maior parte das vezes, desencadeado pela assimetria de informação entre os agentes.

Akerlof (1970) mostra que o problema de assimetria informacional pode levar ao colapso do mercado devido à seleção adversa e o contrário, que se refere à divulgação, permite reduzir as incertezas dos investidores quanto aos resultados (ALENCAR, 2007). Tal percepção pode se expandir para além do mercado financeiro, contemplando também a presença das empresas em diversos setores no campo cultural, social e ambiental e essa perspectiva trata-se da influência dos agentes sociais externos e a capacidade desses em interferir no desempenho da empresa e na imagem perante a sociedade. De acordo com Vellani e Ribeiro (2009),

devido às exigências legais, contratuais e oportunidades de redução de custos, incremento de receitas e melhoria na imagem corporativa, as empresas vêm incorporando em suas estratégias e tomadas de decisão, o conceito de desenvolvimento sustentável. Essas medidas permitem conciliarem divergências de interesses na relação entre os agentes.

No contexto das escolhas contábeis sobre divulgação, Healy e Palepu (2001) mencionam que as principais divergências referem-se à assimetria das informações e de conflitos de agência entre administradores e investidores. Os administradores assumem critérios de divulgação que envolve a decisão sobre qual tipo de informação e de que forma se divulgar (VERRECCHIA, 2001) e nessa percepção tomariam suas decisões baseados, primeiramente, em seus próprios interesses, o que levam aos acionistas a decidirem por estabelecerem critérios para assegurar benefícios para que estes divulguem mais informações.

Segundo Baums (2002), os investidores racionais, por sua vez, estão dispostos a assumir o risco de se investir em uma empresa, em função de sua desvantagem quanto à informação, desde que as empresas assegurem um prêmio em razão da informação incompleta que lhes é divulgada. Assim, o processo endógeno de divulgação permite estabelecer um critério onde os acionistas atribuem alguma vantagem para que os gestores divulguem informações sobre o negócio e tal conflito de interesse estudado na teoria da agência explicou as decisões dos acionistas.

Diante dessa realidade, outros agentes passaram a ter seus interesses considerados no processo de escolhas contábeis sobre divulgação. Os acionistas não são os únicos detentores dos recursos, outras partes interessadas como funcionários, clientes, fornecedores, credores, comunidades e governo também têm uma reivindicação legítima sobre a empresa, porque estas partes interessadas dotam a empresa de recursos críticos e esperam que, em troca, os seus interesses sejam satisfeitos (FREEMAN, 1984).

Nos modelos da teoria econômica clássica e neoclássica, as firmas existem para maximizar a riqueza de seus proprietários, sendo essa, a única função das empresas. Contudo, uma firma existe também, por que a sociedade viabiliza e lhe confere o direito de atuar, pois, para atingir determinados objetivos, é necessário que outros interesses possam ser atendidos.



Dessa compreensão é que surgem as teorias que explicam e fundamentam a relação entre as empresas e demais agentes sociais. Teorias como a dos *stakeholders*, *shareholders*, sinalização e divulgação explicam as razões e motivos que influenciam as ações e decisões dos agentes. Para os estudiosos, essas relações são muitas vezes divergentes e ocorrem devido à assimetria de informação. Economistas neoclássicos como Friedman e Miles (2002) defendem que a única função de uma empresa é gerar lucro para seus *shareholders*, ou seja, seus proprietários ou acionistas. Desses modelos surgiram teorias favoráveis e contrárias a essa visão, quais sejam, a teoria dos *shareholders* e a teoria dos *stakeholders*.

### 2.3 TEORIA DO INTERESSE DOS AGENTES

A teoria dos *shareholders* ignora a relação existente entre responsabilidade social e desempenho econômico e financeiro, enquanto que a teoria dos *stakeholders* reconhece um efeito positivo nessa relação. A divergência entre ambas não encontra estudos pacificados entre autores contrários ou favoráveis às mesmas. Porém, autores que defendem a teoria dos *shareholders*, como Jensen (2001), Brealey, Myers e Allen (2008), dentre outros, reconhecem a importância de atender nas devidas proporções, os interesses dos *stakeholders*, pois, suas percepções e interesses podem, quase sempre, influenciar o desempenho e até mesmo, os resultados financeiros e econômicos das empresas.

Autores que defendem uma visão de função mais ampla para empresas, que contempla não somente os interesses dos *shareholders*, mas também dos *stakeholders*, argumentam que essa visão permite compreender o processo de geração de riqueza e direcionar as ações dos administradores frente aos negócios. Hill e Jones (1992) argumentam que uma empresa é um nexo de contratos (implícitos e explícitos onde buscam representar interesses divergentes) que representam os relacionamentos entre os *stakeholders*.

### 2.4 TEORIA DA DIVULGAÇÃO E SINALIZAÇÃO

A teoria da divulgação busca explicar o fenômeno da divulgação de informações contábeis e defende um processo endógeno, no qual, as empresas recebem incentivos para divulgar informações aos interessados (baseado em



associações e incentivos) ou exógeno conforme as ações individuais dos investidores (baseada em julgamentos).

Verrecchia (2001) identificou uma associação positiva entre divulgações voluntária e as receitas das empresas e concluiu que se não há custos de divulgação, a empresa recebe incentivo para divulgar toda a informação sem custo (*full disclosure*). Entretanto, à medida que os custos de divulgação aumentam, as empresas são desestimuladas a divulgar mais informações voluntariamente, concluindo que, o benefício da divulgação deve ser superior ao custo, para que a empresa sinta-se compelida à divulgação voluntária.

Em 1970, Akerlof em *The Market for Lemons* procurou explicar a assimetria informacional apresentando um estudo sobre o mercado de carros usados abordando o problema da seleção adversa. Para esse autor, o mercado de carros usados é identificado com um mercado de limões devido à assimetria de informação existente entre compradores e vendedores, onde os compradores não detêm informações para distinguir entre os carros bons e os ruins. Diante desse problema, os compradores não conseguem avaliar se os carros são bons ou ruins e atribuem assim um preço médio a ambos, levando os vendedores dos carros bons a deixarem o mercado, pois não recebem incentivos para vender seus carros a preços médios que correspondem a um valor inferior do que de fato valeriam os carros bons, sendo tal situação vantajosa para vendedores de carros ruins (*lemons*), cujo valor é, em contrapartida, superiores ao valor real dos mesmos.

A partir dos estudos de Akerlof (1970), Spence (1973) e Ross (1977), estudaram a sinalização buscando explicar as motivações que influenciam a divulgação voluntária de informações pressupondo que, nos mercados existem empresas de dois tipos: as boas e as más e, esses mercados não conseguem diferenciar os dois tipos de empresas devido à assimetria de informação. Assim, as boas empresas são subavaliadas em seu desempenho, não conseguindo, dessa forma, diferenciarem-se em relação às más empresas. Esse cenário dá às boas empresas, incentivos para sinalizar ao mercado as suas boas qualidades como uma estratégia de diferenciação quanto às demais. Spence (1973) ainda comenta que, na medida em que as empresas assumem sinais, elas podem emitir sinais de forma neutra, positiva ou negativa junto às partes interessadas.

Para que se atendam aos objetivos, essa sinalização deve ocorrer a partir da divulgação de informações de boa qualidade e permitindo que interessados nas

informações divulgadas avaliem tais informações como uma maneira de identificar a capacidade de desempenho dessas boas empresas. Entretanto, Spence (1973) menciona que existem custos associados à sinalização e que estes permitem assegurar a credibilidade das informações, muito embora, nem todo custo associado possa garantir a credibilidade da informação, contudo, a confirmação quanto à credibilidade de informações divulgadas são essenciais para garantir que tais sinais sejam críveis. Além disso, embora a emissão de sinais seja uma estratégia para reduzir a assimetria de informação, os custos associados a esses sinais devem ser inferiores aos benefícios que se pretendem alcançar, portanto, a divulgação voluntária justifica-se à medida que os receptores da informação julgam-nas relevantes para os seus propósitos específicos e, esses julgamentos, conseqüentemente, reflitam impactos positivos junto ao emissor.

Segundo Bushman e Smith (2001), a contabilidade funciona como um mecanismo de redução de assimetria de informação e de conflitos e em razão desse entendimento, essa redução de assimetria tende a propiciar alguma vantagem em razão do aumento na transparência das ações das empresas.

## 2.5 DISCLOSURE VOLUNTÁRIO

Segundo Lima et al. (2007), a busca dos investidores por maior *disclosure*, *accountability* e comportamento ético por parte das empresas, tem se tornado uma constante. Ainda de acordo com Lima et al. (2007), no conjunto total do *disclosure* de uma empresa não está contida apenas a parcela de informação que é regulada por lei, mas também a veiculação de toda informação que seja útil para a tomada de decisões pelos *stakeholders*. Assim, o *disclosure* pode ser tanto obrigatório; contemplando diversas obrigações regulamentares expedidas por órgãos oficiais e governo, como voluntário envolvendo informações discricionárias de natureza qualitativa e ou quantitativa em relatórios elaborados para tais fins, visando aumentar a transparência e reduzir a assimetria informacional.

Conforme Goulart (2003), a “transparência” é reconhecida quando a empresa divulga tanto informações “positivas” como também as “negativas”, pois desta forma estaria contribuindo no sentido de informar com fidedignidade sua situação. Ludícibus (1997) reforça que o *disclosure* é um compromisso inalienável da contabilidade com seus usuários e com os próprios objetivos. A regulação contábil

representa a intervenção da sociedade nas práticas e na atuação das entidades, submetendo o contabilista e as empresas às regras e limites estabelecidos pelos órgãos reguladores criados para tais fins, limitando as escolhas e práticas contábeis desses. A regulação também se refere à tentativa de determinar e aperfeiçoar a qualidade das informações contábeis divulgadas pelas empresas. O estabelecimento de normas para preparação e divulgação de informações contábeis compreende um processo que envolve conflitos de interesses entre os órgãos reguladores e as entidades reguladas, em razão dessas normas não atender todos os interesses possíveis. Dessa forma, exige uma conciliação de conflitos no que tange a necessidade de informação dos usuários.

O cenário que envolve decisões sobre práticas e escolhas contábeis encontra-se sobre a influência de valores culturais, econômicos, sociais e ambientais, conforme Zarzeski (1996), não permitindo assim, concluir que a instituição de padrões de divulgação para diversos tipos de empresas e setores nas mais diversas regiões ou países possa atender aos interesses dos usuários da informação contábil.

A divulgação de informações de natureza compulsória possibilita, ao governo na pessoa de seus órgãos regulatórios e fiscalizadores, conhecimento sobre as práticas e a situação econômico-financeira das empresas, facilitando a sua atuação como agente normatizador e fiscalizador da economia de um país. Tem como outras prerrogativas a promoção, orientação do crescimento e fortalecimento de mercados de bens de consumo, de capitais e o crescimento econômico e social. No Brasil, um dos fundamentos legais da regulamentação é a Lei nº 6.404/76 alterada pela Lei nº 11.638/08. A função reguladora do governo perante as divulgações de informações no interesse dos usuários da informação contábil não pode ser plenamente alcançada, levando-se em conta que não é possível para o mesmo saber qual é este usuário e qual a informação de interesse do mesmo. Assim, percebe-se que a divulgação compulsória não é capaz de atender aos interesses de todos os usuários da informação contábil.

A ação regulatória na evidenciação traz benefícios quando conduzida de forma a fortalecer grupos de interesses como acionistas minoritários, sociedade e meio ambiente, porém, só pode ser adequadamente percebida pelas empresas em relação aos seus ambientes de interação, o que lhes permitem criar uma cultura

informacional que atenda a esses grupos. Essa percepção dá as empresas incentivos para evidenciar informações de forma voluntária.

A transparência proveniente da iniciativa de divulgação voluntária tende a contribuir de forma positiva e favorecer os aspectos inerentes à atividade empresarial. A iniciativa de *disclosure* voluntário vem aumentando entre empresas globais, internacionalizadas e emergentes e tal fenômeno vem incentivando estudos voltados a esse tema (AKERLOF, 1970; SPENCE, 1973; ROSS, 1977; DYE, 1985; VERRECCHIA, 1990, 2001), onde autores buscam compreender:

- porque algumas empresas divulgam mais e outras menos informações;
- quais mecanismos interferem nessa divulgação;
- quais fatores estariam envolvidos na decisão de se divulgar informações voluntárias e;
- quais aspectos considerados nessa divulgação.

A informação voluntária assume aspectos de natureza econômica, social e ambiental e são categorizadas dessa forma nos relatórios. O *disclosure* econômico voluntário é um tema pouco estudado na área contábil, embora seja o aspecto mais evidenciado nas empresas (MURCIA, 2009). O *disclosure* social passou a ganhar importância com as iniciativas de organismo nacionais e internacionais que se preocupam com a responsabilidade social; e o *disclosure* ambiental tem ganhado amplo reconhecimento com os debates recorrentes sobre sustentabilidade nos organismos internacionais, nos meios acadêmicos e no meio empresarial.

De acordo com Gray, Bebbington e Walters (2001), existem fatores que influenciam as empresas a divulgarem informações de desempenho ambiental de acordo com a sua cultura organizacional. São agentes que podem interferir na imagem e desempenho dos negócios, de acordo com a cultura geral refletida nos negócios e no mercado, nas relações com os *stakeholders* e no cumprimento das obrigações legais e regulamentares.

A evidenciação voluntária de informações de natureza social e ambiental é uma iniciativa das empresas em decorrência da mudança de cenário conjuntural. A partir dos anos 50, nos Estados Unidos e Europa, surgem as primeiras demandas quanto a reivindicar das empresas, uma postura socialmente responsável. Nesse cenário, a responsabilidade social se alinhou em conceitos e práticas à teoria do interesse dos agentes onde, conforme Carroll (1979) representa as expectativas da

sociedade em relação a ações legais, éticas e discricionárias das empresas. A partir desse contexto, surgiu o conceito de responsabilidade social.

Segundo o Instituto Ethos (2007, p.5) a responsabilidade social empresarial

é a forma de gestão que se define pela relação ética e transparente da empresa com todos os públicos com os quais ela se relaciona e pelo estabelecimento de metas empresariais que impulsionem o desenvolvimento sustentável da sociedade, preservando recursos ambientais e culturais para as gerações futuras, respeitando a diversidade e promovendo a redução das desigualdades sociais.

Um novo paradigma conjuntural mostra que, para que a empresa possa cumprir com seus objetivos de criação e maximização de riqueza para os acionistas e sua função social de promotora de crescimento e desenvolvimento social, deve ater-se a esse novo cenário que se apresenta. Almeida (2002) comparou o cenário atual com o cenário anterior em que as empresas encontram-se inseridas e partir deste é possível identificar os desafios das companhias diante desse novo paradigma.

Dessa forma, divulgar informações de forma voluntária representa uma forma de diferenciação além da necessidade de comunicar sobre suas ações perante aos interessados. Por sua vez, não deve olvidar do fato que, as empresas possuem missões e valores que orientam suas ações e a partir disso desejam compartilhar e disseminar perante a sociedade suas boas qualidades, no sentido de fortalecer sua imagem. A estratégia de fortalecimento da imagem encontra respaldo na prática de evidenciar as suas contribuições positivas e a mitigação de suas ações negativas garantindo-lhe boa aceitação e alcance de seus objetivos estratégicos.

#### 2.5.1 RELATÓRIOS VOLUNTÁRIOS

O processo de evidenciação de informações voluntárias se dá através de meios de divulgação que podem ser acessados pelos usuários da informação contábil. Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) definem *disclosure* como a evidenciação de informações contábeis quantitativas ou qualitativas transmitida pela empresa através de canais formais de divulgação (demonstrações contábeis) ou

informais (*site* da empresa) e tem por objetivo fornecer informações úteis a diferentes usuários.

Os Relatórios de Sustentabilidade ou Balanços Sociais têm sido os principais meios de divulgação voluntária nas companhias abertas. Na Europa e Estados Unidos surgiram entre as décadas de 50 e 60 a partir das primeiras discussões sobre responsabilidade social (CARROLL, 1979), apresentando em seu teor, informações relativas ao desempenho econômico e social. Na atualidade, temos modelos com diretrizes propostas por organismo com representatividade nacional e mundial e sua adoção supõe boas práticas de sustentabilidade e governança.

Os relatórios corporativos de informação social e ambiental são em grande parte, voluntários, e no setor elétrico há fortes recomendações, conforme a Resolução nº 444/2001 que sugere a utilização do modelo IBASE para as empresas deste setor. As empresas também podem escolher a quantidade e o foco da divulgação (DEEGAN; GORDON, 1996). Organizações não governamentais, tais como o *Global Reporting Initiative* (GRI) incentivam a divulgação social e ambiental livremente, fornecendo orientações para a preparação dos relatórios de sustentabilidade.

No Brasil existem dois modelos-padrão de balanço social, ou relatório de sustentabilidade, sendo, – um proposto pelo Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE) e um internacional, sugerido pela *Global Reporting Initiative* (GRI). O Instituto Ethos também apresenta diretrizes e orientações para elaboração de Relatórios de Sustentabilidade ou Balanços Sociais.

Segundo o Instituto Ethos (2007, p.9):

o balanço social é um levantamento dos principais indicadores de desempenho ambiental, econômico e social da empresa. Ele amplia seu diálogo com os públicos com os quais a empresa se relaciona e esclarece seus objetivos no passado, no presente e no futuro. O balanço social ainda permite que a importância da responsabilidade social seja ampliada na estratégia corporativa, uma vez que reúne, além da avaliação da empresa sobre seu desempenho, as expectativas de seus públicos de interesse.

Segundo Cullen e Whelan (2006) a contabilidade social ou balanço social empresarial deve informar os efeitos socioambientais das organizações e por sua vez refletir a visão de que as empresas são capazes de se integrar através do

mecanismo de mercado, aos objetivos ambientais e dos negócios, incorporando em suas estratégias, a internalização de custos externos, e melhorando assim, os resultados ambientais, econômicos e financeiros de forma complementar, ou seja, os autores entendem que as ações voltadas para o ambiente contribuem para um melhor desempenho das empresas e quando divulgadas são percebidas de forma positiva pelo mercado.

Diante disso, entende-se que a nova visão de sustentabilidade exige a integração de desempenho econômico, social e ambiental incorporado por responsabilidades e compromissos da empresa com a melhoria do quadro social e ambiental que compreende a visão de futuro. A demanda pela divulgação de relatórios que demonstrem essas informações faz parte dessa nova visão. Essa demanda implica em esforços das empresas, dentre essas, as transnacionais e multinacionais, para reportar anualmente esses desempenhos que constituem instrumentos de *benchmark* às partes interessadas (CULLEN; WHELAN, 2006).

Os relatórios que antes possuíam apenas a função de melhorar a imagem das empresas estão sendo revistos e reformulados, de forma a conter informações que refletem efetivamente a responsabilidade social e ambiental das organizações. Essa consciência requer o desenvolvimento, acompanhamento, análise e reporte de indicadores com a finalidade de demonstrar esse compromisso de responsabilidade. A abordagem de questões sociais e ambientais entre a organização e seus *stakeholders* rejuvenesceu as mesmas e o aumento de interesse por questões dessa natureza foi acompanhado por um aumento de estudos e publicações acadêmicas (MATHEWS, 1997; GRAY, 2000; DEEGAN, 2004; PARKER, 2005) e temas como *social justice, environmental degradation, accounting politics, morality* (TINKER; GRAY, 2003; LEHMAN, 1999); *political nature of the linguistic dualisms* (EVERETT, 2004), *labour and environmental intentions, and performance* (GRAY, 2000), começaram também a aparecer, relacionadas à contabilidade ambiental e social. Dada essa importância, as empresas passaram a relatar de forma mais ampla, a informação ambiental, aparecendo relatórios autônomos que versavam apenas sobre o assunto (EUGÊNIO, 2007).

A falta de padronização dos relatórios para fins de divulgação socioambiental compromete a capacidade de sinalização das empresas, pois, não permite estabelecer uma comparação de relatórios entre empresas de modo a diferenciar as empresas comprometidas daquelas não comprometidas com as questões



socioambientais. Beets e Souther (1999) afirmam que a ausência de padrão de divulgação voluntária torna as informações nos relatórios, inadequadas, fazendo com que os relatórios tenham sua credibilidade questionada.

Outro fator relevante na divulgação de informações socioambientais é que o número de usuários interessados nas informações divulgadas pelas empresas tem se expandido, o que tende a impactar a empresa e sua imagem numa eventual exposição desfavorável ou mesmo sonegação de informações ao público de interesse, reforçando a importância dessas em sinalizar boa conduta de forma clara e fidedigna.



### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Nesse capítulo apresenta-se a metodologia do estudo contemplando a população e amostra, a coleta dos dados, a delimitação e definição operacional das variáveis, além da metodologia estatística aplicada na análise dos dados. Descrevemos também, a explicação sobre a definição e adequação da métrica de *disclosure* voluntário e sua operacionalização na pesquisa.

O estudo é classificado como teórico-empírico e caracterizado como uma pesquisa descritiva com abordagem quantitativa onde se aplica análise de regressão visando identificar a relação existente entre a variável que representa o valor de mercado (Q de Tobin) e as variáveis que representam o nível de *disclosure* econômico, social e ambiental, e será aplicado às empresas listadas na BM&FBovespa no período compreendido entre janeiro de 2007 a dezembro de 2011.

De acordo com Gil (1999, p. 42) “a pesquisa descritiva tem como principal objetivo, descrever características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre as variáveis”. A abordagem quantitativa emprega instrumentos estatísticos na coleta e análise dos dados e conforme Richardson (1999, p. 70) essa abordagem:

(...) caracteriza-se pelo emprego de quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas, por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples, como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão etc.

Para determinar o nível de *disclosure* voluntário e criar um índice aplicou-se na determinação do mesmo, a técnica de análise de conteúdo. De acordo com Bardin (1977), a análise de conteúdo permite a codificação das informações em categorias, o que permite melhor inferência na análise das informações. Beretta e Bozzolan (2007) reforçam que a análise de conteúdo é o método bastante utilizado nas pesquisas sobre *disclosure* devido à credibilidade e inferência que é assegurada em face da análise de acordo com um determinado contexto.

Nesse estudo, as informações levantadas através de *check list* foram identificadas com base no critério, compreensibilidade e relevância através de uma análise formal.

### 3.1 DELIMITAÇÃO, POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do estudo é representada por todas as companhias de capital aberto que negociaram ações na BM&FBovespa no período de 2007 a 2011. A amostra de natureza não probabilística e a classificação setorial foram obtidas na relação das Maiores e Melhores da Revista Exame, do ano de 2010/2011. Foram selecionadas 103 companhias dentre as maiores empresas de capital aberto, porém, devido ao cancelamento do registro na BMF&Bovespa e à ausência completa de informações financeiras e socioambientais de 6 (seis) companhias (AES SUL, CLARO, J. MACEDO S/A, JSL S/A, MAGAZINE LUIZA e RIO GRANDE ENERGIA), a amostra limitou-se a 97 empresas. Além disso, foram excluídas as instituições financeiras que, devido a características de sua estrutura patrimonial (vendas, endividamento, estrutura de capital), não permitem uma comparação justa com setores não financeiros. A base de dados consistiu, portanto, de um painel com 485 empresas-ano. A Tabela 1 apresenta a composição da amostra.

**TABELA 1: COMPOSIÇÃO DA AMOSTRA**

<b>SETOR</b>	<b>QUANTIDADE</b>	<b>Participação por setor %</b>
alimentício	5	5%
autoindústria	5	5%
construção	8	8%
consumo	8	8%
elétrico	21	22%
eletroeletrônico	4	5%
miner, siderurg e metalurg.	9	9%
papel e celulose	3	3%
petr. gas e biocombust.	3	3%
química e petroquímica	6	6%
serviços	7	7%
telecomunicações	4	4%
têxtil	5	5%
transporte	4	4%
Varejo	5	5%
<b>Total</b>	<b>97</b>	<b>100%</b>

Fonte: da autora

Até o período final da coleta dos dados, que se encerrou em 30 de Julho de 2012, 5 (cinco) empresas não haviam divulgado relatórios anuais e/ou de sustentabilidade do exercício de 2011, sendo 2 (duas) do setor Elétrico, 2 (duas) do setor de Transporte e 1 (uma) do setor de consumo. Tal condição, não implicou em atribuição de nota zero as empresas, porém implicou em perda quantitativa no valor dos índices devido a informações restritas.

No período da pesquisa, que compreende cinco anos (2007 a 2011), 12 (doze) empresas não haviam divulgado qualquer tipo de informação social e ambiental tendo IDS e IDA iguais a 0. Em relação à informação social, excluídas as mencionadas anteriormente, 4 (quatro) empresas não divulgaram qualquer informação social referente ao período da pesquisa. No ano de 2009, 1 (uma) empresa do setor de construção divulgou informações somente para o exercício de 2009. Sendo assim, 16 empresas não divulgaram qualquer informação social e 12 empresas não divulgaram qualquer informação ambiental. A Tabela 2 demonstra o número de empresas por setor com informações ausentes para período da pesquisa.

**TABELA 2: AUSÊNCIA DE INFORMAÇÕES VOLUNTÁRIAS NO PERÍODO DA PESQUISA.**

SETOR	Divulgação de Informações Sociais	Divulgação de Informações Ambientais
Alimentício	1	-
Autoindústria	2	2
Construção	2	1
Consumo	3	3
eletroeletrônico	3	2
telecomunicações	1	1
Têxtil	1	1
Varejo	3	2
Total de empresas	16	12

Fonte: da autora

### 3.2 DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

Essa seção apresenta a definição das variáveis do estudo que representam o valor de mercado, o nível de *disclosure* voluntário e as variáveis de controle. Os dados relativos à variável dependente, que se refere ao valor de mercado, foram

obtidos a partir do cálculo do Q de Tobin para as empresas presentes na amostra. Os dados para construção do índice de *disclosure* voluntário, que se referem às variáveis explicativas do estudo, foram obtidos a partir das DFPs, Relatórios Anuais e de Sustentabilidade.

Para definição das variáveis operacionais considerou-se estudos anteriores sobre *disclosure* voluntário que se utilizaram de diversas variáveis comuns a este trabalho (MORONEY; WINDSOR; AW, 2011; ARAS; AYBARS; KUTHU, 2010; MURCIA, 2009; CLARKSON, 2008).

### 3.2.1 VARIÁVEL DEPENDENTE

Dentro de um conceito econômico, o valor de um bem está condicionado à sua utilidade. O valor de mercado representa o valor pelo qual um bem pode ser transacionado entre comprador e vendedor numa troca justa dentro de um mercado competitivo e sem caráter de urgência. Na análise fundamentalista, a partir de uma metodologia e modelos aplicados, o mercado de capitais utiliza-se de uma perspectiva, na qual diversas variáveis influenciam o desempenho da empresa (dividendos, lucros, investidores, expectativas do mercado, etc) e a partir da análise das mesmas, espera-se determinar um valor fundamental para um ativo analisado.

O valor de uma empresa está orientado para as suas expectativas de ganhos futuros. Considerando esses aspectos, a tentativa de precificar, da melhor forma esse ativo, exige uma boa projeção de expectativas futuras e o reconhecimento dos efeitos de outras variáveis que podem afetar os potenciais ganhos. Dessa necessidade surgem os modelos para avaliar o valor de uma empresa, baseados em conceitos e informações contábeis e/ou econômicas. Não é de interesse desse estudo, no entanto, discutir a eficiência dos modelos apresentados, mas apenas conceituá-los.

A avaliação do valor de mercado de uma empresa pode ser feita através de indicadores contábeis ou econômicos, sendo a primeira construída a partir dos dados levantados em demonstrativos contábeis, enquanto que a segunda, se dá a partir das informações quanto a potencial capacidade de geração de retornos futuros.

As medidas contábeis de avaliação de empresas têm como base, o custo dos ativos escriturados nos demonstrativos contábeis e, portanto, não refletem

efetivamente o valor de mercado das empresas, com exceção dos instrumentos financeiros e ativos biológicos, os quais estão sujeitos a mensuração e avaliação pelo valor justo. De acordo com o CPC 14 (2008), o valor justo é o montante pelo qual um ativo poderia ser trocado, ou um passivo liquidado, entre partes independentes com conhecimento do negócio e interesse em realizá-lo, em uma transação em que não há favorecidos. Esse conceito aplica-se apenas alguns ativos em especial e, portanto, não permite se obter uma medida eficaz de mensuração de ativo correspondente ao valor de mercado uma empresa.

Dentre as medidas contábeis de avaliação de desempenho, podemos citar o ROI (*Return on investment*) e ROA (*Return on asset*), que medem respectivamente, o retorno sobre o investimento (passivo oneroso + patrimônio líquido) e o retorno sobre o ativo total.

Segundo Rappaport (1998), medidas contábeis não são precisas em medir o valor de uma empresa, por não considerar risco, expectativas de longo prazo e o custo de capital. Tais indicadores refletem dados históricos e não são capazes de captar as expectativas futuras de um investimento, o que os tornam insuficientes e imprecisos, no que tange a estimar o valor de uma empresa. Dessa forma, devem ser reformulados e reforçados através de dados econômicos e financeiros, constituindo-se em novos indicadores que permitem medir o valor de uma empresa a partir de sua expectativa de ganhos futuros.

O retorno sobre o investimento é um dos indicadores mais utilizados pelos gestores para avaliar o desempenho em função dos recursos investidos. Ele relaciona o valor do investimento com os ganhos provenientes desse valor. De acordo com Padoveze (1997), o ROI permite avaliar investimento na mesma linha de avaliação que é feita na análise de balanço, através de conceitos de rentabilidade do ativo e rentabilidade do patrimônio líquido. Embora bastante utilizado como medida de desempenho, o ROI apresenta algumas limitações e deve ser utilizado com outros indicadores (HOJI, 2004).

O retorno sobre o ativo (ROA) demonstra o potencial de geração de lucros futuros para a empresa, sendo uma medida que relaciona o lucro em função dos recursos totais da empresa. O retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) demonstra o retorno dos investimentos dos acionistas em relação ao patrimônio líquido. É também uma medida muito utilizada pelos analistas financeiros, entretanto, como o ROI, também apresenta inúmeras limitações. Os estudos de Callan e Thomas

(2009), Clarkson (2008), Van der Laan, Ees e Witteloostuij (2008), Nelling e Webb (2008), Mahoney e Roberts (2002), dentre outros, utilizaram o ROE e ROA como medida de desempenho financeiro e econômico.

Além dos indicadores contábeis, os indicadores financeiros apresentam boa credibilidade como determinante do valor de mercado. Conforme Famá e Barros (2000), o Q de Tobin é um indicador proposto pelo economista James Tobin em 1969 e, conceitualmente representa a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos. Em finanças seu uso é aplicado como *proxy* para o valor da corporação, onde se apresenta essa variável como medida de *performance* comparativa entre empresas. Ainda segundo os mesmos autores, o quociente consolidou-se como uma variável em diferentes aplicações de pesquisas nas áreas de economia e finanças.

Nesse trabalho utilizaremos o modelo desenvolvido por Chung e Pruitt (1994), simplificado por Shin e Stulz (2000) através de um modelo aproximado, que utiliza valores contábeis para o cálculo dos ativos das dívidas de curto e longo prazo e o valor de mercado das ações, sendo calculado da seguinte forma:

$$q = \frac{\text{VMA} + D}{\text{AT}}$$

onde:

VMA é o valor de mercado das ações da companhia;

AT é o Ativo Total da companhia dado pelo seu valor contábil;

D é o valor das dívidas de curto e longo prazo.

Nos estudos sobre *disclosure* voluntário, Aras, Aybars e Kutlu (2010), utilizaram o Q de Tobin como variável dependente para o valor de mercado das companhias analisadas. Guenster et al. (2005) identificaram relações positivas entre ecoeficiência e o Q de Tobin. Moroney, Windsor e Aw (2011), Murcia (2009) e Clarkson (2008), também utilizaram o Q de Tobin como variável independente para explicar a relação entre divulgação voluntária e desempenho econômico em seus estudos sobre divulgação voluntária.

Nos estudos de Orellano e Quiota (2011), o ROA, ROE e Q de Tobin estão presentes como variáveis de desempenho financeiro e os resultados apontaram uma correlação positiva entre desempenho financeiro e investimentos sociais.

Finalmente, Navarro (2011) utilizou o Q de Tobin e o ROA como medida de desempenho, em seu estudo sobre rentabilidade futura.

Os dados relativos à variável dependente valor de mercado foram obtidos a partir do cálculo do coeficiente Q de Tobin para as companhias presentes na amostra. O coeficiente Q de Tobin foi utilizado como *proxy* para valor de mercado em diversos estudos sobre *disclosure* (ORELLANO; QUIOTTA, 2011; MORONEY; WINDSOR; AW, 2011; ARAS; AYBARS; KUTHU, 2010; MURCIA, 2009; CLARKSON, 2008; GUENSTER et al., 2005, dentre outros). A escolha dessa medida deveu-se ao argumento de Callas e Thomas (2009) que considera o coeficiente Q de Tobin uma medida confiável para captar o desempenho financeiro. Os autores encontraram relação significativa entre desempenho financeiro e desempenho ambiental. Em nosso estudo, o coeficiente Q de Tobin foi utilizado em escala logarítmica e denominado QTOBIN.

### 3.2.2 VARIÁVEIS DE CONTROLE

No estudo, as variáveis de controle possuem relevância no sentido de identificar relações causais entre o valor de mercado e fatores como setor, controle acionário, tamanho da empresa, dentre outras, além de explicar as variáveis dependentes. O Quadro 1 apresenta as variáveis de controle que serão utilizadas no estudo.

VARIÁVEIS	MEDIDA
SETOR	Segmento de atuação da companhia
ANO	Dummys de ano para controlar a variação de efeitos macroeconômicos
TAM	Logaritmo natural do ativo total
CRESC	Varição do crescimento da receita líquida
ADR	Internacionalização
GC	Adesão aos níveis de governança corporativa da BMF&Bovespa
EG	Endividamento Geral
GE	Grau de endividamento
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
CONTROLE	Controle acionário público (1) ou privado (0)

**QUADRO 1: VARIÁVEIS DE CONTROLE.**

Fonte: da autora



A variável SETOR é dada pelo segmento de atuação das companhias. O setor é uma variável de controle importante para o modelo considerando as suas características. Espera-se que devido ao *enforcement* de órgãos reguladores como o do setor de Energia Elétrica através da ANEEL e o *compliance* exigido em setores considerados potencialmente poluidores – como o setor de Petróleo, gás e biocombustíveis, o setor de Química e petroquímica, Autoindústria, Papel e Celulose – que esta variável seja significativa na análise. O estudo de Murcia (2009) identificou associação entre o setor de atuação e as variáveis que representaram os níveis de *disclosure socioambiental* voluntário e *disclosure econômico* voluntário.

Em pesquisas anteriores, a variável que representa o tamanho da empresa é utilizada com referência a diferentes indicadores, como lucro, faturamento, receita de vendas ou ativo total (MORONEY; WINDSOR; AW, 2011; ARAS; AYBARS; KUTHU, 2010; MURCIA, 2009; CLARKSON, 2008). Nesse estudo, foi utilizada a variável logaritmo natural do ativo total, obtido à data do encerramento do exercício social, sendo representada por TAM.

A variável crescimento (CRESC) foi utilizada nos estudos de Silveira e Barros (2008) como um medida de oportunidade de crescimento. Essa variável de controle representa a variação da Receita Líquida apurada em percentual pela diferença entre o ano posterior e o ano anterior. No estudo de Murcia (2009), o crescimento da receita líquida foi utilizado com um indicador de oportunidade de crescimento, assumindo que o ocorrido no passado é a melhor estimativa do futuro, embora essa relação não possa ser efetivamente confirmada.

Dentre outras variáveis relevantes para a construção do modelo apresenta-se o coeficiente de endividamento. O endividamento de uma empresa pode ser medido pela relação entre capital terceiros e o capital próprio ( $PC + PNC/PL$ ), demonstrando assim, o Grau de Endividamento (GE) da companhia, ou através da relação entre os capitais de terceiros e os recursos totais da empresa ( $PC+PLP/Ativo\ total$ ), demonstrando a proporção de recursos de terceiros que financiam o ativo total, representando o Endividamento Geral (EG). Essa medida é utilizada nos estudos de Murcia (2009), Clarkson (2008), Van der Laan, Ees e Witteloostuij (2008).

Dentre as variáveis presentes no estudo, três variáveis *dummies* também foram propostas: a variável ADR que é uma variável de controle que representa a Internacionalização da companhia, obtida após verificar se a mesma possui *American Depositary Receipt* (ADR), níveis II e III na Bolsa de Nova Iorque – sim (1)



ou não (0). O estudo de Alencar (2007) utilizou ADR como uma *proxy* para a variável Internacionalização; o Índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e a variável Governança Corporativa (GC) para empresas que aderiram a níveis diferenciados de Governança nos segmentos da BM&FBovespa. As variáveis ISE e GC são *proxies* para a reputação da empresa e capturam a informação sobre um segmento de empresas reconhecidas com boas práticas de responsabilidade socioambiental e de gestão. Para o estudo foi atribuído 0 e 1, respectivamente, para as empresas não presentes e presentes no ISE. O mesmo se deu para a presença (1) ou ausência (0) das empresas nos níveis diferenciados da BM&FBovespa.

O valor de mercado de uma empresa pode ser influenciado pela situação macroeconômica de um país (ALDRIGHI; BISINHA, 2010) assim, a variável ANO é utilizada como uma *dummy* para controlar a variação de efeitos macroeconômicos no período da pesquisa. A variável CONTROLE que representa o tipo de controle predominante nas companhias – público ou privado – não vem sendo muito utilizada, conforme se pode verificar em estudos dessa natureza, porém Murcia (2009) utilizando-a em seu estudo verificou que empresas com controle estatal possuem maiores níveis de *disclosure* que as empresas com controle privado, sugerindo que o controle governamental influencia positivamente o nível de divulgação, porém, não se encontrou estudos que corroboram tal conclusão. Neste estudo, a variável CONTROLE é usada visando verificar a relação entre a origem do controle e o valor de mercado.

### 3.2.3 VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DE INTERESSE (NÍVEL DE DISCLOSURE)

Os estudos sobre o nível de evidenciação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais foram conduzidos por diversos autores que buscaram demonstrar o conteúdo e as características dessa divulgação. Não é objeto desse estudo, desenvolver uma nova métrica para determinação do índice de *disclosure* voluntário das companhias analisadas, mas sim ajustar a métrica escolhida, de acordo com as mudanças ocorridas na legislação e as características peculiares dos setores estudados. A partir dos estudos de Botosan (1997), Nossa (2002), Lanzana (2004), Clarkson (2008), Murcia (2009), foram estabelecidos 3 métricas de *disclosure* contemplando a divulgação voluntária econômica, social e ambiental adaptando a métrica de Murcia (2009). Alguns aspectos a serem

considerados na análise da divulgação de informação voluntária referem-se à quantidade e qualidade da informação divulgada. (ALENCAR, 2007). A quantidade de informações divulgadas pode ser levantada, por meio de *check list*. (PATTON; ZELENKA, 1997). A não atribuição de pesos permite considerar a igualdade de importância das informações divulgadas (MURCIA, 2009), pois a relevância da informação varia conforme o interesse dos diversos usuários. As informações analisadas são encontradas em relatórios da administração, relatórios de sustentabilidade, balanços sociais e outros demonstrativos similares. Ressalta-se que, as informações coletadas nos relatórios, para a construção da métrica submetem-se à percepção subjetiva do pesquisador, limitando-se ao foco e contexto da pesquisa (WALLACE; NASER, 2005).

Foram descartadas as informações voluntárias divulgadas nos *sites* das empresas. A escolha pelos relatórios voluntários deveu-se a orientação dada por organismos nacionais e internacionais na elaboração dos mesmos, o que lhes conferem algum padrão e credibilidade quanto à organização e divulgação das informações. Considera-se que os *sites*, por sua vez, não apresentam qualquer orientação quanto à informação divulgada, o que a torna insegura e inoperante para pesquisa.

Através da análise de conteúdo das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), dos Relatórios Anuais e de Sustentabilidade, as informações de natureza voluntária foram avaliadas de forma binária. Os três índices foram subdivididos em categorias e essas em subcategorias. As informações foram avaliadas de forma binária sendo atribuído 1 para informação presente nas DFPs e relatórios e 0 para informações ausentes ou julgadas incompletas e/ou irrelevantes.

Para compor o índice de cada empresa da amostra, o cálculo se deu através da soma das subcategorias identificadas, dividindo-se pelo número total de subcategorias presentes em cada métrica (econômica, social e ambiental), formando-se assim 4 índices:

- a) Índice de *disclosure* econômico (IDE);
- b) Índice de *disclosure* social (IDS);
- c) Índice de *disclosure* ambiental (IDA) e,
- d) Índice de *disclosure* total (IDT).

Desta forma, os índices IDE, IDS, IDA e IDT foram classificados como variáveis explicativas de interesse no estudo. O índice de *disclosure* econômico

(IDE) foi composto de 6 categorias e 43 subcategorias conforme apresentado no Quadro 2.

<b>Categoria</b>	<b>Subcategoria</b>
Ambiente de Negócios	Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises) Discussão do setor em que a empresa atua Discussão da concorrência Relacionamento com fornecedores Satisfação dos clientes <i>Market Share</i> Identificação dos riscos do negócio Exposição cambial
Atividade Operacional	Narrativa da história da empresa Estrutura organizacional Aspectos tecnológicos da atividade operacional Informações por segmento ou linha de negócios Utilização da capacidade produtiva Indicadores de eficiência Quantidades produzidas e/ou serviços prestados Unidades vendidas
Aspectos Estratégicos	Objetivos, planos e metas futuras da empresa Perspectivas de novos investimentos Principais mercados de atuação Perspectivas de novos mercados em que a empresa pretende atuar Políticas de reinvestimento dos lucros Pesquisa e desenvolvimento Discussão da qualidade dos produtos e serviços Preços dos produtos e serviços da empresa
Informações Financeiras	Correção Monetária Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) Informações contábeis em USGAAP ou IFRS Informações detalhada sobre o custo dos produtos, serviços (CMV, CPV) Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN). Valor de mercado Projeções (Fluxo de caixa, vendas, lucros)
Índices Financeiros	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA) Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca). Indicadores de endividamento (PL – Passivo, PC - PELP) EBITDA
Governança Corporativa	Principais práticas de governança corporativa Composição do conselho fiscal Composição do conselho de administração Identificação dos principais administradores Remuneração dos administradores Remuneração dos auditores Principais acionistas Relacionamento com investidores

**QUADRO 2: MÉTRICA PARA ANÁLISE DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DE INFORMAÇÕES ECONÔMICAS.**

Fonte: Adaptado de Murcia (2009)

O índice de *disclosure* social (IDS) foi composto de 3 categorias e 15 subcategorias conforme apresentado no Quadro 3.

<b>Categoria</b>	<b>Subcategoria</b>
Informações financeiras sociais	Demonstração do valor adicionado Menções ao valor adicionado ou distribuído Investimentos de caráter social Gastos em projetos sociais
Produtos/Serviços	Produtos/serviços da empresa estão adequados as normas de segurança Menções a reclamações sobre produtos e/ou serviços
Colaboradores administradores)	(Não Número de funcionários Remuneração dos funcionários Benefícios aos funcionários Satisfação dos funcionários Informações sobre minorias na força de trabalho Educação e treinamento dos funcionários Segurança no local de trabalho Dados sobre acidentes de trabalho Relacionamento com sindicatos ou órgão de classe

**QUADRO 3: MÉTRICA PARA ANÁLISE DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO DE INFORMAÇÕES SOCIAIS.**

Fonte: Adaptado de Murcia (2009)

Com relação ao índice de *disclosure* ambiental (IDA), devido à presença dos setores de varejo e de serviços foi estabelecida uma métrica diferente para esse grupo de empresas. Os setores de varejo e de serviços apresentam características distintas quanto às atividades e o tipo de informação que tende a ser divulgada.

A decisão em se adequar uma métrica específica para esses setores deu-se após a análise das características dos setores e possíveis demandas de informação comuns entre eles, após cuidadosa análise dos relatórios de diversas empresas desses setores.

Sendo assim, a métrica de *disclosure* ambiental foi composta de 9 categorias e 39 subcategorias conforme descrito nos Quadros 4 (todas as empresas exceto as dos setores de varejo e serviços) e 5 (empresas dos setores de varejo e serviços). Finalmente, o índice de *disclosure total* (IDT) é variável explicativa do estudo definida pelo nível de divulgação total. O IDT é calculado somando-se todas as subcategorias presentes nas três métricas e dividindo pelo total de subcategorias.

<b>Categoria</b>	<b>Subcategoria</b>
Políticas Ambientais	Declaração das políticas práticas, ações atuais Estabelecimento de metas e objetivos ambientais <i>Compliance</i> com a legislação ambiental * (obs setor) Parcerias, conselhos, fóruns ambientais Prêmios e participações em índices ambientais
Gestão e Auditoria Ambiental	Gestão Ambiental Certificações de qualidade Auditoria Ambiental (obs setor)
Impactos dos Produtos no Meio Ambiente	Desperdícios de resíduos Processos de acondicionamento (embalagem) Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada, etc) Passivos Ambientais
Mitigação, reparação e Compensação de danos ao Meio Ambiente	Reciclagem e reuso Desenvolvimento de produtos ecológicos Uso eficiente e reutilização da água Reparos aos danos ambientais Menção a investimentos ambientais Detalhamento de custo e/ou despesas ambientais Medidas de segurança ambiental Indicadores ambientais
Energia	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia
Informações Financeiras Ambientais	Valor dos Investimentos ambientais Montante dos custos e/ou despesas ambientais Passivos Ambientais Práticas contábeis de itens ambientais Seguro Ambiental Ativos ambientais intangíveis
Educação e Pesquisa Ambiental	Educação Ambiental (internamente e/ou comunidade) Pesquisas relacionadas ao meio ambiente
Mercado de Créditos de Carbono	Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo Créditos de Carbono Emissão de Gases de Efeito Estufa (GEE) Certificados de emissões reduzidas (CER)
Outras Informações Ambientais	Expectativas e continuidade de ações ambientais Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento Conservação da Biodiversidade Relacionamento Ambiental com <i>stakeholders</i>

**QUADRO 4: MÉTRICA PARA ANÁLISE DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO DE INFORMAÇÕES AMBIENTAIS** (todas as empresas exceto do setor de varejo e de serviços).

Fonte: Adaptado de Murcia(2009)

<b>Categoria</b>	<b>Subcategoria</b>
Políticas Ambientais	Declaração das políticas práticas, ações atuais Estabelecimento de metas e objetivos ambientais Parcerias, conselhos, fóruns ambientais Prêmios e participações em índices ambientais
Impactos dos Produtos no Meio Ambiente	Financiamentos de projetos de alto impacto ambiental Financiamentos de pesquisas sobre meio ambiental Investimentos em projetos de sustentabilidade ambiental Comercialização de produtos ecológicos Utiliza critérios socioambientais na seleção de fornecedores Multas por infração ambiental
Mitigação, reparação e compensação de danos ao Meio Ambiente	Reciclagem e reuso Desenvolvimento de produtos ecológicos Uso eficiente e reutilização da água Financiamento de projeto de reparos aos danos ambientais Menção a investimentos ambientais Menção a custo e/ou despesas ambientais Medidas de segurança ambiental Avaliação de riscos ambientais em financiamentos Linha de financiamento ou produtos ecológicos/ambientais Indicadores ambientais
Energia	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia
Informações Financeiras Ambientais	Valor dos investimentos ambientais Montante dos custos e/ou despesas ambientais Passivos Ambientais Práticas contábeis de itens ambientais Seguro Ambiental Ativos ambientais intangíveis
Educação e Pesquisa Ambiental	Educação Ambiental (internamente e/ou comunidade) Pesquisas relacionadas ao meio ambiente
Mercado de Créditos de Carbono	Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo/financiamento Créditos de Carbono/comercialização Emissão de Gases de Efeito Estufa (GEE) Certificados de emissões reduzidas (CER)
Outras Informações Ambientais	Expectativas e continuidade de ações ambientais Conservação da Biodiversidade/financiamentos/patrocínios Relacionamento Ambiental com stakeholders

**QUADRO 5: MÉTRICA PARA ANÁLISE DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO DE INFORMAÇÕES AMBIENTAIS** (empresas do setor de varejo e de serviços).

Fonte: Adaptado de Murcia (2009)

### 3.2.4 INFORMAÇÕES NÃO APLICÁVEIS

Em razão das alterações decorrentes da Lei nº 11.638/2007, que tornou obrigatória a publicação de alguns demonstrativos para as companhias de capital aberto; também devido às exigências decorrentes dos níveis diferenciados de governança corporativa, presentes na BM&FBovespa e em razão da presença do setor elétrico, altamente regulamentado e orientado pela Resolução ANEEL nº 444/2001, na amostra, houve a necessidade de ajustes na métrica, para que algumas categorias não fossem aplicadas em razão dessas peculiaridades. Esses ajustes estão descritos no Quadro 7.

<b>Informação</b>	<b>Ano</b>	<b>Grupo/Categoria</b>	<b>Setor</b>
Demonstração de Fluxo de Caixa	A partir de 2008	Econômico/Ambiente de negócios	Todos
Informações por segmento	A partir de 2009	Econômico/Atividade Operacional	Todos
Demonstração de Valor Adicionado	A partir de 2008	Social/Colaboradores (Não Administradores)	Todos
Menção ao Valor Adicionado	A partir de 2008	Social/Informações Financeiras Sociais	Todos
Benefícios a empregados	A partir de 2009	Social/Colaboradores (Não Administradores)	Todos
<i>Compliance</i> com a legislação ambiental	A partir de 2007	Ambiental/Políticas Ambientais	Elétrico
Gestão Ambiental	A partir de 2007	Ambiental/Gestão e Auditoria Ambiental	Elétrico
Auditoria Ambiental	A partir de 2007	Ambiental/Gestão e Auditoria Ambiental	Elétrico

**QUADRO 6:** INFORMAÇÕES NÃO APLICÁVEIS (ajuste da métrica).

Fonte: da autora

### 3.3 TÉCNICA DE TRATAMENTO DE DADOS

O simples conhecimento de informações divulgadas pelas empresas aos usuários não constitui essencialmente uma ferramenta plenamente eficaz para tomada de decisões e por essa razão, Saporito (2005) destaca que análises diferentes daquelas tradicionalmente utilizadas nos meios acadêmicos permitem o enriquecimento e ampliação do processo de análise de informações estudadas.



Diante disso, os modelos estatísticos têm contribuído para os estudos sobre informações divulgadas nos demonstrativos contábeis. A escolha de técnicas de coleta e análise de dados também tem grande importância na orientação dos estudos. Dentre as alternativas que vêm ganhando destaque nas pesquisas em contabilidade cita-se a análise de regressão com dados em painel.

Segundo Wooldridge (2010) um conjunto de dados em painel consiste em uma série temporal para cada registro do corte transversal do conjunto de dados e tais registros podem ser acompanhados ao longo de um determinado período de tempo. Os dados em painéis podem ser divididos em painéis balanceados (onde se acompanha as informações sobre um determinado registro pelo período de tempo analisado) e painéis não balanceados (quando uma determinada informação entra ou sai da amostra durante o período analisado). Dentre os modelos que utilizam dados em painel, os mais utilizados são os de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios. (GREENE, 2008). O modelo de efeitos fixos trata o intercepto como parâmetros fixos, já no modelo de efeitos aleatórios os interceptos são tratados como variáveis aleatórias.

Para estudo sobre modelos de análise de regressão, os dados em painel constituem uma boa ferramenta para análise das relações entre variáveis, uma vez que permite controlar o efeito de fatores não observáveis na variável resposta (valor de mercado).

A análise de regressão com dados em painel combina dados de corte transversal e temporal, e permite estudar a relação entre uma variável dependente, que nesse estudo refere-se ao valor de mercado das companhias representado pelo Q de Tobin, e uma ou mais variáveis independentes e de controle, descritas na seção 3.2.

Num modelo de efeitos aleatórios a estimação é feita introduzindo a heterogeneidade dos indivíduos no termo de erro  $e$ , a constante não como um parâmetro fixo, mas como um parâmetro aleatório não observável, conforme:

$$Y_{it} = a + bX_{it} + \dots + (\eta_i + u_{it}) \quad \text{com } a_i = a + \eta_i$$

onde  $\mu_{it}$  representa o efeito aleatório individual não observável.

A principal diferença entre o modelo de Efeitos fixos e o modelo de Efeitos aleatórios é que no primeiro considera-se que as diferenças dos indivíduos captam-se na parte constante ( $a_i$ ) e no segundo, estas diferenças captam-se no termo de



erro ( $\mu_{it}$ ). A desvantagem do modelo com efeitos fixos para esse estudo é que o mesmo não considera variáveis explicativas invariantes no tempo (SETOR e CONTROLE), o que prejudica a análise em razão das características da amostra estudada, uma vez que essas variáveis também explicam o valor de mercado em função do *disclosure* voluntário das companhias.

De acordo com Wooldridge (2010), em modelos de regressão mais especificados podem ocorrer resultados espúrios, por isso, em razão das características da amostra, adotou-se o modelo de Efeitos Aleatórios.

Para utilização do modelo de Efeitos Aleatórios admitiu-se que o efeito aleatório não observado é não correlacionado com as variáveis explicativas, ( $cov(v_i, X_{it}) = 0$ ), todos os erros são homocedásticos, ou seja, média zero e variâncias constantes, além de não autocorrelacionados no mesmo período de tempo. Tal condição é crucial para se obter estimadores não viesados e consistentes.

### 3.4 LIMITAÇÕES DO ESTUDO

A construção de um índice de *disclosure* voluntário é feita através da técnica de análise de conteúdo. A análise de conteúdo é procedimento com um alto nível de subjetividade, pois envolve o julgamento do pesquisador quanto às informações identificadas e reconhecidas como relevantes para fazer parte do índice. Tal subjetividade implica em resultados distintos quando da réplica do estudo. A construção do índice de *disclosure* voluntário não considerou a qualidade da informação divulgada e o peso da mesma nos demonstrativos. Embora esse critério não dê a informação valor distinto na métrica, tem um viés quanto à qualidade. Assim reconhece-se que o índice contempla itens que se refere à quantidade de informações divulgadas, sem se ater à qualidade das mesmas. A adoção de métricas distintas para setores específicos como varejo e serviços e setor elétrico exigiu ajustes na métrica de *disclosure* econômico, social e *disclosure* ambiental (Quadros 5, 6 e 7) desenvolvida em função das características específicas de cada setor e alterações na legislação, permitindo assim, que o índice de *disclosure* voluntário entre setores distintos pudessem, guardadas suas devidas características, compor a base de dados.

A coleta dos dados nas DFPs e Relatórios Anuais e ou de Sustentabilidade para o ano de 2011 apresentou algumas restrições quanto à localização e disponibilização das informações. Cinco empresas não haviam divulgado seus relatórios anuais ou de sustentabilidade do ano de 2011, até o final do mês de Julho de 2012, período em que se encerrou a coleta de dados.

Outra limitação refere-se à utilização de algumas variáveis do estudo. As variáveis de controle que representam tamanho e internacionalização possuem diversas alternativas para o seu uso. A exemplo da variável tamanho, pode-se utilizar as Vendas Brutas totais ou Ativo total (que foi utilizado nesse estudo) como proxy para o tamanho da empresa. Em relação à internacionalização pode-se utilizar a emissão de ADRs, como feito nesse estudo, ou Vendas para o Exterior. Quanto a variável Valor de mercado, há limitações por não se considerar nesse estudo, a utilização de outras medidas para essa variável. Nesse caso, utilizou-se o  $q$  de Tobin por um modelo aproximado que utiliza valores contábeis. Assim, poderia utilizar-se de outras medidas como valor de ações, Indicador de Preço/Lucro, modelo de *Ohlson* e *Juettner-Nauroth*, dentre outros indicadores. Por definição, foram escolhidas as variáveis mais utilizadas comumente em estudos dessa natureza, no entanto, sugere-se que outras medidas possam ser utilizadas como variáveis para verificar a consistência dos resultados. As conclusões do estudo limitam-se ao período e as empresas analisadas na pesquisa.

## 4 RESULTADOS DA PESQUISA

Nesse capítulo são apresentados a análise exploratória dos dados e os resultados da pesquisa obtidos a partir do modelo aplicado para o estudo da relação entre valor de mercado e *disclosure* voluntário.

### 4.1 ANÁLISE EXPLORATÓRIA DOS DADOS

A análise descritiva permite compreender o comportamento das variáveis e suas tendências. A Tabela 3 apresenta a análise descritiva com valores da média, desvio padrão e coeficiente de variação das variáveis do estudo. Os resultados indicam que as variáveis apresentam uma grande variabilidade dos dados caracterizada por um desvio padrão maior em relação à média, especialmente, para as variáveis: valor de mercado (Q de Tobin), ativo total (AT), índice de *disclosure* ambiental (IDA), grau de endividamento (GE) e crescimento (CRESC).

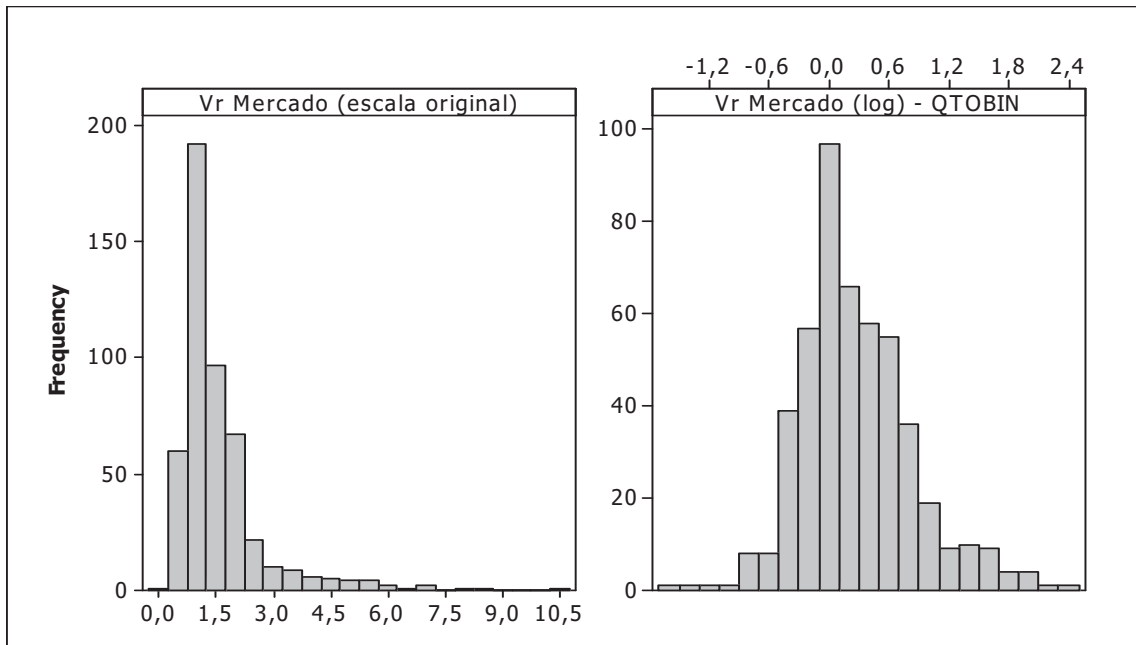
**TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA DAS VARIÁVEIS DO ESTUDO**

Variáveis	Código	Média	Desvio Padrão	Coeficiente de variação
Valor de mercado (coeficiente Q de Tobin)	-	1,5806	1,2023	0,7606
Ativo total	AT	15.651.900	48.549.420	3,1018
Índice de <i>disclosure</i> total	IDT	0,3623	0,2200	0,6071
Índice de <i>disclosure</i> econômico	IDE	0,4475	0,2056	0,4593
Índice de <i>disclosure</i> social	IDS	0,4127	0,2866	0,6945
Índice de <i>disclosure</i> ambiental	IDA	0,2781	0,2428	0,8730
Grau de endividamento	GE	1,8850	7,0289	3,7287
Endividamento geral	EG	0,5847	0,1838	0,3144
Crescimento	CRESC	0,3068	1,2709	4,1424

Fonte: da autora.

A Figura 1 apresenta as distribuições de frequência para o valor de mercado mensurado pelo coeficiente Q de Tobin em escala original e logarítmica (QTOBIN). Para avaliação das hipóteses de pesquisa e construção do modelo foi utilizado o valor de mercado mensurado pelo Q de Tobin na escala logaritmo natural (QTOBIN),

uma vez que os dados de valor de mercado em escala original mostraram uma forte assimetria à direita, indicando um afastamento dos dados da distribuição normal.

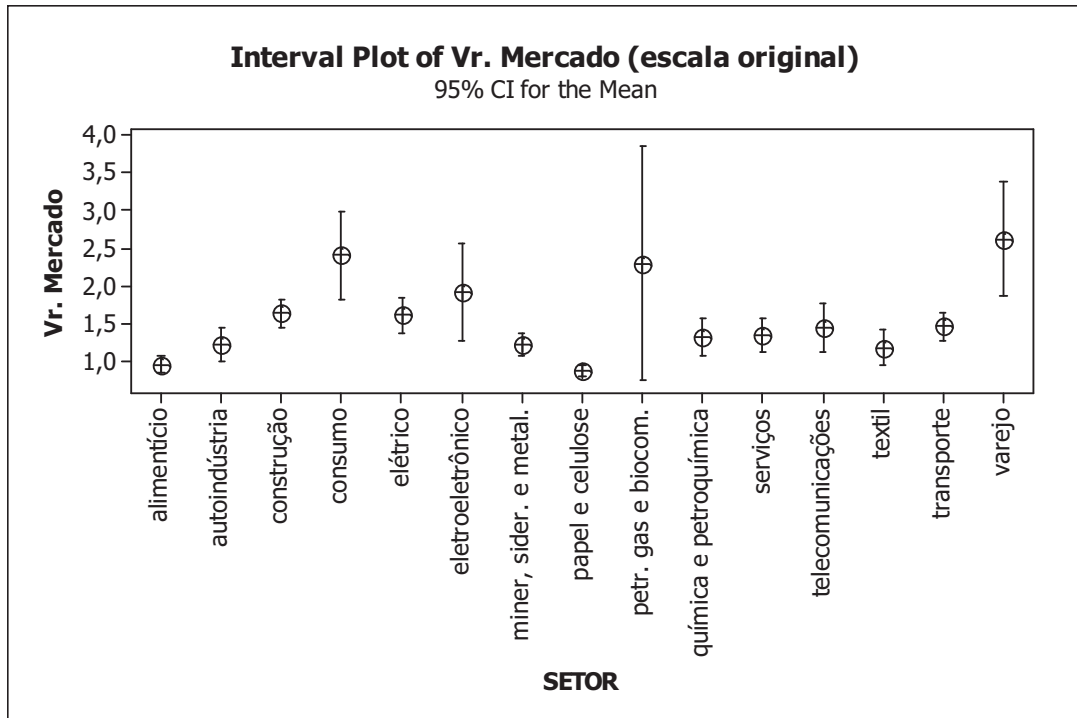


**FIGURA 1: HISTOGRAMA DO VALOR DE MERCADO MENSURADO PELO COEFICIENTE Q DE TOBIN.**

Fonte: elaborada pela autora

As Figuras 2 a 6 apresentam a distribuição do índice de valor de mercado em escala original e dos índices de *disclosure* (IDT, IDE, IDS, e IDA) por setor. As estatísticas descritivas com a média, o desvio padrão e coeficiente de variação por setor são apresentados nas Tabelas 1 a 5 no Apêndice C.

Ao analisar o comportamento do valor de mercado para o período em estudo (Figura 2), é possível observar que os setores de petróleo, gás e biocombustível (3 empresas) e varejo (5 empresas) apresentaram as maiores variações de valor de mercado. Esses dois setores, juntamente com os de consumo e eletroeletrônico apresentaram as maiores médias. Já os setores alimentício e de papel e celulose apresentaram as menores médias de valor de mercado.



**FIGURA 2: VALOR DE MERCADO MÉDIO (EM ESCALA ORIGINAL) POR SETOR.**

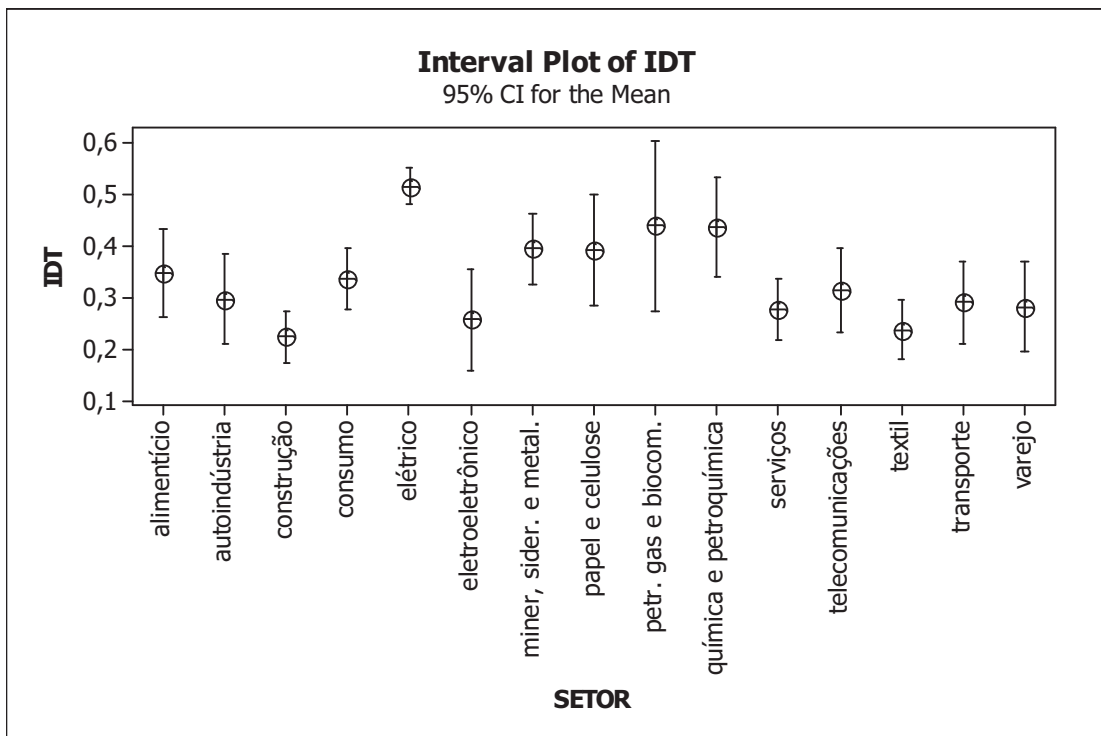
Fonte: elaborada pela autora

Ao observar os índices de *disclosure* por setor apresentados nas Figuras 3 a 6, é possível observar que: com relação ao *disclosure* total as maiores médias estão nos setores elétrico (0,52), petróleo, gás e biocombustíveis (0,44) e no setor de química e petroquímica (0,43). O setor de varejo (0,16) apresentou o menor IDT. Para o IDE, os setores Elétrico (0,55), Petróleo, gás e biocombustíveis (0,60) e o setor de Química e petroquímica (0,52) apresentaram os maiores índices de *disclosure* econômico em relação aos demais setores. A divulgação voluntária de informações sociais é o aspecto menos evidenciado nos relatórios das companhias das empresas da amostra, 16 não divulgaram qualquer informação social, sendo 3 (três) do setor de consumo; 3 (três) do setor de varejo; 2 (duas) do setor de autoindústria, 3 (três) do setor eletroeletrônico; 2(duas) do setor da construção, 1 (uma) do setor têxtil, 1 (uma) do setor de telecomunicações e 1 (uma) do setor alimentício. Os setores elétrico (0,60), petróleo, gás e biocombustíveis (0,59) e o setor de telecomunicações (0,45) apresentam os maiores índices de *disclosure* social em relação aos demais setores. São os setores que possuem um maior número de iniciativas voltadas às ações sociais. Embora esse tipo de informação não seja o mais divulgado, vem crescendo entre as companhias que as divulgam. Finalmente, como no caso do IDA, os setores elétrico (0,49), petróleo, gás e

biocombustíveis (0,41) e o setor de química e petroquímica (0,34) apresentaram os maiores índices de *disclosure* ambiental em relação aos demais setores. Neste caso, os setores de eletroeletrônico (0,11), construção (0,14) e consumo (0,15) possuem os menores índices de divulgação.

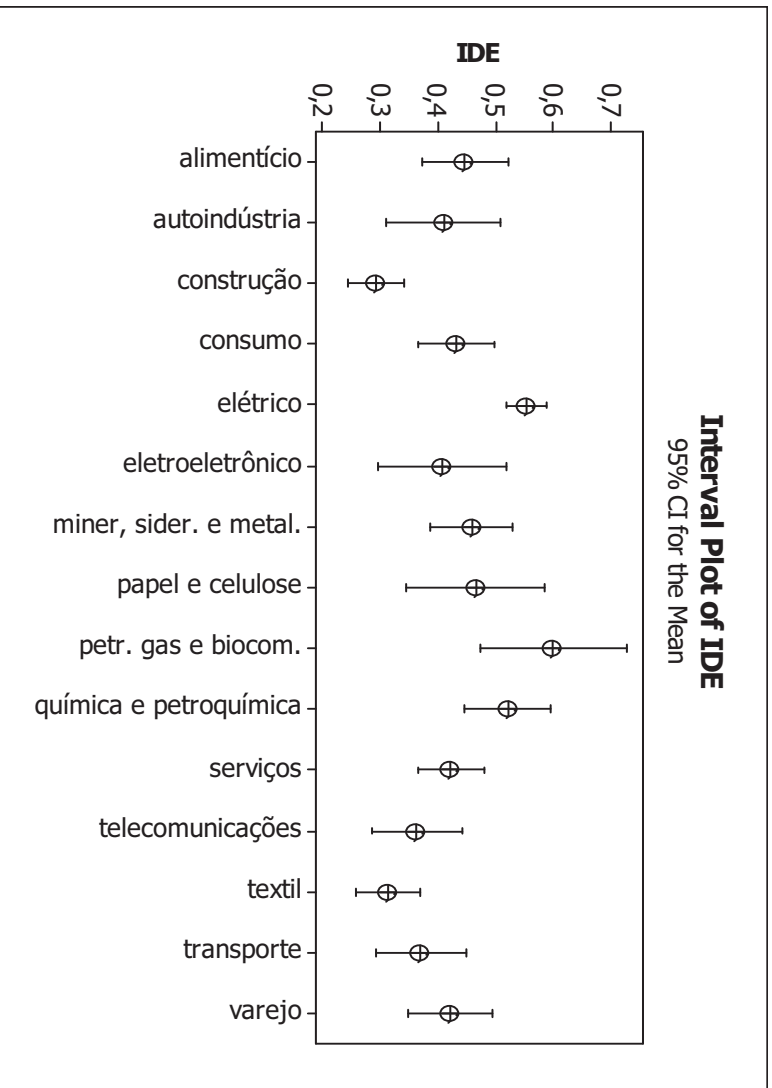
Os setores de petróleo, gás e biocombustíveis e o setor de química e petroquímica estão entre os setores denominados de potencialmente poluidores, devido a esse impacto tem forte pressão da sociedade quanto à transparência de suas ações no meio ambiente. O setor elétrico possui um grande *enforcement* de órgãos reguladores criando uma relativa obrigatoriedade quando a divulgação. Dentro desses setores encontram-se empresas como Petrobras, Duratex, Braskem e grandes empresas do setor elétrico como Eletropaulo, CPFL e outras (Tabela 3 – Apêndice D).

Percebe-se que empresas maiores e que possuem atividades mais poluidoras estão mais evidentes e, portanto, desperta um maior interesse por parte dos investidores, do governo e da sociedade e devido a isso, estão mais inclinadas a divulgarem informações ambientais de forma voluntária.

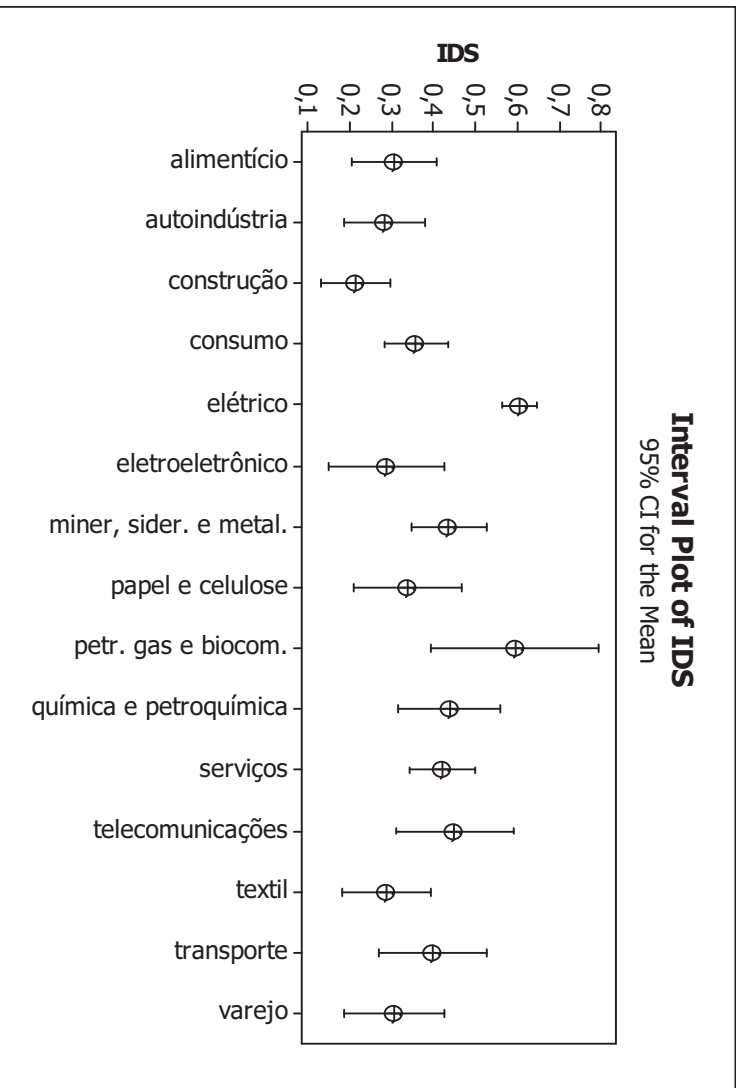


**FIGURA 3: ÍNDICE DE *DISCLOSURE* TOTAL MÉDIO POR SETOR.**

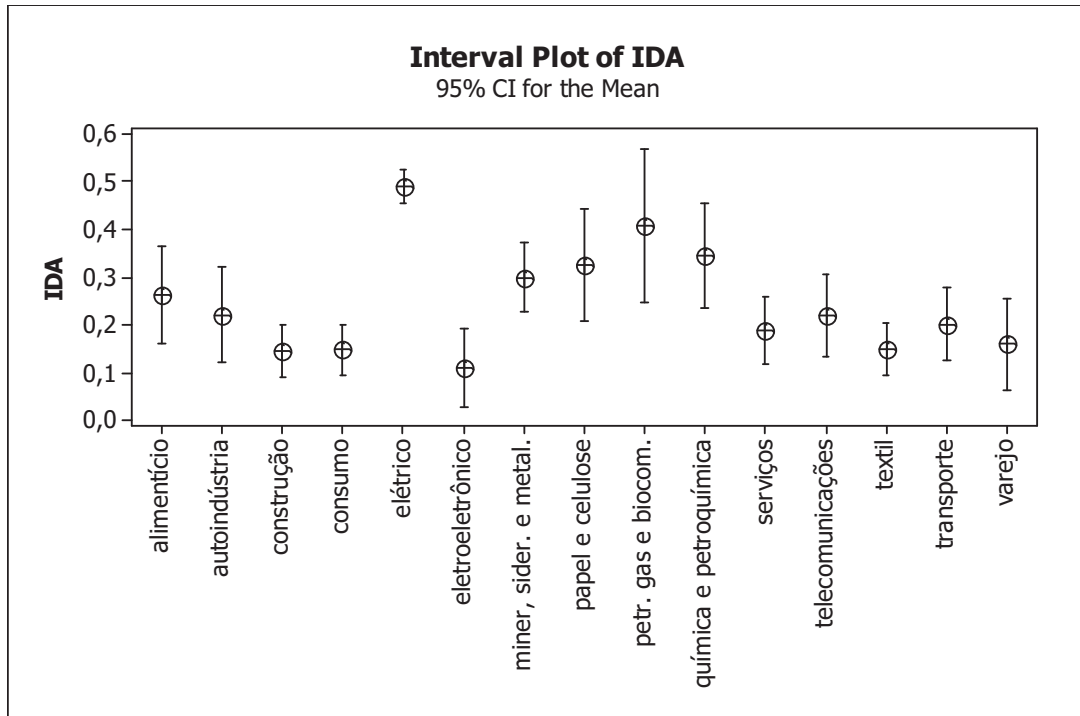
Fonte: elaborada pela autora



**FIGURA 4: ÍNDICE DE DISCLOSURE ECONÔMICO MÉDIO POR SETOR.**  
Fonte: elaborada pela autora



**FIGURA 5: ÍNDICE DE DISCLOSURE SOCIAL MÉDIO POR SETOR.**  
Fonte: elaborada pela autora

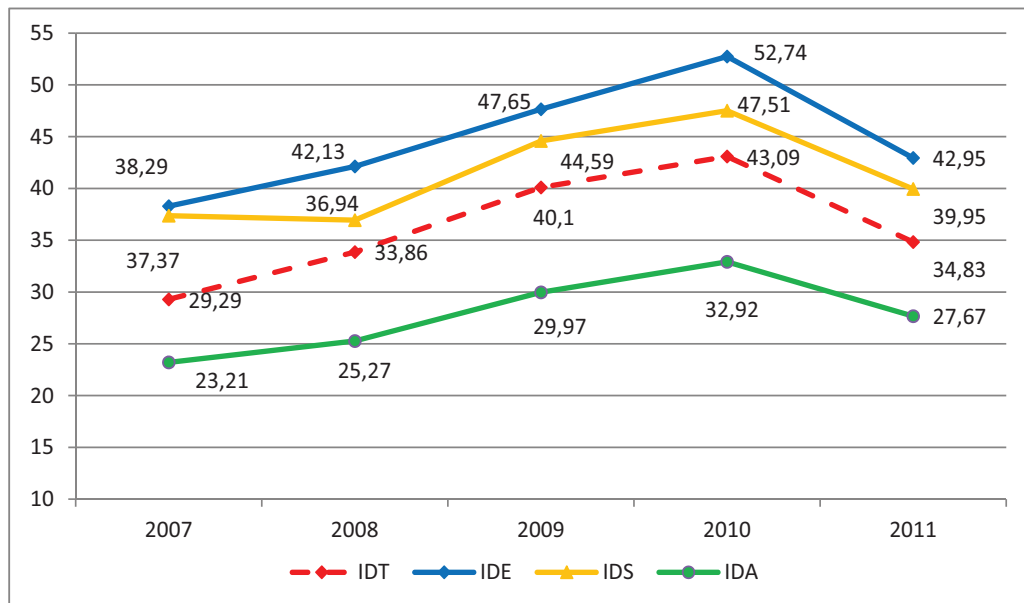


**FIGURA 6: ÍNDICE DE *DISCLOSURE* AMBIENTAL MÉDIO POR SETOR.**

Fonte: elaborada pela autora

A Figura 7 apresenta uma análise dos índices de *disclosure* ao longo do período de estudo (IDT, IDE, IDS e IDA). Como pode ser observado, o IDT das companhias no período do estudo cresceu entre os anos de 2008 e 2010 ocorrendo uma redução em 2011. As divulgações do tipo econômica e ambiental tiveram um aumento em torno de 40% em 2010 quando comparado ao período de 2007, enquanto que a divulgação do tipo social sofreu um aumento de 27% nesse período. A redução dos índices de *disclosure* em 2011 se deve, dentre outros fatores, ao lapso temporal de divulgação dos relatórios anuais e de sustentabilidade por parte das companhias. Parte das empresas que divulgam esses documentos não haviam disponibilizado os mesmos até o final do prazo da coleta de dados para a pesquisa que se encerrou em 31 de Julho de 2012.

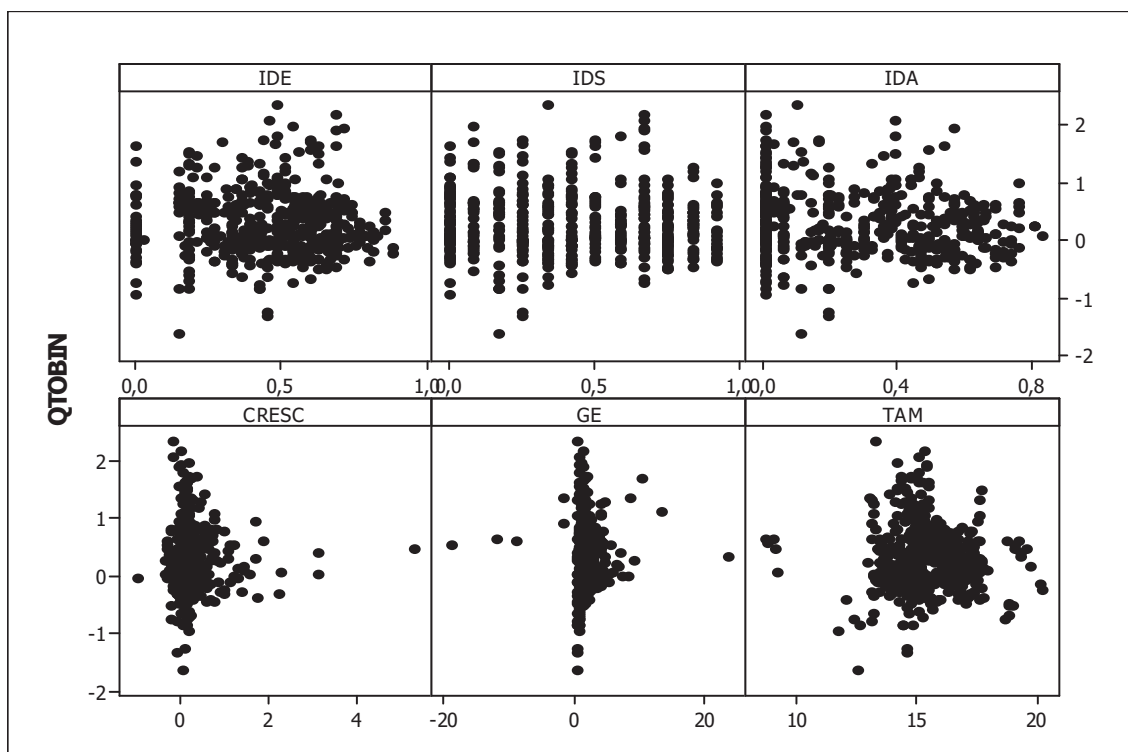




**FIGURA 7: ÍNDICES DE *DISCLOSURE* (IDT, IDE, IDS E IDA) POR ANO.**

Fonte: elaborada pela autora

Os diagramas de dispersão apresentados na Figura 8 indicam que as variáveis IDE, IDA e TAM em relação à variável dependente QTOBIN (valor de mercado em escala logarítmica) apresentam uma tendência linear positiva.



**FIGURA 8: DIAGRAMA DE DISPERSÃO DAS VARIÁVEIS INDEPENDENTES E DECONTROLE.**

Obs: As variáveis QTOBIN, CRESC e TAM estão em escala logarítmica.

Fonte: elaborada pela autora

A Tabela 4 apresenta a matriz de correlação entre as variáveis do estudo – baseada na correlação de *Spearman* (uma medida de correlação não paramétrica que não implica na existência de relação linear entre as variáveis). As correlações indicam que o valor de mercado em escala logarítmica (QTOBIN) está positivamente correlacionado com EG e GE, e negativamente com TAM, CRESC e IDA. Com relação às variáveis explicativas a matriz indica forte correlação positiva entre TAM e os índices de *disclosure* (IDE, IDE, IDS e IDA), assim como entre eles.

**TABELA 4: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE SPEARMAN ENTRE AS VARIÁVEIS.**

Variável	QTOBIN	TAM	CRESC	EG	GE	IDT	IDE	IDS
TAM	-0,036 0,434	-						
CRESC	-0,098 **0,032	0,017 0,703	-					
EG	0,132 *0,004	0,054 0,239	0,032 0,485	-				
GE	0,083 ***0,069	0,110 **0,015	0,063 0,165	0,919 *0,000	-			
IDT	-0,059 0,193	0,498 *0,000	-0,123 *0,007	-0,057 0,212	-0,013 0,772	-		
IDE	-0,017 0,708	0,436 *0,000	-0,073 0,108	-0,037 0,421	-0,000 0,996	0,862 *0,000	-	
IDS	-0,043 0,349	0,445 *0,000	-0,121 *0,008	-0,067 0,142	-0,029 0,528	-0,879 *0,000	0,779 *0,000	-
IDA	-0,141 *0,002	0,511 *0,000	-0,161 *0,000	-0,002 0,966	0,032 0,485	0,863 *0,000	0,736 *0,000	0,814 *0,000

Níveis de significância: '\*\*\*' 10% '\*\*' 5% '\*' 1%.

Fonte: da autora

#### 4.2 RELAÇÃO ENTRE VALOR DE MERCADO E DISCLOSURE

Nesta seção são discutidos os resultados dos modelos de regressão com dados em painel desenvolvidos para avaliar a relação entre o valor de mercado (QTOBIN) e os índices de *disclosure* (IDT, IDE, IDS e IDA). Os modelos foram ajustados usando o software R® (versão 2.13). Para o ajuste dos modelos foi utilizada a metodologia de dados em painel com efeitos aleatórios, conforme descrito na seção 3.3. Os resultados estão apresentados na Tabela 5.

TABELA 5: MODELO DE REGRESSÃO PARA QTOBIN.

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Valor t	Valor-p	
Constante	-0,5215	0,5471	-0,9531	0,3410	
ANO	-	-	-	<0,0001	*
SETOR	-	-	-	<0,0001	*
TAM	0,0412	0,0325	1,2702	0,2047	
CRESC	-0,1220	0,0333	-3,6647	0,0003	*
CRESC <sup>2</sup>	0,0063	0,0018	3,4990	0,0005	*
GE	0,0076	0,0020	3,7342	0,0002	*
CONTROLE(público)	-0,6284	0,1833	-3,4279	0,0007	*
IDE	0,3098	0,1499	2,0670	0,0393	**
IDA	-0,5111	0,1629	-3,1376	0,0018	*
N = 485		R <sup>2</sup> ajust. = 0,2053			
F-statistic		4,8537		<0,0000	

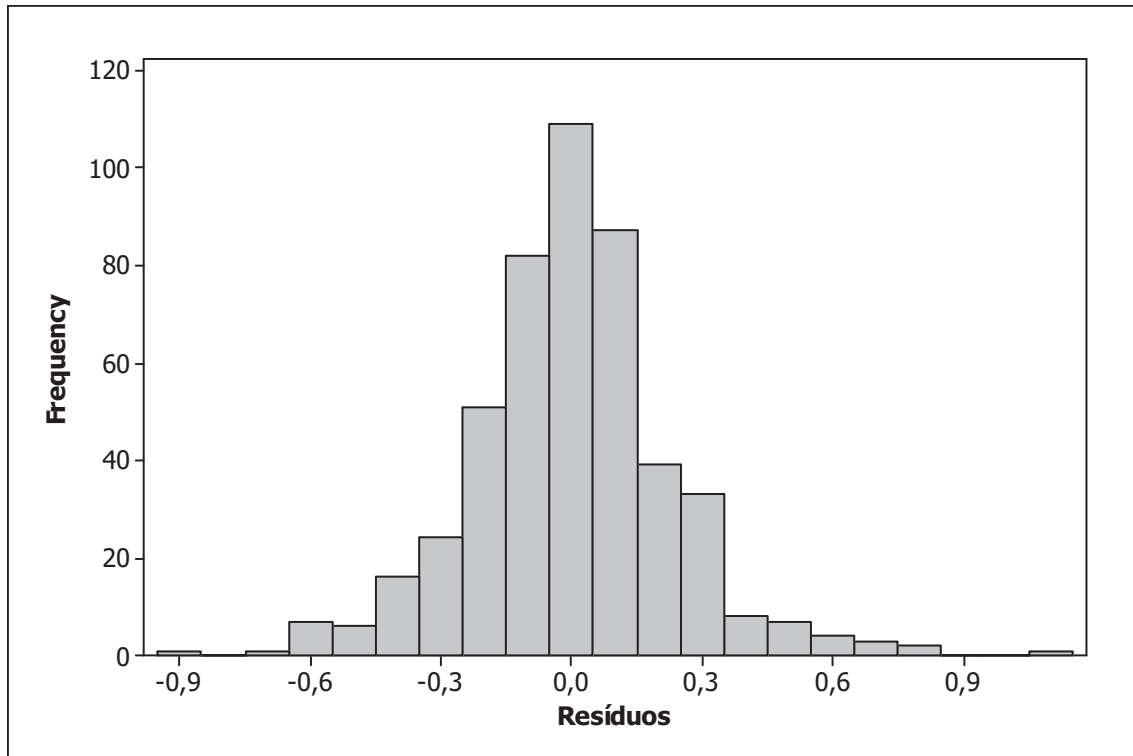
Níveis de significância: '\*\*\*' 10% '\*\*' 5% '\*' 1%.

Fonte: da autora

Os resultados apresentados na Tabela 5 permitem observar, inicialmente, o ajuste do modelo aos dados de valor de mercado (QTOBIN). O teste F foi igual a 4,8537 (valor-p < 0,01) indicando um ajuste adequado. O poder de explicação do modelo medido pelo R<sup>2</sup> foi de 20,53%.

Para testar a hipótese de homocedasticidade dos erros efetuou-se o Teste de *White*, que consiste em efetuar uma regressão dos resíduos elevados ao quadrado contra as variáveis explicativas usadas na regressão, seus quadrados e os produtos cruzados. (WOOLDRIDGE, 2010). O teste de *White* com valor-p igual a 0,2683 não permite rejeitar hipótese nula de homocedasticidade nos erros, ao nível de 5%.

A Figura 9 apresenta o histograma dos resíduos indicando uma distribuição simétrica em torno da média zero. Apesar da dificuldade em se comprovar a normalidade dos erros em modelos de regressão para dados em painel, a transformação logarítmica na escala do valor de mercado permitiu garantir a simetria dos erros do modelo.



**FIGURA 9: HISTOGRAMA DOS RESÍDUOS DO MODELO DE EFEITOS ALEATÓRIOS.**

Fonte: elaborada pela autora

Com relação à avaliação das variáveis da pesquisa, os resultados do modelo indicam significância estatística para as variáveis: ANO, SETOR, crescimento (CRESC), endividamento (GE), controle acionário (CONTROLE), índice de *disclosure* econômico (IDE) e índice de *disclosure* ambiental (IDA). As variáveis que representam o tamanho da empresa (TAM), internacionalização (ADR), índice de sustentabilidade empresarial (ISE) e índice de *disclosure* social (IDS) não apresentaram significância estatística.

Os resultados encontrados corroboram os achados na literatura, uma vez que, as variáveis de controle ANO, SETOR, CRESC, GE e CONTROLE apresentaram significância estatística. Neste caso, a inclusão da variável ANO tem grande relevância na explicação da variabilidade do valor de mercado (QTOBIN) ao longo do tempo, o que está em acordo com estudos anteriores. (HASSEL; NILSSON NYQUIST, 2005; CLARKSON, 2008; ARAS; AYBARS; KUTHU, 2010).

Quanto à variável SETOR, os setores de: autoindústria; construção; consumo; varejo e petróleo, gás e biocombustíveis apresentaram significância estatística em relação ao valor de mercado, conforme o esperado e consonante com outros estudos que reconhecem a influência dessa variável nos modelos de análise de

dados (ADAMS; HILL; ROBERTS, 1998; CLARKSON, 2008; MURCIA, 2009 e outros). Dados invariantes ao longo do tempo também interferem no valor de mercado das empresas. Neste caso, o setor representa um aspecto peculiar dos fatores que são considerados pelo investidor na escolha das alternativas de investimento.

Diferentemente do encontrado na literatura (NAVARRO, 2011), esperava-se significância estatística do tamanho da empresa (TAM), o que não foi observado neste estudo.

Com relação às variáveis CRESC e GE, os resultados indicam significância estatística e sinal dos coeficientes (0,0063 e 0,0076) como esperado. Pressupõe-se que as expectativas de crescimento provoquem efeitos positivos no valor de mercado das companhias, o que foi comprovado neste estudo. Neste caso, é importante descrever que a relação entre CRESC e valor de mercado (QTOBIN) é de forma quadrática, o que justifica a inclusão de dois termos desta variável no modelo. Com relação ao endividamento, o resultado é consistente com estudos que analisaram as relações causais entre *disclosure* voluntário e endividamento e/ou custo de capital. O entendimento subjacente é que com o aumento nos níveis de *disclosure* voluntário e consequente redução da assimetria informacional entre controladores e os fornecedores de crédito, o mercado percebe a transparência das empresas diminuindo os riscos e as incertezas quanto ao investimento, reconhecendo-o com uma alternativa viável (BOTOSAN, 1997; SENGUPTA, 1998; ALENCAR, 2007; LIMA et al. 2007). Os resultados indicaram também que o valor de mercado varia em função do controle acionário da empresa (público = 1 e privado = 0). Neste caso, empresas públicas apresentaram menor valor de mercado quando mensurado pelo coeficiente Q de Tobin. Não foram encontrados estudos anteriores que analisaram essa relação, contudo, as empresas com controle governamental possuem um papel estratégico na política econômica do país e maiores interferências do governo em sua gestão, o que pode provocar um desinteresse do investidor.

Em relação às variáveis de interesse na pesquisa, (IDT, IDE, IDS e IDA), os resultados encontrados indicam que os índices de *disclosure* total e *disclosure* social não apresentaram significância estatística. A divulgação voluntária de informações sociais, ainda é pequena entre as companhias presentes no estudo. Entre os 15 setores estudados, apenas dois (elétrico e petróleo, gás e biocombustíveis) possuem

índice de divulgação social voluntário acima de 50% (Tabela 1 – apêndice B). Esse resultado é consistente com o estudo de Aras, Aybars e Kuthu (2010), os quais não identificaram significância entre a responsabilidade social corporativa e desempenho financeiro.

Os resultados do modelo indicam significância estatística ao nível de 5% para a divulgação voluntária do tipo econômica, com um coeficiente positivo. Esses resultados corroboram a teoria do *disclosure* discricionários (VERRECCHIA, 2001) onde se espera que exista relação entre a divulgação econômica voluntária e o desempenho nos negócios, e que essa seja positiva.

A Informação econômica é o aspecto mais relevante para a tomada de decisão por parte dos investidores e a parcela de divulgação que excede o exigido por lei é percebida de forma positiva pelos acionistas. O *disclosure* econômico voluntário foi identificado em todas as empresas da amostra. Todas elas divulgaram alguma informação excedente seja em aspectos econômicos ou de desempenho. A informação econômica possui um peso muito maior para o investidor, pois este visualiza os benefícios diretos deste tipo de divulgação. O gestor também entende que a divulgação econômica contribui para a segurança e o bom andamento da gestão patrimonial. A visão subjacente é de que um nível de *disclosure* econômico acima do estabelecido regularmente sugere transparência e transmite as boas práticas de gestão tranquilizando os acionistas quanto à gestão do seu patrimônio.

Com relação à divulgação voluntária ambiental foi observada significância estatística da variável IDA (valor-p = 0,0018) com coeficiente negativo (-0,5111), o que se pressupõe uma percepção negativa dos investidores com os custos de divulgação e a pouca influência da informação para tomada de decisão (Hassel, Nilsson e Nyquist, 2005), o que corrobora os entendimentos da Teoria de Sinalização, a qual menciona que as empresas podem, também, emitir sinais negativos. O coeficiente negativo sugere a percepção negativa do investidor pressupondo que custos associados a esse tipo de divulgação representam uma expropriação de seus recursos. A divulgação voluntária de informações ambientais vem crescendo entre as companhias e tem recebido um tratamento estratégico do ponto de vista da gestão dos negócios (HASSEL; NILSSON; NYQUIST, 2005; CESAR; SILVA JUNIOR, 2008), porém, os resultados aqui apresentados sugerem possível conflito de interesses e expectativas de diminuição de ganhos por parte dos acionistas/investidores.

Esse *trade off* pode ser percebido ao se observar a posição do gestor nas empresas e os interesses que este deve administrar. A ideia subjacente é que o gestor é um conciliador de conflitos de interesses (acionistas, colaboradores, fornecedores, clientes, governo, sociedade e outros), e, este enxerga a relação com os *stakeholders*, os quais têm poder de influenciar os negócios (FREEMAN, 1984) e, o acionista, por sua vez, não possui essa dimensão, porém tem forte influência direta sobre a empresa. Essa condição do gestor implica em assumir decisões em que os interesses possam ser atendidos em proporções em que pese à influência nos negócios, o que condiz com a visão da Teoria dos *Stakeholders*. Por outro lado, o acionista gostaria que o administrador gerisse o seu patrimônio da melhor forma e com o mínimo de recursos possíveis, entendendo que qualquer decisão fora do escopo de maximizar diretamente a sua riqueza, tende a ser entendida como um desvio de recursos (Teoria do *shareholders*).

A visão do acionista restringe-se ao curto prazo e a visão do gestor, comprometido com a gestão e a continuidade dos negócios, orienta-se no médio e longo prazo (ARAS; AYBARS; KUTHU, 2010), razão pela qual o aumento de divulgação voluntária que vem ocorrendo entre as empresas não possui reflexos no mercado (divulgação social) ou é percebida de forma negativa (informação ambiental).

Entretanto, a iniciativa de divulgação por parte das empresas refere-se também ao risco dos negócios, assim a informação ambiental passa a ter relevância na tomada de decisão dos fornecedores de créditos, por exemplo, ao avaliar o risco dos negócios consonante com o estudo de Alves e Borba (2009) que mostra que a informação ambiental tem relevância na perspectiva do sujeito da decisão. Welker (1995), Botosan (1997) e Sengupta (1998) estudaram a divulgação e seus efeitos a partir das análises de mercado e, apontaram que a percepção dos analistas de mercado para um maior nível de *disclosure* proporciona às companhias, *spread* menores, custos mais baixos de capital e de endividamento.

Outro fator relevante para a conclusão dos resultados refere à concentração do controle acionário das companhias brasileiras que tem como característica uma alta concentração, caracterizada pela predominância do acionista majoritário e a pouca independência do conselho de administração (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002). Essa característica influencia fortemente os níveis de divulgação voluntária e provavelmente, o valor de mercado desses ativos.

Contudo, diante dos resultados obtidos, aceitamos a hipótese de existência de relação significativa e positiva entre valor de mercado e divulgação econômica voluntária e a hipótese de existência de relação significativa e negativa entre valor de mercado e divulgação ambiental voluntária e, rejeitamos as demais hipóteses.

Considerando o panorama que reflete a tendência de aumento na divulgação de informações dessa natureza e que o desempenho de uma empresa refere-se também a outras variáveis, tais como preferências dos consumidores, reputação da empresa e modelo de gestão adotado, dentre outras, em estudos futuros seria relevante considerar essas variáveis.



## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A divulgação voluntária vem aumentando consideravelmente entre as companhias de capital aberto. Os estudos sobre divulgação têm tomado um espaço importante nos meios acadêmico e empresarial com intuito de compreender e explicar a influência da informação e a sua capacidade de impactar os negócios. As práticas de governança e os modelos de relatórios voluntários adotados pelas companhias são sinalizadores de preocupação com a forma e a eficiência na comunicação com os *stakeholders*. Essa preocupação denota o poder de interferência da informação na própria forma de gestão e como utilizá-la de uma maneira a agregar valor a médio e longo prazo.

O objetivo desse estudo foi o de analisar a relação existente entre o valor de mercado das companhias e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais.

Os resultados apontam existir relação positiva entre valor de mercado e divulgação econômica, demonstrando a importância da informação para a tomada de decisão e que o excedente de informações econômicas além do obrigatório por lei, tem efeitos sobre o valor de mercado das companhias. Constata-se que assim, que está possui relevância e influencia positivamente o valor de mercado das companhias. O investidor percebe os benefícios da informação excedente divulgada. O excedente de informações econômicas tende a representar um acréscimo de garantia que lastreiam as escolhas e decisões dos investidores. Ao divulgar informações dessa natureza, a empresa busca demonstrar por meio da transparência boas expectativas de ganhos e retornos aos acionistas e potenciais investidores e assegurar a garantia de investimentos.

Os resultados também apontaram a existência de uma relação negativa entre valor de mercado e informação voluntária ambiental pressupondo existir um *trade off* entre a visão de gestão e a expectativa dos investidores/acionistas.

A análise aponta para uma visão de curto prazo do acionista ao não reconhecer os efeitos da divulgação ambiental de forma imediata, e tais resultados corroboram com o estudo de Hassel, Nilsson e Nyquist (2005).

Porém, a tendência no aumento de divulgação de informações dessa natureza revela evidências de mudanças na forma de administrar os negócios, ampliando e expandindo o relacionamento das empresas para com demais agentes

indiretos. O que é reforçado pelas idéias de Hill e Jones (1992) que entendem tais mudanças como direcionadores de ações dos administradores frente aos negócios.

Percebe-se que a informação voluntária tem um aspecto estratégico nos negócios, uma vez que ela representa um instrumento de diferenciação e comunicação entre os agentes no mercado e na sociedade, contudo, a divulgação por si só, não representa agregação de valor ou possui capacidade de interferir nos negócios. Ela deve possuir atributos que possam influenciar o usuário e contribuir para sua decisão.

No que tange a utilização da informação para a tomada de decisão, percebe que as percepções da utilidade, relevância e os efeitos da divulgação possuem impactos distintos, dado os interesses que se pretende atender e os objetivos que se podem alcançar com a divulgação.

Os aspectos de natureza econômica, social e ambiental, embora nem sempre percebidos, podem ter efeitos diretos e efetivos em todos os grupos de agentes de forma positiva ou negativa, uma vez que tais informações referem-se às ações ou resultados decorrentes da atividade empresarial. Porém, as expectativas dos agentes orientam-se para os seus interesses específicos e a informação em si influenciará os agentes somente quando esta provocar impactos diretamente perceptíveis e no curto prazo.

Contudo, fatores como internacionalização dos negócios e necessidade de crédito incentivam as empresas a aumentarem o *disclosure* de informações voluntária de natureza econômica, social e ambiental, pois tais aspectos compreendem uma demanda de agentes indiretos para os quais a gestão direciona informações específicas que não necessariamente representa interesse dos investidores e acionistas, mas asseguram boas relações que envolvem a redução de custos de transação.

A iniciativa de divulgação voluntária perpassa por questões de ordem estratégica e alinhamento da visão e missão das empresas. Nesse particular, o gestor deve preocupar-se em como integrar os interesses dos agentes nas estratégias do negócio, sem prejuízo dos acionistas que detêm a maior parte dos recursos de uma companhia.

Os resultados apresentados podem contribuir para uma melhoria nos canais que interligam as empresas e os agentes diretos e indiretos utilizando-se da divulgação como instrumento de comunicação, permitindo considerar as tendências

no longo prazo para o fator divulgação. Esse fator possui diversas variáveis que podem influenciar o desempenho nos negócios. Dessa forma, é importante que as empresas desenvolvam uma cultura informacional a partir da identificação de quem são os seus *stakeholders* e, que informação esses agentes demandam.

Em estudos futuros, sugere-se inserir outras variáveis, como a reputação das empresas, a concentração do controle acionário, a preferência dos consumidores como variáveis de análise, bem como expandir o tempo de estudo para verificar os efeitos no longo prazo, além da aplicação de outros modelos estatísticos para o estudo.

## REFERÊNCIAS

ADAMS, Carol; HILL, Wan; ROBERTS, Clare. Corporate social reporting practices in Western Europe: legitimating corporate behavior? **The British Accounting Review**, London, v. 30, n. 1, p. 1-21, mar. 1998.

AKERLOF, George. The market for “lemons”: quality, uncertainty and market mechanism. **Quarterly Journal of Economic**, Cambridge, v. 84, n. 3, p. 488-500, ago. 1970.

ALDRIGHI, Dante Mendes; BISINHA, Rafael. Restrição financeira em empresas com ações negociadas na Bovespa. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 64, n. 1, p. 25-47, jan/mar. 2010.

ALENCAR, Roberta Carvalho de. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. 104f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)- Faculdade de Economia e Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

ALMEIDA, Fernando A. **O bom negócio da sustentabilidade**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2002.

AL-TUWAIJRI, Sulaiman A.; CHRISTENSEN, Theodore E.; HUGHES, K. E. The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach. **Accounting, Organizations and Society**, Philadelphia, v. 29, p. 447-471, 2004.

ALVES, Jorge Luiz; BORBA, José Alonso. A relevância da informação contábil ambiental para a tomada de decisão de investimento: um estudo experimental. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 12, n. 2, p. 44-57, 2009.

ARAS, Güler; AYBARS, Asli; KUTLU, Ozlem. Managing corporate performance: investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. **International Journal of Productivity and Performance Management**, Bingley, v. 59, n. 3, p. 229-254, 2010.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.

BAUMS, Theodor. Changing patterns of corporate disclosure in continental Europe: the example of Germany. European Corporate Governance Institute (EGCI). **Law**

**Working Paper**, Frankfurt, n. 4, Oct. 2002. Disponível em: <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>. Acesso em: 10 out. 2012.

BEETS, Douglas S.; SOUTHER, Christopher C. Corporate Environmental Reports: The Need for Standards and an Environmental Assurance Service. **Accounting Horizons**, New York, v.13, n. 2, p.129-145, 1999.

BERETTA, Sérgio E.; BOZZOLAN, Saverio. Quality versus quantity: The case of forward-looking disclosure. **Social Science Research Network**, New York, v. 23, n. 3, p. 333-376, set. 2007. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1011179](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1011179)>. Acesso em: 02 mar. 2012.

BORGES, Ana Paula; ROSA, Fabrícia Silva da; ENSSLIN, Sandra Rolim. Evidenciação voluntária das práticas ambientais: um estudo nas grandes empresas brasileiras de papel e celulose. **Produção**, São Paulo, v. 20, n. 3, p. 5-17, 2010. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0103-65132010000300009](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-65132010000300009)>. Acesso em: 10 abr. 2012.

BOTOSAN, Christine A. Disclosure level and the cost of equity capital. **The Accounting Review**, Florida, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.

BRASIL. Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução nº 785**, de 28 de julho de 1995. Aprova a NBC T 1 denominando Características da Informação Contábil. Disponível em: <[http://www.cfc.org.br/uparq/Normas\\_Brasileiras\\_de\\_Contabilidade.pdf](http://www.cfc.org.br/uparq/Normas_Brasileiras_de_Contabilidade.pdf)>. Acesso em: 02 fev. 2012.

BREALEY, Richard. A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGrawHill, 2008.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, Philadelphia, v. 32, p. 237–333, 2001.

CALLAN, Scott. J.; THOMAS, Janet. M. Corporate financial performance and corporate social performance: an update and reinvestigation. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, Chichester, v. 16, p. 61–78, 2009.

CARROLL, Archie B. Three Dimensional conceptual model f corporate performance. **Academy of Management Review**, New York, v. 4, p. 497-505, 1979.

CESAR, Jesuína Figueira; SILVA JR., Annor da. A Relação entre responsabilidade social e ambiental com o desempenho financeiro: um estudo empírico na Bovespa no período de 1999 a 2006. In: CONGRESSO ANPCONT, 2., 2008, Salvador. **Anais eletrônicos...** Salvador: ANPCONT, 2008. Disponível em: <<https://www.furb.br/especiais/download/370716-345600/cue%20327%20-%20index3.php.pdf>>. Acesso em: 02 fev. 2012.

CLARKSON, Peter R. Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis. **Accounting, Organizations and Society**, Philadelphia, v. 33, p. 303-327, 2008.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBÉIS – CPC. CPC 00: estrutura conceitual para elaboração e divulgação de relatório contábil-financeiro. 2011. Disponível em: <[http://www.cpc.org.br/pdf/CPC00\\_R1.pdf](http://www.cpc.org.br/pdf/CPC00_R1.pdf)>. Acesso em 02 fev. 2012.

\_\_\_\_\_. CPC 14: instrumentos Financeiros: reconhecimento, mensuração e evidenciação. 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/pdf/CPC14.pdf>>. Acesso em: 02 fev. 2012.

COSTA, Rodrigo. S.; MARION, José Carlos. A uniformidade na evidenciação das informações ambientais. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 20-33, jan./abr. 2007. Disponível em: <[www.eac.fea.usp.br/eac/revista](http://www.eac.fea.usp.br/eac/revista)>. Acesso em: 10 jun. 2012.

CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, New York. v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=957032>>. Acesso em: 07 jun. 2012.

CULLEN, Desiree; WHELAN, Catherine. Environmental management accounting: the state of play. **Journal of Business & Economics Research**, Littleton, v. 4, n. 10, p.1-6, 2006. Disponível em: <<http://www.cluteinstitute-onlinejournals.com/>>. Acesso em: 30 de out. 2011.

DEEGAN, Craig. Environmental disclosures and share prices – a discussion about efforts to study this relationship. **Accounting Forum**, Melbourne, v. 28, p.87-97, 2004. Disponível em: <[sciencedirect.com](http://sciencedirect.com)>. Acesso em: 02 mar. 2004.

\_\_\_\_\_ ; GORDON, B. A study of the environmental disclosures practices of Australian corporations. **Accounting and Business Research**, Melbourne, v. 26, n. 3, p. 187-199, 1996.

DONALDSON, Thomas; PRESTON, Lee E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, and implications. **Academy of Management Review**, New York, v. 20, n. 1, p. 65-91, 1995.

DYE, Ronald A. Disclosure of nonproprietary information. **Journal of Accounting Research**, New York, v. 23, n. 1, p. 123-145, 1985.

\_\_\_\_\_. An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, Philadelphia, v. 32, p. 181-235, 2001.

EUGÊNIO, Teresa C. P. Estudo de caso: Implementação de contabilidade ambiental. **Revista del Instituto Internacional de Custos**, Braga, n. 1, p. 32-59, 2007. Disponível em: <[http://www.revistaiic.org/articulos/num1/articulo2\\_esp.pdf](http://www.revistaiic.org/articulos/num1/articulo2_esp.pdf)>. Acesso: 3 out. 2010.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, p. 27-43, out./dez. 2000.

FREEMAN, Martin. **Strategic management: a stakeholder approach**. Boston: Pitman, 1984.

FRIEDMAN, Milton. **Capitalism and Freedom**. University of Chicago Press, 1963.

FRIEDMAN, Andrew L.; MILES, Samantha. Developing stakeholder theory. **Journal of Management Studies**, New York, v. 39, n. 1, p. 1-21, 2002.

GIBBINS, Michael; RICHARDSON, Alan; WATERHOUSE, John. The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and process. **Journal of Accounting Research**, New York, v. 28, n. 1, p. 121-143, 1990.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GOULART, André M. C. Evidenciação Contábil do Risco de Mercado por Instituições Financeiras no Brasil. 2003. 202 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade)- Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

GRAY, Rob. **Social and environmental responsibility, sustainability and accountability: can the corporate sector deliver?** Center for Social and Environmental Accounting Research, Glasgow, 2000. Disponível em: <[http://www.st-andrews.ac.uk/media/csear/discussion-papers/CSEAR\\_dps-socenv-socialresp.pdf](http://www.st-andrews.ac.uk/media/csear/discussion-papers/CSEAR_dps-socenv-socialresp.pdf)>. Acesso em: 14 out. 2012.

\_\_\_\_\_; BEBBINGTON, Jan; WALTERS, Diane. **Accounting for the environment**. 2nd ed. London: Sage, 2001.

\_\_\_\_\_; KOUHY, Reza; LAVERS, Simon. Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK Disclosure. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, London, v. 8, n. 2. p. 47-77, 1995.

GREENE, William H. **Econometric Analysis**. 6th ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2008.

GUENSTER, Nadja et al. The economic value of corporate ecoefficiency. **Academy of Management Conference Paper**, New York, v. 17, n. 4, p. 679-704, 2005.

HASSEL, Lars G.; NILSSON, Henrik; NYQUIST, Siv. The value relevance of environmental performance. **European Accounting Review**, Belgium, v. 14, n. 1. p. 41-61, 2005.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, Philadelphia, v. 31, p. 405-440, 2001.

HILL, Charles W. L.; JONES, Thomas M. Stakeholder-agency theory. **Journal of Management Studies**, New York, v. 29, n. 2, p. 131-154, 1992.

HOJI, Masakazu. **Administração Financeira: uma abordagem prática**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.



INSTITUTO ETHOS DE EMPRESAS E RESPONSABILIDADE SOCIAL. Guia para elaboração de Balanço Social e Relatório de Sustentabilidade 2007. Disponível em: <[http://www.uniethos.org.br/\\_Uniethos/documents/GuiaBalanço2007\\_PORTUGUES.pdf](http://www.uniethos.org.br/_Uniethos/documents/GuiaBalanço2007_PORTUGUES.pdf)>. Acesso em: 20 jun. 2012.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

\_\_\_\_\_; MARTINS, Eliseu; CARVALHO, L. Nelson. Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v. 16, n. 38, ago. 2005. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772005000200002&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772005000200002&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 17 mar. 2013.

JENSEN, Michael. C. Corporate budgeting is broken: let's fix it. **Harvard Business Review**, Watertown, v. 7, n. 2, p. 94-101, 2001.

KRAEMER, Maria Elisabeth P. Contabilidade ambiental como sistema de informações. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, v. 31, n. 133, p. 69-83, jan./fev. 2002.

LAAN, Gerwin Van der; EES, Hans Van; WITTELOOSTUIJN, Arjen Van. Corporate social and financial performance: an extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures. **Journal of Business Ethics**, New York, v. 79, p. 299-310, 2008. Disponível em: <[http://econpapers.repec.org/article/kapjbuset/v\\_3a79\\_3ay\\_3a2008\\_3ai\\_3a3\\_3ap\\_3a299-310.htm](http://econpapers.repec.org/article/kapjbuset/v_3a79_3ay_3a2008_3ai_3a3_3ap_3a299-310.htm)>. Acesso em: 06 jun. 2012.

LEAL, Ricardo P. C; SILVA, André L.C da; VALADARES, Silvia M. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, São Paulo, v. 6, n. 1, p. 07-18, 2002. Disponível em: <<http://redalyc.uaemex.mx/redalyc/src/inicio/ArtPdfRed.jsp?iCve=84060102>>. Acesso em: 02 jun. 2012.

LIMA, Gerlando Augusto S. F et al. Influência do *Disclosure* Voluntário no Custo de Capital de Terceiros. In: CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 7., 2007, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: USP, 2007. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos72007/11.pdf>>. Acesso em 01 jun. 2012.

LIMA, Diana Vaz de; VIEGAS, Waldyr. Tratamento contábil e evidenciação das externalidades ecológicas. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v. 13, n. 30, p. 46-53, dez. 2002. Disponível em:

<[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772002000300004&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772002000300004&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 06 jun. 2012.

LOPES, Alexsandro Broedel; MARTINS, Eliseu. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

MURCIA, Fernando Dal-Ri. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil**. 2009. 181 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MURCIA, Fernando Dal-Ri et al. Disclosure Verde' nas Demonstrações Contábeis: Características da Informação Ambiental e Possíveis. **Revista UnB Contábil**, Brasília, v. 11, n. 1-2, p. 260-278, jan./dez. 2008.

\_\_\_\_\_ ; SANTOS, Ariovaldo. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**, São Paulo, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.

MAHONEY, Lois; ROBERTS, Robin W. **Corporate Social and Environmental Performance and their relation to financial performance and institutional ownership**: Empirical evidence on Canadian Firms. 2002. Working Paper. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=305781>>. Acesso em: 06 jun 2012.

MORONEY, Robin; WINDSOR, Carolyn A.; AW, Yong Tin. Evidence of assurance enhancing the quality of voluntary environmental disclosures: an empirical analysis. **Accounting and Finance**, Victoria, v. 52, n.3, p. 903-939, Mar. 2011.

NELLING, Edward; WEBB, Elizabeth. Corporate social responsibility and financial performance: the virtuous circle revisited. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, New York, v. 32, n. 2, p. 197-209, 2009.

NOSSA, Valcemiro. **Disclosure ambiental**: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel de celulose em nível internacional. 2002. 246f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

OLFA, Zeribi B.; EZZEDINNE, Boussoura. Responsabilité sociétale des entreprises et performance financière: Le cas des entreprises tunisiennes cotées. In : XVIÈME CONFÉRENCE INTERNATIONALE DE MANAGEMENT STRATÉGIQUE, 7., 2007., Montréal. **Electronics proceedings...** Montréal: AIMS, 2007. Disponível em:

<<http://www.strategie-aims.com/events/conferences/7-xvieme-conference-de-l-aims/communications/2051-responsabilite-societale-des-entreprises-et-performance-financiere-le-cas-des-entreprises-tunisiennes-cotees/download>>. Acesso em: 06 jun. 2012.

ORELLANO, Verônica I. F.; QUIOTA, Silvia. Análise do retorno dos investimentos socioambientais das empresas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 51, n. 5, p. 471-484, 2011.

PADOVEZE, Clovis L. **Sistemas de informações contábeis: fundamentos e análise**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

PATTON, James; ZELENKA, Ivan. An empirical analysis of the determination of the extent disclosure in annual reports of joint stock companies in the Czech Republic. *The European Accounting Review*, Brussels, v. 6, n. 4, p. 605-626, 1997.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating shareholder value: a guide for managers and investors**. 2nd ed. New York: The Free Press, 1998.

RIBEIRO, Maisa de Souza. **Contabilidade e meio ambiente**. 1992. 220 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1992.

RICHARDSON, Robert J. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

REZENDE, Idália. A. C. Análise da Rentabilidade e performance dos investimentos socialmente responsáveis: um estudo empírico no mercado brasileiro. 2006. 100f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)-Fundação Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, 2006.

ROVER, Suliani et al. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando análise de regressão em painel. In: CONGRESSO ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS, 3., 2009, São Paulo. **Anais eletrônicos...** São Paulo: ANPCONT, 2009. Disponível em: <[http://www.furb.br/congressocont/\\_files/CUE%2009.pdf](http://www.furb.br/congressocont/_files/CUE%2009.pdf)>. Acesso em: 12 jun. 2012.

ROSS, Stephen. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. **Bell Journal of Economics**, Santa Mônica, v. 8, n. 1, p. 23-40, 1977.

RUSSO, Michael V.; FOUTS, Paul A. A resource-based perspective on corporate environmental performance and profitability. **Academy of Management Journal**, New York, v. 40, n. 3, p. 534-559, 1997.

SANTOS, Ariovaldo. **Demonstração contábil do valor adicionado – DVA**: um instrumento para medição da geração e distribuição de riqueza das empresas. 1999. Tese (Livre-docência em Ciências Contábeis)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1999.

SAPORITO, Antonio. **Análise Referencial**: proposta de um instrumento facilitador da análise a longo prazo de demonstrações contábeis. 2005. 191f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis)-Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, Florida, v. 73, n.4, p. 459–474, 1998. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=130588>>. Acesso em: 20 out. 2012.

SHIN, Hyun-Han; STULZ, Rene M. **Firm value, risk and growth opportunities**.2000. Working paper, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA. 2000. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=236869](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=236869)>. Acesso em: 06 out. 2012.

SILVEIRA, Alexandre D. M. da; BARROS, Lucas A. B. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd**, Porto Alegre, v.14, n.3, p. 1- 29, 2008.

SPENCE, Michael. Job market signalling. **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973.

TINOCO, João. E. P.; KRAEMER, Maria. E. P. **Contabilidade e gestão ambiental**. São Paulo: Atlas, 2004.

VELLANI, Cassio Luiz; RIBEIRO, Máisa de Souza. Sistema contábil para gestão da ecoeficiência empresarial. **Rev. contab. finanç.**, São Paulo, v. 20, n. 49, abr. 2009 . Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772009000100003&lng=en&nrm=iso](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772009000100003&lng=en&nrm=iso)>. Acesso em: 10 fev. 2011.

VERRECCHIA, Robert E. Information quality and discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Philadelphia, v. 12, n.4, p. 365-380, 1990.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Philadelphia, v. 32, n.1, p. 97-180, 2001.

WALLACE, Olusegun; NASER, Kamal. Firm specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, Philadelphia, v. 14, p. 311-368, 1995.

WATTS, Ross; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory**. Prentice Hall: Englewood Cliffs, 1986.

WELKER, Michael. Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, Toronto, v. 11, n. 2, p. 801-827, 1995.

WOOLDRIDGE, Jeffrey. **Introdução a econometria: uma abordagem moderna**. Editora Thomson: São Paulo, 2010.

YONGVANICH, Kittiya; GUTHRIE, James, An Extended Performance Reporting Framework for Social and Environmental Accounting. In: INTERNATIONAL SYMPOSIUM ON CORPORATE SUSTAINABILITY MANAGEMENT, INCLUIND ENVIROMENTAL MANAGEMENT ACCOUNTING NETWORK, 4., 2005, Bangkok. **Electronics proceedings...** Bangkok: EMAN, 2005. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1361351>>. Acesso em: 02 out. 2010.

ZARZESKI, Marily Taylor. Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices. **Accounting Horizons**, New York, v. 10, n. 1, 1996. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=2600>>. Acesso em: 06 jun. 2012.

## APENDICE A – AMOSTRA DO ESTUDO

**TABELA 01 – EMPRESAS QUE COMPÕEM A AMOSTRA.**

<b>EMPRESA</b>	<b>SETOR</b>
1 AES TIETE	Elétrico
2 ALL AMER LAT	Transporte
3 ALPARGATAS	Têxtil
4 AMBEV	Consumo
5 AMIL	Serviços
6 AMPLA	Elétrico
7 ANHANGUERA	Serviços
8 B2W VAREJO	Varejo
9 BEMATECH	Eletroeletrônico
10 BOMBRIL S/A	Consumo
11 BR FOODS	Alimentício
12 BRASKEM	química e petroquímica
13 BROOKFIELD	Construção
14 CAMARGO COR DI	Construção
15 CCR RODOVIAS	Serviços
16 CEEE-D	Elétrico
17 CELESC	Elétrico
18 CELPE	Elétrico
19 CEMAT	Elétrico
20 CEMIG	Elétrico
21 CESP	Elétrico
22 COELCE	Elétrico
23 COMGAS	Petr. gás e biocombust.
24 CONTAX	Serviços
25 COPASA	Serviços
26 COPEL	Elétrico
27 COSAN	Elétrico
28 CPFL ENERGIA	Elétrico
29 CYRELA REALT	Construção
30 DUKE ENERGY	Elétrico
31 DURATEX	Química e petroquímica
32 VANGUARDA	Petr. gás e biocombust.
33 EDP - EXCELSA	Elétrico
34 ELEKEIROZ S/A	Elétrico
35 ELEKTRO	Elétrico
36 ELETROBRAS	Elétrico
37 ELETROPAULO	Elétrico
38 EMBRAER	Autoindústria
39 FIBRIA	Papel e celulose
40 FLEURY S/A	Serviços
41 GAFISA	Construção
42 GERDAU	Miner, siderurg e metalurg.
43 GLOBEX	Varejo
44 GOL	Transporte

45	GRENDENE	Consumo
46	GUARARAPES	Têxtil
47	HERINGER S/A	química e petroquímica
48	HYPERMARCAS	Consumo
49	IOCHPE MAXION	Autoindústria
50	ITAUTEC S/A	Eletroeletrônico
51	JBS	Alimentício
52	KLABIN S/A	Papel e celulose
53	LIGHT S/A	Elétrico
54	LOJAS RENNER	Varejo
55	M&G POLÍMEROS	Química e petroquímica
56	M. DIAS BRANCO	Alimentício
57	MAGNESITA	Miner, siderurg e metalurg.
58	MANGELS	Miner, siderurg e metalurg.
59	MARCOPOLO	Autoindústria
60	MARFRIG	Alimentício
61	MARISA LOJAS	Varejo
62	MARISOL	Têxtil
63	MENDES JR. S/A	Construção
64	METISA	Miner, siderurg e metalurg.
65	MINERVA FRIG	Alimentício
66	MRS LOGÍSTICA	Transporte
67	MRV	Construção
68	NATURA	Consumo
69	NET	Telecomunicações
70	OI	Telecomunicações
71	P.ACUCAR-CBD	Varejo
72	PARANAPANEMA	Miner, siderurg e metalurg.
73	PETROBRAS	Petr. gas e biocombust.
74	PLASCAR PART	Autoindústria
75	POSITIVO	Eletroeletrônico
76	PROFARMA	Consumo
77	RANDON	Autoindústria
78	RODOBENS	Construção
79	ROSSI RESID	Construção
80	SABESP	Serviços
81	SARAIVA S/A	Consumo
82	SID NACIONAL	Miner, siderurg e metalurg.
83	SOUZA CRUZ	Consumo
84	SUZANO	papel e celulose
85	TAM S/A	Transporte
86	TIM PART S/A	Telecomunicações
87	TOTVS S/A	Eletroeletrônico
88	TRACTEBEL	Elétrico
89	TRAN PAULIST	Elétrico
90	TUPY SA	Miner, siderurg e metalurg.
91	ULTRAPAR	Química e petroquímica

<b>92</b>	<b>USIMINAS</b>	Miner, siderurg e metalurg.
<b>93</b>	<b>VALE</b>	Miner, siderurg e metalurg.
<b>94</b>	<b>VICUNHA TEXTIL</b>	Textil
<b>95</b>	<b>VIVO</b>	Telecomunicações
<b>96</b>	<b>VULCABRAS S/A</b>	Têxtil
<b>97</b>	<b>WEG</b>	Química e petroquímica

Fonte: elaborada pela autora



## APENDICE B – ÍNDICE DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO

### TABELA 1 – ÍNDICE DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO MÉDIO POR EMPRESA

EMPRESA	IDT	IDS	IDE	IDA
AES TIETE	0,4341	0,6500	0,4242	0,3676
ALL AMER LAT	0,2341	0,1833	0,3661	0,0878
ALPARGATAS	0,4634	0,7167	0,5394	0,3135
AMBEV	0,4782	0,3667	0,6024	0,3756
AMIL	0,1583	0,4500	0,5412	0,1946
AMPLA	0,5220	0,5833	0,5394	0,4865
ANHANGUERA	0,1659	0,2333	0,3152	0,0108
B2W VAREJO	0,2420	0,1833	0,4059	0,1143
BEMATECH	0,1854	0,2667	0,3152	0,0432
BOMBRIL S/A	0,0780	0,0667	0,1455	0,0216
BR FOODS	0,6575	0,6167	0,6800	0,6341
BRASKEM	0,7264	0,8000	0,7176	0,6732
BROOKFIELD	0,2299	0,3000	0,2740	0,1463
CAMARGO COR DI	0,4756	0,7500	0,3636	0,4865
CCR RODOVIAS	0,5195	0,5667	0,5625	0,4684
CEEE-D	0,3829	0,3833	0,4333	0,3730
CELESC	0,5091	0,5667	0,5600	0,5486
CELPE	0,5159	0,6500	0,5314	0,4634
CEMAT	0,5159	0,6500	0,6667	0,5081
CEMIG	0,5818	0,6333	0,6400	0,5171
CESP	0,4578	0,6333	0,6057	0,4976
COELCE	0,4318	0,3833	0,4457	0,4341
COMGAS	0,3818	0,7667	0,5200	0,5805
CONTAX	0,2092	0,4000	0,5760	0,0000
COPASA	0,2169	0,4167	0,3333	0,0541
COPEL	0,4159	0,4167	0,5657	0,5171
COSAN	0,4727	0,4667	0,6000	0,3659
CPFL ENERGIA	0,6205	0,7000	0,6743	0,5512
CYRELA REALT	0,3705	0,2667	0,4917	0,3122
DUKE ENERGY	0,5432	0,6500	0,5886	0,4732
DURATEX	0,7864	0,8000	0,7540	0,7599
VANGUARDA	0,1824	0,1333	0,4070	0,0244
EDP - EXCELSA	0,7293	0,9167	0,6667	0,7243
ELEKEIROZ S/A	0,2795	0,3333	0,3710	0,2049
ELEKTRO	0,5432	0,6500	0,5886	0,4732
ELETROBRAS	0,5955	0,7167	0,6171	0,5415
ELETROPAULO	0,6545	0,8000	0,6403	0,7610
EMBRAER	0,3151	0,3833	0,4297	0,3024
FIBRIA	0,3750	0,4333	0,2971	0,3902
FLEURY S/A	0,1780	0,2500	0,2242	0,1135
GAFISA	0,1171	0,0667	0,2242	0,0378
GERDAU	0,6841	0,8333	0,6661	0,6244

GLOBEX	0,0732	0,0000	0,1818	0,0000
GOL	0,2659	0,3833	0,3657	0,3024
GRENDENE	0,2854	0,2167	0,4303	0,1784
GUARARAPES	0,0927	0,1333	0,1818	0,0000
HERINGER S/A	0,2098	0,0633	0,4376	0,0541
HYPERMARCAS	0,3000	0,3167	0,4303	0,1784
IOCHPE MAXION	0,1683	0,1500	0,3636	0,0000
ITAUTEC S/A	0,6073	0,7500	0,7818	0,4054
JBS	0,2750	0,2833	0,3748	0,2244
KLABIN S/A	0,3614	0,2500	0,5104	0,2390
LIGHT S/A	0,5780	0,7333	0,5939	0,5135
LOJAS RENNER	0,2610	0,3833	0,5360	0,0895
M&G POLÍMEROS	0,1829	0,2000	0,2121	0,1514
M. DIAS BRANCO	0,3073	0,3167	0,4182	0,1676
MAGNESITA	0,2829	0,3167	0,4182	0,1514
MANGELS	0,1854	0,0833	0,3697	0,0541
MARCOPOLO	0,3390	0,3500	0,4364	0,2486
MARFRIG	0,3364	0,3167	0,3943	0,2537
MARISA LOJAS	0,1659	0,1667	0,3515	0,0000
MARISOL	0,2366	0,3667	0,2606	0,1514
MENDES JR. S/A	0,0854	0,0000	0,1515	0,0541
METISA	0,0634	0,0667	0,0606	0,0432
MINERVA FRIG	0,1634	0,0000	0,3697	0,0324
MRS LOGÍSTICA	0,2951	0,3667	0,3939	0,1838
MRV	0,2523	0,2333	0,3914	0,0390
NATURA	0,4732	0,6833	0,4424	0,4324
NET	0,1250	0,2333	0,2217	0,0000
OI	0,5318	0,7500	0,5079	0,4634
P.ACUCAR-CBD	0,6682	0,8000	0,6392	0,5951
PARANAPANEMA	0,4439	0,6000	0,5273	0,3189
PETROBRAS	0,7523	0,8833	0,8686	0,6195
PLASCAR PART	0,1122	0,0500	0,2606	0,0000
POSITIVO	0,1415	0,0000	0,3515	0,0000
PROFARMA	0,2878	0,4833	0,5394	0,0000
RANDON	0,5455	0,4833	0,5600	0,5512
RODOBENS	0,0732	0,0000	0,1818	0,0000
ROSSI RESID	0,1805	0,1000	0,2727	0,0811
SABESP	0,4773	0,6333	0,4102	0,4829
SARAIVA S/A	0,2667	0,2667	0,3758	0,0000
SID NACIONAL	0,3122	0,3500	0,3152	0,2270
SOUZA CRUZ	0,5250	0,4667	0,5024	0,0000
SUZANO	0,4409	0,3333	0,5886	0,3463
TAM S/A	0,3659	0,6667	0,3603	0,2341
TIM PART S/A	0,3146	0,6000	0,2970	0,2378
TOTVS S/A	0,0927	0,1333	0,1818	0,0000
TRACTEBEL	0,5455	0,4833	0,4457	0,4341
TRAN PAULIST	0,5000	0,6667	0,4364	0,5027

TUPY AS	0,3229	0,2833	0,4765	0,1946
ULTRAPAR	0,4916	0,6333	0,5879	0,3730
USIMINAS	0,5614	0,5667	0,5657	0,5561
VALE	0,6977	0,8333	0,7257	0,5220
VICUNHA TEXTIL	0,2537	0,0833	0,3273	0,2432
VIVO	0,2805	0,2167	0,4303	0,1784
VULCABRAS S/A	0,1415	0,1333	0,2667	0,0324
WEG	0,2146	0,1333	0,4242	0,0541

Fonte: elaborada pela autora

## APÊNDICE C – ESTATÍSTICA DESCRITIVA POR SETOR

**TABELA 1: ESTATÍSTICA DESCRITIVA POR SETOR – Q DE TOBIN.**

SETORES	Média	Desvio Padrão	Coeficiente de variação
Alimentício	0,9555	0,2628	0,2750
Autoindústria	1,2154	0,5364	0,4413
Construção	1,6353	0,6140	0,3755
Consumo	2,4068	1,8459	0,7669
Elétrico	1,6160	1,2338	0,7656
Eletroeletrônico	1,9261	1,3957	0,7247
Miner, sider e metalurg.	1,2245	0,5066	0,4137
Papel e celulose	0,8722	0,1195	0,1370
Petr., gás e biocombust.	2,3063	2,7880	1,2088
Química e Petroquímica	1,3215	0,6445	0,4877
Serviços	1,3507	0,6700	0,4960
Telecomunicações	1,4402	0,6892	0,4786
Têxtil	1,1861	0,5537	0,4668
Transporte	1,4627	0,4112	0,2811
Varejo	2,6199	1,8411	0,7027

Fonte: elaborada pela autora

**TABELA 2: ESTATÍSTICA DESCRITIVA POR SETOR – IDT**

SETORES	Média	Desvio Padrão	Coeficiente de variação
Alimentício	0,3479	0,2042	0,5868
Autoindústria	0,2960	0,2126	0,7183
Construção	0,2230	0,1603	0,7189
Consumo	0,3368	0,1874	0,5563
Elétrico	0,5158	0,1831	0,3550
Eletroeletrônico	0,2567	0,2123	0,8269
Miner, sider e metalurg.	0,3949	0,2297	0,5818
Papel e celulose	0,3924	0,1960	0,4995
Petr., gás e biocombust.	0,4388	0,2962	0,6750
Química e Petroquímica	0,4349	0,2581	0,5934
Serviços	0,2750	0,1729	0,6287
Telecomunicações	0,3130	0,1751	0,5596
Têxtil	0,2376	0,1381	0,5814
Transporte	0,2903	0,1712	0,5900
Varejo	0,2820	0,2140	0,7586
Varejo	0,1598	0,2317	1,4502

Fonte: elaborada pela autora

TABELA 3: ESTATÍSTICA DESCRITIVA POR SETOR – IDE

SETORES	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de variação
Alimentício	0,4474	0,1781	0,3982
Autoindústria	0,4106	0,2329	0,5753
Construção	0,2939	0,1518	0,5164
Consumo	0,4336	0,2063	0,4757
Elétrico	0,5540	0,1752	0,3163
Eletroeletrônico	0,4076	0,2354	0,5777
Miner, sider e metalurg.	0,4583	0,2367	0,5164
Papel e celulose	0,4654	0,2168	0,4658
Petr., gás e biocombust.	0,5985	0,2279	0,3807
Química e Petroquímica	0,5210	0,1990	0,3819
Serviços	0,4232	0,1652	0,3904
Telecomunicações	0,3642	0,1643	0,4511
Têxtil	0,3151	0,1309	0,4154
Transporte	0,3715	0,1642	0,4420
Varejo	0,4229	0,1748	0,4134
Varejo	0,1598	0,2317	1,4502

Fonte: elaborada pela autora

TABELA 4: ESTATÍSTICA DESCRITIVA POR SETOR – IDS

SETORES	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de variação
Alimentício	0,3067	0,2390	0,7794
Autoindústria	0,2833	0,2295	0,8099
Construção	0,2146	0,2600	1,2118
Consumo	0,3583	0,2389	0,6666
Elétrico	0,6032	0,2133	0,3536
Eletroeletrônico	0,2875	0,2943	1,0236
Miner, sider e metalurg.	0,4370	0,3026	0,6925
Papel e celulose	0,3389	0,2281	0,6732
Petr., gás e biocombust.	0,5944	0,3603	0,6061
Química e Petroquímica	0,4389	0,3253	0,7412
Serviços	0,4214	0,2250	0,5339
Telecomunicações	0,4500	0,2979	0,6620
Têxtil	0,2867	0,2547	0,8884
Transporte	0,4000	0,2752	0,6880
Varejo	0,3067	0,2884	0,9404
Varejo	0,1598	0,2317	1,4502

Fonte: elaborada pela autora

**TABELA 5: ESTATÍSTICA DESCRITIVA POR SETOR – IDA**

<b>SETORES</b>	<b>Média</b>	<b>Desvio Padrão</b>	<b>Coefficiente de variação</b>
Alimentício	0,2624	0,2452	0,9344
Autoindústria	0,2205	0,2427	1,1011
Construção	0,1446	0,1718	1,1879
Consumo	0,1483	0,1678	1,1314
Elétrico	0,4885	0,1803	0,3692
Eletroeletrônico	0,1122	0,1752	1,5622
Miner, sider e metalurg.	0,2991	0,2416	0,8078
Papel e celulose	0,3252	0,2132	0,6555
Petr., gás e biocombust.	0,4081	0,2888	0,7076
Química e Petroquímica	0,3442	0,2936	0,8529
Serviços	0,1892	0,2049	1,0830
Telecomunicações	0,2199	0,1809	0,8225
Têxtil	0,1481	0,1315	0,8879
Transporte	0,2020	0,1597	0,7903
Varejo	0,1598	0,2317	1,4502

Fonte: elaborada pela autora

**APÊNDICE D – EMPRESAS COM OS MAIORES INDICE MÉDIO DE  
DISCLOSURE (ECONÔMICO, SOCIAL E AMBIENTAL)**

**TABELA 1 – EMPRESAS COM OS MAIORES INDICE MÉDIO DE DISCLOSURE  
ECONÔMICO**

<b>CLASSIFICAÇÃO</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>IDE</b>
1	PETROBRAS	0,8686
2	ITAUTEC S/A	0,7818
3	DURATEX	0,7540
4	VALE	0,7257
5	BRASKEM	0,7176
6	BR FOODS	0,6800
7	CPFL ENERGIA	0,6743
8	EDP - EXCELSA	0,6667
9	CEMAT	0,6667
10	GERDAU	0,6661
11	ELETROPAULO	0,6403
12	CEMIG	0,6400
13	P.ACUCAR-CBD	0,6392
14	ELETROBRAS	0,6171
15	CESP	0,6057
16	AMBEV	0,6024
17	COSAN	0,6000
18	LIGHT S/A	0,5939
19	DUKE ENERGY	0,5886
20	ELEKTRO	0,5886

Fonte: elaborada pela autora

**TABELA 2 – EMPRESAS COM OS MAIORES INDICE MÉDIO DE DISCLOSURE SOCIAL**

<b>CLASSIFICAÇÃO</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>IDS</b>
1	EDP - EXCELSA	0,9167
2	PETROBRAS	0,8833
3	VALE	0,8333
4	GERDAU	0,8333
5	DURATEX	0,8000
6	BRASKEM	0,8000
7	P.ACUCAR-CBD	0,8000
8	ELETROPAULO	0,8000
9	COMGAS	0,7667
10	ITAUTEC S/A	0,7500
11	OI	0,7500
12	CAMARGO COR DI	0,7500
13	LIGHT S/A	0,7333
14	ALPARGATAS	0,7167
15	ELETROBRAS	0,7167
16	CPFL ENERGIA	0,7000
17	NATURA	0,6833
18	TRAN PAULIST	0,6667
19	TAM S/A	0,6667
20	DUKE ENERGY	0,6500
20	ELEKTRO	0,6500
20	CELPE	0,6500
20	CEMAT	0,6500
20	AES TIETE	0,6500

Fonte: elaborada pela autora



**TABELA 3 – EMPRESAS COM OS MAIORES INDICE MÉDIO DE DISCLOSURE AMBIENTAL**

<b>CLASSIFICAÇÃO</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>IDA</b>
1	ELETROPAULO	0,7610
2	DURATEX	0,7599
3	EDP - EXCELSA	0,7243
4	BRASKEM	0,6732
5	BR FOODS	0,6341
6	GERDAU	0,6244
7	PETROBRAS	0,6195
8	P.ACUCAR-CBD	0,5951
9	COMGAS	0,5805
10	USIMINAS	0,5561
11	CPFL ENERGIA	0,5512
12	RANDON	0,5512
13	CELESC	0,5486
14	ELETROBRAS	0,5415
15	VALE	0,5220
16	CEMIG	0,5171
17	COPEL	0,5171
18	LIGHT S/A	0,5135
19	CEMAT	0,5081
20	TRAN PAULIST	0,5027

Fonte: elaborada pela autora

**TABELA 4 – EMPRESAS COM OS MAIORES INDICE MÉDIO DE DISCLOSURE TOTAL**

<b>CLASSIFICAÇÃO</b>	<b>EMPRESA</b>	<b>IDT</b>
1	DURATEX	0,7864
2	PETROBRAS	0,7523
3	EDP - EXCELSA	0,7293
4	BRASKEM	0,7264
5	VALE	0,6977
6	GERDAU	0,6841
7	P.ACUCAR-CBD	0,6682
8	BR FOODS	0,6575
9	ELETROPAULO	0,6545
10	CPFL ENERGIA	0,6205
11	ITAUTEC S/A	0,6073
12	ELETROBRAS	0,5955
13	CEMIG	0,5818
14	LIGHT S/A	0,5780
15	USIMINAS	0,5614
16	RANDON	0,5455
17	TRACTEBEL	0,5455
18	DUKE ENERGY	0,5432
19	ELEKTRO	0,5432
20	OI	0,5318

Fonte: elaborada pela autora

## APENDICE E - MODELO DE ANÁLISE DE DADOS

Variáveis	Controle/Setor	Coefficientes	Erro padrão	Teste t	Valor-p
Constante		-0,5215	0,5471	-0,95	0,3410
CONTROLE	Público	-0,6284	0,1833	-3,43	0,0006***
SETOR	Autoindústria	0,3492	0,3131	1,11	0,2653
SETOR	Construção	0,5649	0,2820	2,00	0,0457*
SETOR	Consumo	0,6264	0,2807	2,23	0,0261*
SETOR	Elétrico	0,7530	0,2663	2,83	0,0048**
SETOR	Eletroeletrônico	0,4905	0,3341	1,47	0,1428
SETOR	miner., siderurg e metalurg.	0,1617	0,2724	0,60	0,5529
SETOR	papel e celulose	-0,1077	0,3566	-0,30	0,7627
SETOR	petr., gás e biocombust.	0,9330	0,3761	2,48	0,0134*
SETOR	química e petroquímica	0,2598	0,2960	0,88	0,3804
SETOR	serviços	0,3121	0,2890	1,08	0,2807
SETOR	telecomunicações	0,2714	0,3291	0,82	0,4099
SETOR	têxtil	0,1625	0,3134	0,52	0,6043
SETOR	transporte	0,3497	0,3279	1,07	0,2867
SETOR	varejo	0,7706	0,3094	2,49	0,0131*
ANO		-0,2469	0,3700	-6,67	<0,0001* **
ANO		-0,2479	0,3921	-6,32	<0,0001* **
ANO		-0,2138	0,0414	-5,16	<0,0001* **
ANO		-0,3003	0,0422	-7,11	<0,0001* **
IDE		0,3098	0,1499	2,07	0,0393*
IDS		0,0787	0,1332	0,59	0,5549
IDA		-0,5111	0,1629	-3,14	0,0018**
TAM		0,0412	0,3247	1,27	0,2046
CRESC		-0,1220	0,3329	-3,66	0,0002***
I(CRESC*CRESC)		0,0063	0,0018	3,50	0,0005***
GE		0,0076	0,0020	3,73	0,0002***

### QUADRO 1 - MODELO DE EFEITOS ALEATÓRIOS

Fonte: elaborado pela autora

## APENDICE F – QUADROS DE ÍNDICES MÉDIOS ANUAIS

<b>SETORES</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Alimentício	1,1575	0,9971	0,8240	0,8978	0,9010
Autoindústria	1,7977	0,9596	1,0092	1,1748	1,1359
Construção	1,9097	1,5552	1,5453	1,6310	1,5352
<b>Consumo</b>	<b>2,7144</b>	<b>1,8690</b>	<b>2,0900</b>	<b>2,5459</b>	<b>2,8146</b>
<b>Elétrico</b>	<b>1,9198</b>	<b>1,6015</b>	<b>1,4275</b>	<b>1,4790</b>	<b>1,6299</b>
<b>Eletroeletrônico</b>	<b>2,7839</b>	<b>1,5218</b>	<b>1,7604</b>	<b>1,8673</b>	<b>1,6968</b>
Miner, sider e metalurg.	1,4548	1,1716	1,2694	1,2061	1,0214
Papel e celulose	0,9745	0,9943	0,7389	0,8659	0,7876
<b>Petr., gás e biocombust.</b>	<b>1,4175</b>	<b>1,8847</b>	<b>4,1862</b>	<b>2,9252</b>	<b>1,1179</b>
<b>Química e Petroquímica</b>	<b>1,5021</b>	<b>1,2514</b>	<b>1,2475</b>	<b>1,3416</b>	<b>1,2649</b>
Serviços	1,5756	1,0809	1,2192	1,5400	1,3376
Telecomunicações	1,8305	1,2724	1,3946	1,6703	1,0331
Têxtil	1,4869	0,9243	1,1496	1,2515	1,1184
Transporte	1,8601	1,4973	1,3768	1,3622	1,2171
<b>Varejo</b>	<b>2,8840</b>	<b>2,7739</b>	<b>2,9228</b>	<b>2,4109</b>	<b>2,1077</b>

**QUADRO 1 - Q DE TOBIN MÉDIO ANUAL por setor**

Fonte: elaborada pela autora

<b>SETORES</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Alimentício	1,5021	1,2514	1,2475	1,3416	1,2649
Autoindústria	0,3038	0,2317	0,3318	0,4016	0,2112
Construção	0,1976	0,1627	0,2596	0,2671	0,2283
Consumo	0,2407	0,3659	0,3785	0,3931	0,3085
Elétrico	0,3965	0,5010	0,5690	0,6071	0,5048
Eletroeletrônico	0,2287	0,2470	0,2622	0,2683	0,2774
Miner, sider e metalurg.	0,3497	0,4046	0,3969	0,4543	0,3688
Papel e celulose	0,2008	0,2311	0,4773	0,5152	0,5379
Petr., gás e biocombust.	0,2847	0,4280	0,5341	0,5682	0,3791
Química e Petroquímica	0,4199	0,3950	0,4434	0,4609	0,4551
Serviços	0,1824	0,2142	0,3118	0,3359	0,2067
Telecomunicações	0,2973	0,3322	0,3530	0,3757	0,2067
Têxtil	0,1976	0,2122	0,2390	0,2585	0,2805
Transporte	0,1836	0,3004	0,4056	0,4342	0,1276
Varejo	0,2335	0,2404	0,2929	0,3169	0,3265

**QUADRO 2 - IDT MÉDIO ANUAL POR SETOR**

Fonte: elaborada pela autora

<b>SETORES</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Alimentício	0,4283	0,4996	0,4783	0,5240	0,3068
Autoindústria	0,4660	0,3692	0,4083	0,5470	0,2597
Construção	0,2650	0,2249	0,3202	0,3564	0,3029
Consumo	0,3186	0,4660	0,4978	0,5166	0,3688
Elétrico	0,4544	0,5379	0,5957	0,6473	0,5348
Eletroeletrônico	0,3712	0,3939	0,4091	0,4242	0,4394
Miner, sider e metalurg.	0,4145	0,4764	0,4461	0,5463	0,4082
Papel e celulose	0,2581	0,3164	0,5143	0,6095	0,6286
Petr., gás e biocombust.	0,5085	0,4936	0,6381	0,6667	0,6857
Química e Petroquímica	0,4951	0,4737	0,5340	0,5586	0,5438
Serviços	0,3140	0,3549	0,4616	0,4886	0,4970
Telecomunicações	0,3221	0,3616	0,4117	0,4764	0,2494
Têxtil	0,2788	0,2670	0,3091	0,3455	0,3455
Transporte	0,3244	0,3305	0,4628	0,5128	0,2271
Varejo	0,3590	0,3652	0,4290	0,4659	0,4953

**QUADRO 3 - IDE MÉDIO ANUAL POR SETOR**

Fonte: elaborada pela autora

<b>SETORES</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Alimentício	0,3167	0,3000	0,3000	0,3833	0,2333
Autoindústria	0,3667	0,2000	0,3167	0,3500	0,1833
Construção	0,1667	0,1771	0,2917	0,2187	0,2187
Consumo	0,2604	0,3542	0,4063	0,4375	0,3333
Elétrico	0,5674	0,5595	0,6349	0,6706	0,5833
Eletroeletrônico	0,2500	0,2500	0,3125	0,3125	0,3125
Miner, sider e metalurg.	0,4444	0,4444	0,3981	0,4907	0,4074
Papel e celulose	0,1944	0,1944	0,4167	0,4167	0,4722
Petr., gás e biocombust.	0,5278	0,4722	0,6944	0,6389	0,6389
Química e Petroquímica	0,4306	0,3889	0,4167	0,4722	0,4861
Serviços	0,2738	0,2738	0,4761	0,5357	0,5476
Telecomunicações	0,3958	0,4792	0,5625	0,5625	0,2500
Têxtil	0,2333	0,2333	0,2833	0,3167	0,3667
Transporte	0,4583	0,4375	0,4792	0,5208	0,1042
Varejo	0,2500	0,2500	0,3333	0,3500	0,3500

**QUADRO 4 - IDS MÉDIO ANUAL POR SETOR**

Fonte: elaborada pela autora

<b>SETORES</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Alimentício	0,2156	0,2157	0,3230	0,3608	0,1971
Autoindústria	0,2486	0,1192	0,2692	0,2887	0,1765
Construção	0,1299	0,1123	0,1468	0,1684	0,1658
Consumo	0,1299	0,1501	0,1569	0,1477	0,1569
Elétrico	0,4039	0,4718	0,5335	0,5669	0,4664
Eletroeletrônico	0,0946	0,1149	0,1149	0,1149	0,1216
Miner, sider e metalurg.	0,1997	0,3188	0,3020	0,3612	0,3135
Papel e celulose	0,1382	0,1463	0,3983	0,4634	0,4797
Petr., gás e biocombust.	0,3496	0,3577	0,4309	0,4472	0,4553
Química e Petroquímica	0,3358	0,3128	0,3281	0,3720	0,3727
Serviços	0,1810	0,1459	0,2025	0,2100	0,2065
Telecomunicações	0,2240	0,2375	0,2375	0,2375	0,1631
Têxtil	0,1135	0,3188	0,3020	0,3612	0,3135
Transporte	0,1564	0,2119	0,2547	0,3400	0,0473
Varejo	0,1245	0,1297	0,1512	0,1967	0,1967

**QUADRO 5 – IDA MÉDIO ANUAL POR SETOR**

Fonte: elaborada pela autora