



## **REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL**

<http://www.periodicos.ufrn.br/ambiente>

<http://www.ojs.ccsa.ufrn.br/index.php/contabil>

<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-06/index.php/Ambiente>

**ISSN 2176-9036**

Artigo recebido em: 10.01.2014. Revisado por pares em: 24.02.2014. Reformulado em: 14.03.2014. Avaliado pelo sistema double blind review.

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

### **MARKET VALUE AND VOLUNTARY DISCLOSURE: AN EMPIRICAL STUDY IN COMPANIES LISTED ON BM&FBOVESPA**

### **VALOR DE MERCADO Y DIVULGACIÓN VOLUNTARIA: ESTUDIO EMPÍRICO EM COMPAÑÍAS COTIZADAS EN LA BM&FBOVESPA**

#### **Autores**

##### **Claudinéia Boaventura de Sousa**

Aluna do Mestrado em Ciências Contábeis – Fundação Escola de Comércio Álvares  
Penteado. Endereço: Av. Liberdade, 532 – São Paulo, SP – Brasil.

Telefone: (11) 98383-7565.

E-mail: [clausousa2010@gmail.com](mailto:clausousa2010@gmail.com)

##### **Aldy Fernandes da Silva**

Professor Doutor em Engenharia de Produção – Fundação Escola de Comércio Álvares  
Penteado. Endereço: Av. Liberdade, 532 – São Paulo, SP – Brasil. Telefone: (11) 3272-2332.

E-mail: [aldy.fsilva@gmail.com](mailto:aldy.fsilva@gmail.com)

##### **Maísa de Souza Ribeiro**

Professora Doutora em Controladoria e Contabilidade – FEA-RP/USP. Endereço: Av.  
Liberdade, 532 – São Paulo, SP – Brasil. Telefone: (11) 3272-2332.

E-mail: [maisorib@usp.br](mailto:maisorib@usp.br)

##### **Elionor Farah Jreige Weffort**

Professora Doutora em Controladoria e Contabilidade – Fundação Escola de Comércio  
Álvares Penteado. Endereço: Av. Liberdade, 532 – São Paulo, SP – Brasil. Telefone: (11)  
3272-2301.

E-mail: [eweffort@gmail.com](mailto:eweffort@gmail.com)

## RESUMO

Este estudo investiga empiricamente a relação entre o valor de mercado (mensurado pelo Q de Tobin) e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais, em relatórios das companhias listadas na BM&FBovespa no período de 2007 a 2011. Os resultados desse estudo apontam a existência de relação significativa e positiva entre a divulgação voluntária econômica e o valor de mercado das empresas; e uma relação significativa e negativa entre o valor de mercado e a divulgação voluntária ambiental, sugerindo um *trade off* entre a visão do investidor e do gestor. Em relação à divulgação social voluntária, os resultados não apontaram existir relação significativa.

**Palavras-chave:** Valor de mercado; *Disclosure* voluntário; Responsabilidade social corporativa.

## ABSTRACT

This study investigates empirically the relationship between the market value (measured by Tobin's q coefficient) and voluntary disclosure of economic, social and environmental information by companies listed on the BM&FBovespa from 2007 to 2011. The results indicate a significant positive relationship between economic voluntary disclosure and the market value of firms, as well as, a significant negative relationship between the market value and environmental voluntary disclosure, suggesting a tradeoff between the view of the investor and manager. Concerning social voluntary disclosure, the results did not indicate significant relationship.

**Keywords:** Market value; Voluntary disclosure; Corporate Social Responsibility.

## RESUMEN

Este estudio investiga, de forma empírica, la relación entre el valor de mercado (mensurado por el Q de Tobin) y la divulgación voluntaria de informaciones económicas, sociales y ambientales, en informes de las compañías cotizantes en la BM&FBovespa, en el período de 2007 a 2011. Los resultados de este estudio apuntan a la existencia de una relación significativa y positiva entre la divulgación voluntaria económica y el valor de mercado de las empresas; y una relación significativa y negativa entre el valor de mercado y la divulgación voluntaria ambiental, sugiere un *trade off* entre la visión del inversor y la del gestor. Con respecto a la divulgación social voluntario, los resultados no mostraron una relación significativa.

**Palabras clave:** Valor de mercado; Revelación voluntaria; Responsabilidad social empresarial.

## 1 INTRODUÇÃO

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). 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.

Segundo Bushman e Smith (2001), as empresas com um melhor nível de divulgação tendem a apresentar melhores expectativas aos investidores, aos clientes, consumidores, fornecedores, governo e sociedade em geral e, em função da transparência, as leis de mercado tendem a valorar da melhor forma esses ativos. Para Gray, Kouhy e Lavers (1995), duas razões levam as empresas a divulgarem informações voluntárias de natureza social e ambiental, além das de natureza econômica. A primeira é a exigência de controle administrativo com enfoque gerencial; a segunda é a responsabilidade de atender aos anseios da sociedade.

Diante dessa realidade, outros agentes passaram a ter seus interesses considerados no processo de escolhas contábeis sobre divulgação, afinal os acionistas já não são os únicos detentores dos recursos dentro de uma entidade; 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, em troca, que os seus interesses sejam satisfeitos (FREEMAN, 1984).

A visão que economistas neoclássicos defendem, como Friedman e Miles (2002), é que a única função de uma empresa é gerar lucro para seus *shareholders*, ou seja, seus proprietários ou acionistas. Essa visão ignora a relação existente entre responsabilidade social e desempenho econômico e financeiro. No contraponto desse entendimento, a teoria dos *stakeholders* (Freeman, 1984) reconhece um efeito positivo nessa relação. Contudo, alguns autores 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 como Freeman (1984), Hill e Jones (1992) e Donaldson e Preston (1995) argumentaram que essa visão permite compreender o processo de geração de riqueza e direcionar as ações dos administradores frente aos negócios. Diante dessa dinâmica, as empresas verificaram a necessidade de estabelecer uma comunicação com os agentes através de sinais. Spence (1973) e Ross (1977) estudaram a adoção dos sinais a partir das 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 existente. A observação dos autores é que 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 mencionou que existem custos associados à sinalização e que estes permitem assegurar a credibilidade das informações.

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, consequentemente, reflitam impactos positivos junto ao emissor.

Assim, diante desse cenário, levantou-se a seguinte questão de pesquisa: existe relação entre valor de mercado das companhias brasileiras de capital aberto e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais?

Desta forma, este estudo teve como objetivo analisar as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), os Relatórios Anuais (RAs) e os Relatórios de Sustentabilidade Empresarial (RSEs) para buscar evidências empíricas que comprovem uma relação significativa entre o valor de mercado (mensurado pelo coeficiente Q de Tobin) e o *disclosure* voluntário de informações econômicas, sociais e ambientais. A partir de uma pesquisa com abordagem quantitativa, com uma amostra composta por 97 companhias de capital aberto listadas na BM&FBovespa, avaliou-se esta relação por meio da aplicação de um modelo de regressão com dados em painel.

Este estudo justifica-se 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 anos e essa tendência decorre das mudanças conjunturais que demandam novas formas de relação entre as empresas e a sociedade. 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 pesquisadores têm se preocupado em estudar esse cenário (Hassel; Nilsson; Nyquist, 2005; Nelling; Webb, 2009; Cesar; Silva Jr., 2008; Alves; Borba, 2009; Murcia; Santos, 2009; Aras; Aybars; Kuthu, 2010). Esses estudos mostram 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.

O trabalho inicia-se com uma breve revisão da literatura na seção 2 e os procedimentos metodológicos utilizados para desenvolvimento do estudo, abordados na seção 3. Na seção 4, apresenta-se os resultados empíricos com base num modelo de regressão com dados em painel e, finalmente, na seção 5, as considerações finais.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES DE PESQUISA**

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 mencionou 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. Sendo assim, os relatórios confeccionados para esses fins são os objetos de interesse de estudos recentes sobre *disclosure* voluntário.

Zarzeski (1996) aborda os efeitos da 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.

## 2.1 DISCLOSURE VOLUNTÁRIO

Segundo Lima *et al.* (2006), a busca dos investidores por maior *disclosure*, *accountability* e comportamento ético por parte das empresas, tem se tornado uma constante. O autor argumenta que 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. A transparência proveniente da iniciativa de divulgação tende a contribuir de forma positiva e favorecer os aspectos inerentes à atividade empresarial. 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.

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 econômica e 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. Percebe-se, dessa forma, que a divulgação compulsória não é capaz de atender aos interesses de todos os usuários da informação contábil.

A informação voluntária assume aspectos de natureza econômica, social e ambiental e são categorizadas dessa forma nos relatórios das empresas. A iniciativa de *disclosure* voluntário vem aumentando entre empresas globais, internacionalizadas e emergentes e tal fenômeno incentivou estudos voltados a esse tema (SPENCE, 1973; DYE, 1985, 2001; VERRECCHIA, 1990; 2001; GRAY; BEBBINGTON; WALTERS, 2001; CLARKSON *et al.*, 2008; MURCIA, 2009; BORGES; ROSA; ENSSLIN, 2010; MORONEY; WINDSOR, AW, 2012).

Considerando estes aspectos, observamos que o *disclosure* econômico voluntário é um tema pouco estudado na área contábil, embora seja o aspecto mais evidenciado nas empresas (MURCIA; SANTOS, 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.

A evidenciação voluntária de informações de natureza social e ambiental foi uma iniciativa das empresas em decorrência da mudança de cenário conjuntural. A partir dos anos 50, nos Estados Unidos e Europa, surgiram 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 e, conforme Carroll (1979) representa as expectativas da sociedade em relação a ações legais, éticas e discricionárias das empresas. Para Gray, Kouhy e Lavers (1995), 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. Segundo Gray, Bebbington e Walters (2001) existem fatores que influenciam as empresas a divulgarem informações de desempenho ambiental de acordo com a sua cultura organizacional.

## 2.2 EVIDENCIAÇÃO E VALOR DE MERCADO

A divulgação voluntária surgiu da necessidade das empresas em se diferenciarem no mercado em razão de seus interesses de desempenho e de mercado, de tal forma, que a informação possa 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.

Diversos são os estudos dos fenômenos relacionados à divulgação voluntária e seus efeitos (Gray; Kouhy; Lavers, 1995; Deegan, 2004; Verrecchia, 2001; Clarkson et al., 2008; Murcia; Santos, 2009), mas tal área se fortaleceu com os trabalhos de Gray, Kouhy e Lavers (1995), Verrecchia (2001) e Al-Tuwaijri, Christensen e Hughes (2004). O estudo de Verrecchia (2001) mostrou 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. Al-Tuwaijri, Christensen e Hughes (2004) identificaram, em empresas norte-americanas, que as decisões baseadas nas estratégias e políticas corporativas voltadas para ações ambientais e sua divulgação, influenciam positivamente o desempenho econômico. Diante desse panorama, alguns estudos analisaram a relação entre práticas de responsabilidade socioambiental ou evidenciação de informações voluntárias, identificando algumas relações positivas e outras negativas ou nulas entre divulgação e desempenho.

Hassel, Nilsson e Nyquist (2005) estudaram a relação entre a informação ambiental e o valor de mercado de empresas suecas através 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. Os autores identificaram uma relação negativa entre valor de mercado e desempenho ambiental 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.

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). Com o estudo observou-se que tanto o ROA como o ROE tem relação significativa com desempenho ambiental.

Nelling e Webb (2009), com uma amostra de 600 empresas americanas, no período de 1993 a 2000, estudaram a relação entre responsabilidade e desempenho financeiro medido pelo retorno das ações e identificaram uma forte relação positiva entre investimentos socioambientais e os retornos. Finalmente, Aras, Aybars e Kutlu (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 mostram o aumento com a preocupação da responsabilidade socioambiental e a necessidade de compreender como se dá a divulgação de tais informações entre as empresas e os agentes envolvidos. Da mesma forma, se observa uma necessidade de

avaliar a divulgação de tais informações e seus efeitos no desempenho ou valorização da empresa. Considerando o problema de pesquisa e a análise dos estudos anteriores sobre *disclosure* voluntário nesta seção, as seguintes hipóteses de pesquisa foram propostas para teste:

**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.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Nesta seção apresentamos a metodologia utilizada no estudo contemplando a delimitação da pesquisa, população e amostra, a definição operacional das variáveis e a coleta dos dados, além da metodologia estatística aplicada na análise dos dados.

#### 3.1 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA, POPULAÇÃO E AMOSTRA

O estudo é classificado como teórico-empírico e caracterizado como uma pesquisa com abordagem quantitativa (Gil, 1999; Richardson, 1999) onde se aplicou a técnica de análise de regressão com dados em painel, visando identificar a relação existente entre a variável que representa o valor de mercado (coeficiente Q de Tobin) e as variáveis que representam o nível de *disclosure* econômico, social e ambiental.

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. 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, não foram objeto de estudo. Desta forma, 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, a amostra limitou-se a 97 empresas, totalizando assim 485 empresas-ano.

#### 3.2 DEFINIÇÃO OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS

Para definição operacional das variáveis considerou-se estudos anteriores sobre *disclosure* voluntário que utilizaram diversas variáveis comuns a este trabalho (MORONEY; WINDSOR; AW, 2012; ARAS; AYBARS; KUTLU, 2010; MURCIA; SANTOS, 2009; CLARKSON et al., 2008). Os dados sobre as informações contábeis e financeiras foram extraídos das Demonstrações Financeiras consolidadas das empresas no banco de dados da Economática®. Já as informações voluntárias de natureza econômica, social e ambiental foram obtidas das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), dos Relatórios Anuais e de Sustentabilidade. 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. 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, 1995).

### 3.2.1 VARIÁVEL DEPENDENTE

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* (CLARKSON et al., 2008; MURCIA; SANTOS, 2009; ARAS; AYBARS; KUTLU, 2010; MORONEY; WINDSOR; AW, 2012). 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 como:

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

onde *VMA* é valor de mercado das ações da companhia, *D* é o valor das dívidas de curto e longo prazo, e *AT* é valor do ativo total da companhia dado pelo seu valor contábil. Em nosso estudo, o coeficiente Q de Tobin foi utilizado em escala logarítmica e denominado *QTOBIN*.

### 3.2.2 VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DE INTERESSE

Não é objeto desse estudo, desenvolver uma nova métrica para determinação de um 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), Clarkson et al. (2008), Murcia e Santos (2009), foram estabelecidos três métricas de *disclosure* contemplando a divulgação voluntária econômica, social e ambiental adaptando a métrica de Murcia e Santos (2009).

Para determinar o nível de *disclosure* voluntário e formalizar um índice, aplicou-se na determinação do mesmo, a técnica de análise de conteúdo (Bradin, 1977; Beretta; Bozzolan, 2007). Através da análise de conteúdo das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), dos Relatórios Anuais e de Sustentabilidade, as informações de natureza voluntária, levantadas através de um *check list*, foram identificadas com base no critério, compreensibilidade e relevância por meio de uma análise formal (WATTS; ZIMMERMAN, 1990; MURCIA; SANTOS, 2009). 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 (*IDVE*); b) Índice de *disclosure* social (*IDVS*); c) Índice de *disclosure* ambiental (*IDVA*) e d) Índice de *disclosure* total (*IDVT*). Desta forma, os índices *IDVE*, *IDVS*, *IDVA* e *IDVT* foram classificados como variáveis explicativas de interesse no estudo. O índice de *disclosure* econômico (*IDVE*) foi composto de 6 categorias e 43 subcategorias conforme apresentado no Quadro 1.

**Quadro 1 - Métrica para análise de *disclosure* voluntário de informações econômicas.**

<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

Fonte: elaborado pelos autores.

O índice de *disclosure* social (*IDVS*) foi composto de 3 categorias e 15 subcategorias conforme apresentado no Quadro 2.

Com relação ao índice de *disclosure* ambiental (*IDVA*), 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 3 (todas as empresas exceto as dos setores de varejo e serviços) e 4 (empresas dos setores de varejo e serviços).

Finalmente, o índice de *disclosure total (IDVT)* é a variável explicativa do estudo definida pelo nível de divulgação total. O *IDVT* é calculado somando-se todas as subcategorias presentes nas três métricas e dividindo pelo total de subcategorias.

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, 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 nas métricas, para que algumas categorias não fossem aplicadas em razão dessas peculiaridades.

#### Quadro 2 - Métrica para análise de *disclosure* voluntário de informações sociais.

<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 às normas de segurança Menções a reclamações sobre produtos e/ou serviços
Colaboradores (Não administradores)	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

Fonte: elaborado pelos autores.

**Quadro 3 - Métrica para análise de *disclosure* voluntário de informações ambientais (todas as empresas exceto do setor de varejo e de serviços).**

<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 Parcerias, conselhos, fóruns ambientais Prêmios e participações em índices ambientais
Gestão e Auditoria Ambiental	Gestão Ambiental Certificações de qualidade Auditoria Ambiental
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>

Fonte: elaborado pelos autores.

**Quadro 4 - Métrica para análise de *disclosure* voluntário de informações ambientais (empresas do setor de varejo e de serviços).**

<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 <i>stakeholders</i>

Fonte: elaborado pelos autores.

### 3.2.3 VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DE CONTROLE

Neste 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.

A variável **SETOR** é dada pelo segmento de atuação das companhias. O segmento de atuação da empresa é uma variável de controle importante para o modelo, considerando as suas características, sendo utilizado em estudos empíricos sobre *disclosure*, gerenciamento de resultados, desempenho das empresas, entre outros (Murcia e Santos, 2009; Burgstahler, Hail, e Leuz, 2006). 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 valor de mercado de uma empresa pode ser influenciado pela situação macroeconômica de um país (Aldrighi e Bisinha, 2010), assim a variável **ANO** foi utilizada como *dummy* para controlar a variação de efeitos macroeconômicos no período da pesquisa.

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 (MURCIA; SANTOS, 2009; CLARKSON et al., 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**) representa a variação da Receita Líquida apurada em percentual pela diferença entre o ano posterior e o ano anterior, e foi utilizada como uma medida de oportunidade de crescimento (SILVEIRA; BARROS, 2008; MURCIA; SANTOS, 2009).

Dentre outras variáveis relevantes para a construção do modelo apresenta-se o coeficiente de endividamento (MURCIA; SANTOS, 2009; CLARKSON et al., 2008; VAN DER LANN; VAN EES; VAN WITTELOOSTUIJN, 2008). O endividamento de uma empresa pode ser medido pela relação entre capital de terceiros e o capital próprio, demonstrando assim, o Grau de Endividamento (**GE**) da companhia, ou através da relação entre os capitais de terceiros e os recursos totais da empresa representada pelo Endividamento Geral (**EG**), demonstrando a proporção de recursos de terceiros que financiam o ativo total. Na presente pesquisa, o Grau de Endividamento (**GE**) foi utilizado como uma *proxy* para o endividamento das empresas da amostra.

Dentre as variáveis de controle presentes no estudo, três variáveis *dummies* também foram propostas: a variável **ADR** (Alencar, 2007) que é uma variável de controle que representa a internacionalização da companhia (sim = 1 ou não = 0), obtida após verificar se a mesma possui *American Depositary Receipt* (ADR), níveis II e III na Bolsa de Nova Iorque. 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 também foram utilizadas como variáveis de controle. 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.

Finalmente, a variável **CONTACIONARIO** que representa o tipo de controle predominante nas companhias – público (1) ou privado (0) – não vem sendo muito utilizada

em estudos dessa natureza. Murcia e Santos (2009) 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 **CONTACIONARIO** foi usada visando verificar a relação entre a origem do controle e o valor de mercado.

O Quadro 5 apresenta, de forma resumida, as variáveis de controle e suas descrições que foram utilizadas no estudo.

**Quadro 5 - Variáveis explicativas de controle.**

VARIÁVEL	DESCRIÇÃO
<i>SETOR</i>	Segmento de atuação da companhia
<i>ANO</i>	<i>Dummies</i> de ano para controlar a variação de efeitos macroeconômicos
<i>TAM</i>	Logaritmo natural do ativo total
<i>CRESC</i>	Variação do crescimento da receita líquida
<i>GE</i>	Grau de endividamento
<i>ADR</i>	Internacionalização
<i>ISE</i>	Índice de Sustentabilidade Empresarial
<i>GC</i>	Adesão aos níveis de governança corporativa da BMF&Bovespa
<b>CONTACIONARIO</b>	Controle acionário público (1) ou privado (0)

Fonte: elaborado pelos autores.

#### 4 RESULTADOS EMPÍRICOS

Nesta seção são apresentados os resultados da análise dos dados. Inicialmente, foi realizada uma análise exploratória dos dados para mostrar o comportamento e a relação entre as variáveis do estudo. Em seguida, os resultados do modelo de regressão com dados em painel (desbalanceado), usado para avaliar as hipóteses de pesquisa, são apresentados.

Em estudos empíricos utilizando modelos de análise de regressão, 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 (neste caso, o valor de mercado mensurado pelo coeficiente Q de Tobin). A análise de regressão com dados em painel (Wooldridge, 2010) 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, e uma ou mais variáveis explicativas (de interesse e controle). Foi utilizado um modelo com efeitos aleatórios em função das características da amostra que contem fatores invariantes no tempo (*SETOR* e *CONTACIONARIO*), os quais possuem forte influência no valor de mercado das companhias. Desconsiderar no modelo tais fatores acarretaria a um aumento na heterogeneidade não observada o que, conseqüentemente, produziria testes estatísticos menos precisos (aumentando o erro padrão).

A análise descritiva permitiu compreender o comportamento das variáveis e seus relacionamentos. A Tabela 1 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 caracterizada por um desvio padrão maior em relação à média, especialmente para as variáveis: valor de mercado (coeficiente Q de Tobin na escala original), ativo total (*AT*), índice de *disclosure* ambiental (*IDVA*), grau de

endividamento (*GE*) e crescimento (*CRESC*). Além disso, é possível observar que o índice de *disclosure* voluntário ambiental apresentou a menor média (0,2781) entre os índices de *disclosure* voluntário, o que caracteriza que a divulgação desse tipo de informação ainda é incipiente entre as empresas.

**Tabela 1 - Estatística descritiva das variáveis do estudo.**

Variáveis	Código	Média	Desvio Padrão	Coefficiente de variação
Valor de mercado (coeficiente Q de Tobin – escala original)	-	1,5806	1,2023	0,7606
Ativo total (em R\$ mil)	<i>AT</i>	15.651.900	48.549.420	3,1018
Índice de <i>disclosure</i> econômico	<i>IDVE</i>	0,4475	0,2056	0,4593
Índice de <i>disclosure</i> social	<i>IDVS</i>	0,4127	0,2866	0,6945
Índice de <i>disclosure</i> ambiental	<i>IDVA</i>	0,2781	0,2428	0,8730
Índice de <i>disclosure</i> total	<i>IDVT</i>	0,3623	0,2200	0,6071
Grau de endividamento	<i>GE</i>	1,8850	7,0289	3,7287
Crescimento	<i>CRESC</i>	0,3068	1,2709	4,1424

Fonte: do autores.

Para avaliação das hipóteses de pesquisa e construção do modelo de regressão 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 da distribuição normal. A Tabela 2 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 *GE*, e negativamente com *TAM*, *CRESC* e *IDVA*. Com relação às variáveis explicativas a matriz indica forte correlação positiva entre *TAM* e os índices de *disclosure* voluntário (*IDVE*, *IDVS*, *IDVA* e *IDVT*), assim como entre eles.

**Tabela 2 - Matriz de correlação de Spearman entre as variáveis do estudo.**

Variável	<i>QTOBIN</i>	<i>TAM</i>	<i>CRESC</i>	<i>GE</i>	<i>IDVT</i>	<i>IDVE</i>	<i>IDVS</i>
<i>TAM</i>	-0,036 0,434	-					
<i>CRESC</i>	-0,098 **0,032	0,017 0,703	-				
<i>GE</i>	0,083 ***0,069	0,110 **0,015	0,063 0,165	-			
<i>IDVT</i>	-0,059 0,193	0,498 *0,000	-0,123 *0,007	-0,013 0,772	-		
<i>IDVE</i>	-0,017 0,708	0,436 *0,000	-0,073 0,108	-0,000 0,996	0,862 *0,000	-	
<i>IDVS</i>	-0,043 0,349	0,445 *0,000	-0,121 *0,008	-0,029 0,528	-0,879 *0,000	0,779 *0,000	-
<i>IDVA</i>	-0,141 *0,002	0,511 *0,000	-0,161 *0,000	0,032 0,485	0,863 *0,000	0,736 *0,000	0,814 *0,000

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

*QTOBIN*: valor de mercado em escala logarítmica.

O modelo empírico de regressão com dados em painel desenvolvido para avaliar a relação entre o valor de mercado (*QTOBIN*) e os índices de *disclosure* voluntário (*IDVE*, *IDVS*, *IDVA* e *IDVT*) está apresentado na Tabela 3. O modelo foi ajustado usando o software R® (versão 2.13).

**Tabela 3 - Modelo empírico de regressão com dados em painel (efeitos aleatórios) para o valor de mercado.**

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

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

Os resultados apresentados na Tabela 3 permitem observar, inicialmente, um ajuste adequado do modelo aos dados de valor de mercado – *QTOBIN* (F-statistic = 4,8537 e valor-p < 0,01%). O poder de explicação do modelo medido pelo  $R^2$  foi de 20,53%. Para testar a hipótese de homoscedasticidade dos erros efetuou-se o teste de *White* (WOOLDRIDGE, 2010). O teste de *White* (valor-p = 0,2683) não rejeitou a hipótese nula de homoscedasticidade dos erros ao nível de 5%. Apesar da dificuldade em se comprovar a normalidade dos erros em modelos de regressão com dados em painel, a transformação logarítmica na escala do valor de mercado permitiu garantir a simetria dos erros do modelo.

Com relação à avaliação das hipóteses de pesquisa, os resultados do modelo indicam significância estatística para as variáveis: *ANO*, *SETOR*, crescimento (*CRESC*), endividamento (*GE*), controle acionário (*CONTACIONARIO*), e os índices de *disclosure* voluntário econômico (*IDVE*) e ambiental (*IDVA*). 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 *CONTACIONARIO* 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 et al., 2008; ARAS; AYBARS; KUTLU, 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 observado em outros estudos que reconhecem a influência dessa variável nos modelos de análise de dados (ADAMNS; HILL; ROBERTS, 1998; CLARKSON, 2008; MURCIA, 2009). Neste caso, o setor representa um aspecto peculiar dos fatores que são considerados pelo investidor na escolha das alternativas de investimento. Não foi observada no estudo significância estatística da variável de controle tamanho da empresa (*TAM*), no entanto, esta foi mantida no modelo final apresentado na Tabela 3, por entendimento de sua relevância no contexto da pesquisa.

Com relação às variáveis *CRESC* e *GE*, os resultados indicaram significância estatística e sinal positivo 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 (*GE*), 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 a 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., 2006). 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, ou seja, os índices de *disclosure* voluntário (*IDVE*, *IDVS*, *IDVA* e *IDVT*), os resultados encontrados indicaram que os índices de *disclosure* voluntário social (*IDVS*) e *disclosure* voluntário total (*IDVT*) 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 voluntária acima de 50%. Esse resultado é consistente com o estudo de Aras, Aybars e Kutlu (2010), os quais os autores não identificaram significância entre a responsabilidade social corporativa e o desempenho financeiro das empresas.

Os resultados do modelo indicaram significância estatística ao nível de 5% (valor-p = 0,0393) para a divulgação voluntária do tipo econômica (*IDVE*), com um coeficiente positivo. Esses resultados corroboram a teoria do *disclosure* discricionário (Verrecchia, 2001) onde se espera que exista relação entre a divulgação voluntária econômica 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 os resultados indicam que a parcela de divulgação que excede o exigido por lei é percebida de forma positiva pelos acionistas. O *disclosure* voluntário econômico foi identificado em todas as empresas da amostra, que divulgaram alguma informação excedente seja em aspectos econômicos ou de desempenho.

Com relação à divulgação voluntária ambiental foi observada significância estatística da variável *IDVA* (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; NYQUIST, 2005). 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 Jr., 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 percepção negativa do investidor pressupõe que os custos associados a esse tipo de divulgação representam uma expropriação de seus recursos.

Finalmente, pode-se inferir que 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; Kutlu, 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).

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo analisou a relação existente entre o valor de mercado das companhias e os efeitos da divulgação de informações voluntárias nessa variável. Os resultados apontam existir relação positiva entre valor de mercado e divulgação econômica voluntária (validando a hipótese de pesquisa **H1**), demonstrando a importância da informação para a tomada de decisão, o que nos leva a interpretar que o excedente de informações econômicas além do obrigatório por lei, tem efeitos sobre o valor de mercado das companhias. O excedente de informações econômicas tende a representar um acréscimo de garantia que lastreiam as escolhas e decisões dos investidores.

Os resultados também apontaram a existência de uma relação negativa entre valor de mercado e divulgação ambiental voluntária (hipótese **H3**) 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. 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 os demais agentes indiretos. Em relação à divulgação social voluntária (hipótese **H2**), os resultados não apontaram existir relação significativa.

Outro fator relevante da pesquisa refere-se 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. Assim, 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.

Finalmente, entendemos que o estudo possui limitações, principalmente, no que tange à construção de um índice de *disclosure* voluntário realizada pela 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 à 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.

## REFERÊNCIAS

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

ALDRIGHI, D. M.; BISINHA, R. Restrição financeira em empresas com ações negociadas na Bovespa. **Revista Brasileira de Economia**, v. 64, n. 1, 2010.

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

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

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

ARAS, G.; AYBARS, A.; KUTLU, O. Managing corporate performance: investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. **International Journal of Productivity and Performance Management**, v. 59(3), p. 229-254, 2010.

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

BERETTA, Sérgio E.; BOZZOLAN, Saverio. **Quality versus quantity**: The case of forward-looking disclosure. Social Science Research Network, Janeiro, 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 jan. 2013.

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, 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: 20 fev. 2013.

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

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; ALLEN, F. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed., São Paulo: McGrawHill, 2008.

BURGSTHALER, D., HAIL, L.; LEUZ, C. The importance of reporting incentives: earnings management in European private and public firms. **The Accounting Review**, v. 81, n. 5, p. 983-1016, 2006.

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

CARROLL, A. Three Dimensional conceptual model f corporate performance. **Academy of Management Review**, 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: II ANPCONT – Os novos paradigmas das Ciências Contábeis, 2008. Salvador. *Anais...* ANPCont, 2008.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, 1994.

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

DEEGAN, Craig. **Environmental disclosures and share prices** – a discussion about efforts to study this relationship. *Accounting Forum*, v. 28, p. 87-97, Elsevier, 2004. Disponível em: <sciencedirect.com>. Acesso em: 05 mar 2013.

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

DYE, R. A. Disclosure of nonproprietary information. **Journal of Accounting Research**, 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**, v. 32, p. 181-235, 2001.

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

FRIEDMAN, A. L.; MILES, S. Developing Stakeholder Theory. **Journal of Management Studies**, v. 39, n. 1, p. 1-21, 2002.

GIL, A. C. **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. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

GRAY, R.; KOUHY, R.; LAVERS, S. Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK Disclosure. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 8, n. 2, 1995.

GRAY, R.; BEBBINGTON, J.; WALTERS, D. **Accounting for the environment**. 2 ed. Londres: Sage, 2001.

HASSEL, L. G.; NILSSON, H.; NYQUIST, S. The value relevance of environmental performance. **European Accounting Review**, v. 14, n. 1, 2005.

HILL, C. W. L.; JONES, T. M. Stakeholder-agency theory. **Journal of Management Studies**, 29(2), p. 131-154, 1992.

JENSEN, Michael C. Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 22, p. 32-42, 2010. Disponível em: < [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1581813](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1581813) >. Acesso em: 08 dez. 2012.

KRAEMER, M. E. P. Contabilidade ambiental como sistema de informações. **Revista Pensar Contábil do Conselho Regional de Contabilidade do Estado do Rio de Janeiro**, Rio de Janeiro, Ano 3, n. 9, p. 19-26, 2000.

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**, 2002, Disponível em: < [http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-65552002000100002&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S1415-65552002000100002&script=sci_arttext) >. Acesso em: 18 out. 2012.

LIMA, Gerlando A. S. F. et al. Influência do Disclosure Voluntário no Custo de Capital de Terceiros. *In*: XI Congresso Internacional de Contabilidade e Auditoria. **Anais...** Coimbra: Associação dos Institutos Superiores de Contabilidade e Administração, 2006.

LIMA, D. Vaz de; VIEGAS, W. Tratamento contábil e evidenciação das externalidades ecológicas. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 13, n. 30, 2002.

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

MORONEY, R.; WINDSOR, C. A.; AW, Y. T. Evidence of assurance enhancing the quality of voluntary environmental disclosures: an empirical analysis. **Accounting and Finance**, v. 52(3), p. 903-939, 2012.

NELLING, E.; WEBB, E. Corporate Social Responsibility and financial performance: the virtuous circle revisited. **Review of Quantitative Finance and Accounting**, v. 32(2), p. 197-209, 2009.

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

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

SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, n.4, p. 459-474, 1998.

SHIN, H.; STULZ, R. M. Firm value, risk and growth opportunities. **Working paper, National Bureau of Economic Research (NBER)**, Cambridge, Massachusetts, USA, 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: 14 nov 2012.

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

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

VAN DER LANN, G., EES, H. Van; WITTELOOSTUIJN, A. Van. Corporate social and financial performance: an extended stakeholder theory, and empirical test with accounting measures. **Journal of Business Ethics**, v. 79, p. 299–310, 2008.

VERRECCHIA, R. E. Information quality and discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12(4), p. 365-380, 1990.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32(1-3), p. 97-180, 2001.

WALLACE, O.; NASER, K. 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**, v. 14, p. 311-368, 1995.

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. **The Accounting Review**, v. 65, n. 1, p. 131-156, 1990.

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

ZARZESKI, M. T. Spontaneous harmonization effects of culture and market forces on accounting disclosure practices. **Accounting Horizons**, v. 10, n. 1, 1996.