



Impacto do Disclosure Voluntário: Valor da Empresa e Informações Socioambientais nas Companhias Abertas

The Impact of Voluntary Disclosure: Firm Value and Socio-Environmental Information in Public Companies

Ingrid Laís de Sena Costa¹, Thamirys de Sousa Correia², Edilson Paulo³ e Wenner Glaucio Lopes Lucena⁴

RESUMO

O estudo teve como objetivo analisar a relação entre o *disclosure* voluntário das informações socioambientais e o valor da empresa, nas firmas listadas na B3 S/A Brasil Bolsa Balcão (B3), as quais compõem o índice IBRX Brasil, no período de 2010 a 2015. Para tanto, realizou-se uma discussão teórica acerca do *disclosure* ambiental voluntário e do valor da firma. As informações foram coletadas nos relatórios de sustentabilidade e na base de dados Economática®. Evidenciaram-se dados relativos à variável independente relatório de sustentabilidade e às variáveis dependentes preço das ações, fluxo futuro esperado de caixa e custo de capital próprio. Como resultado, verificou-se que 75% das companhias brasileiras analisadas divulgam informações socioambientais as quais não impactaram as medidas de valor das empresas, ou seja, a divulgação de informações socioambientais não impacta ou afeta o desempenho das companhias que compõem o mercado brasileiro.

Palavras-chave: *Disclosure* ambiental; Sustentabilidade; Valor da Firma.

ABSTRACT

The objective of this study was to analyze the relationship between the voluntary disclosure of socio-environmental information and company value, in firms listed in the B3 S/A Brasil Bolsa Balcão (B3) over the period 2010 to 2015. Consequently, a theoretical discussion about voluntary environmental disclosure and firm value was made. Information was collected from the sustainability reports and the Economática® database. Data related to independent variable sustainability report, and dependent variables for share prices, expected future cash flows and capital cost were evident. As a result, it was verified that 75% of the sample disclose socio-environmental information which did not impact the value measures for the companies

¹ Universidade Federal da Paraíba (UFPB), Paraíba, Brasil.

E-mail: ilsenna2.0@gmail.com  <https://orcid.org/0000-0001-7777-3501>

² Universidade Federal da Paraíba (UFPB), Paraíba, Brasil.

E-mail: thamirys_correia@hotmail.com  <http://orcid.org/0000-0002-2924-4434>

³ Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), Rio Grande do Sul, Brasil.

E-mail: edilson.paulo@ufrgs.br  <https://orcid.org/0000-0003-4856-9039>

⁴ Universidade Federal da Paraíba (UFPB), Paraíba, Brasil.

E-mail: wdlucena@yahoo.com.br  <https://orcid.org/0000-0002-2476-7383>

analyzed, that is, the disclosure of socio-environmental information does not impact or affect the performance of the companies on the Brazilian market.

Keywords: *Environmental disclosure; Sustainability; Company Value.*

1 INTRODUÇÃO

Os relatórios de informações socioambientais são documentos com dados importantes, para todas as partes interessadas, sobre os impactos econômicos, sociais e ambientais no desempenho corporativo. Essas divulgações buscam a comunicação da gestão com os *stakeholders* acerca de assuntos que excedem os lucros da firma, fornecendo dados de como os lucros estão sendo geridos, além das demonstrações financeiras tradicionais (Gray, Javad, Power, & Sinclair, 2001; García-Sánchez & Martínez-Ferrero, 2016).

Os relatórios de informações socioambientais possuem um aspecto informativo para os investidores, evidenciando mais credibilidade para a empresa, pois um compromisso com a qualidade na divulgação de relatórios financeiros tem o potencial de trazer externalidade positiva para as disponibilizações de relatórios não financeiros, além de afetar a emissão de relatórios socioambientais (Chen, 2016; Martin & Moser, 2016).

Nesse aspecto, a teoria da divulgação pressupõe a ampla evidenciação de informações aos usuários, aumentando o nível de transparência corporativa e reduzindo a assimetria de informações comuns ao ambiente de negócios. Com isso, de acordo com a teoria da divulgação voluntária, a *performance* da sustentabilidade pressupõe a divulgação de informações socioambientais de alta qualidade pela empresa, para sinalizar seu desempenho superior ao das demais companhias do mercado (Forte, Santos Neto, Nobre, Nobre, & Queiroz, 2015; Hummel & Schlick, 2016).

Além disso, Clarkson, Fang, Li e Richardson (2013) enfatizam que o *disclosure* ambiental é relevante para a responsabilidade social das empresas. Nos resultados da pesquisa, os autores constataram que as divulgações de informações socioambientais contribuíram para a atribuição de valor à firma, o que indica sua função como estratégia ambiental da gestão, associada ao custo de capital e à previsão de desempenho financeiro.

Do mesmo modo, Plumlee, Brown, Hayes e Marshall (2015) realizaram um estudo que buscou evidenciar as relações entre a qualidade da firma nas divulgações ambientais voluntárias e o valor da empresa, em que examinaram a ligação entre o valor das companhias no *disclosure* ambiental no preço das ações, no fluxo de caixa e no custo de capital.

Com referência aos estudos realizados no Brasil, Fernandes (2012) e Peixoto, Pains, Araújo e Guimarães (2016) analisaram a relação do *disclosure* voluntário com a de criação de valor, medida por meio do custo de capital, sem considerar outras métricas que possam representar o valor das companhias brasileiras. Tais pesquisas são importantes por usarem variáveis que permitem verificar essa relação no mercado acionário brasileiro.

Empresas que operam em mercados mais competitivos, como as empresas de capital aberto do Brasil, têm maiores incentivos para divulgar informações socioambientais. A experiência da empresa e o grau de competitividade no mercado permitem moderar os incentivos de uma empresa para imitar as práticas de divulgação voluntária de outras organizações, e esses fatores são complementares na motivação das companhias em evidenciar suas informações econômicas, sociais e ambientais (Rodríguez, Lllescas & Nickel, 2017).

Com base no exposto, surge o seguinte problema de pesquisa: qual o impacto da divulgação das informações socioambientais no valor das companhias que compõem o IBRX Brasil da B3? O objetivo deste estudo é analisar a relação entre o *disclosure* voluntário de

informações socioambientais e o valor da empresa, medido por meio do preço das ações, do custo de capital próprio e do fluxo de caixa futuro esperado, de companhias listadas na B3, utilizando-se como parâmetro a pesquisa desenvolvida por Plumlee *et al.* (2015).

Igualmente, as principais contribuições desta pesquisa referem-se às medidas utilizadas para análise, tanto pela definição das variáveis dependentes do estudo (preço das ações, custo de capital próprio e fluxo de caixa futuro esperado), que são métricas relevantes na análise do desempenho de empresas que negociam em mercado de capitais, quanto pela variável independente (*disclosure* voluntário de informações socioambientais). Esta é a lacuna identificada no estudo, visto que a divulgação dos relatórios de sustentabilidade, além de reduzir custos com regulação do governo, também contribui na estratégia gerencial futura, devido à disponibilização de informações que perfazem os impactos positivos e negativos referentes à sustentabilidade, por fatores externos (por exemplo, clima) ou internos (ação humana) às empresas (Margolis, Elfenbein, & Walsh, 2009; Van Beurden & Gössling, 2008; Galbreath & Shum, 2012; Alafi & Hasonah, 2012; Comier & Magnan, 2013).

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 *Disclosure* voluntário socioambiental e valor da empresa

O *disclosure* voluntário é um tema discutido na literatura, principalmente com relação ao impacto no mercado de capitais. Diante disso, Verrecchia (2001) apresenta uma discussão acerca dos modelos matemáticos desenvolvidos pela teoria da divulgação para explicar e prever os fenômenos relacionados à divulgação. Nesse estudo, é apresentada uma classificação das pesquisas referentes ao tema em três categorias, quais sejam:

- *Association-based disclosure*: descreve os efeitos do *disclosure* nos preços e no volume de negociação e averigua a relação entre a divulgação e as alterações dos comportamentos dos investidores (*ex post*);
- *Discretionary-based disclosure*: refere-se aos incentivos que afetam os gestores e/ou as empresas ao exercerem sua discricionariedade no que se refere à divulgação de informações por eles já conhecidas, analisando o mercado de capitais como o consumidor exclusivo das divulgações dos relatórios financeiros (*ex post*);
- *Efficiency-based disclosure*: enfatiza quais configurações de divulgação são preferidas na ausência de conhecimento prévio sobre a informação, ou seja, aquelas que são incondicionalmente preferidas (*ex ante*).

Dessa maneira, para Verrecchia (2001), ainda não há uma teoria unificada e consistente capaz de explicar a divulgação voluntária, existindo apenas uma mescla de teorias contábeis, econômicas e financeiras. Por sua vez, Dye (2001) acredita que a teoria de *disclosure* voluntário está relacionada à teoria dos jogos, na qual as empresas buscarão evidenciar informações que sejam favoráveis às atividades da entidade.

Nesse contexto, a divulgação de informações voluntárias tem se intensificado, no que se refere ao *disclosure* de informações sociais e ambientais, sendo evidenciada como um tema de grande importância, principalmente pelas iniciativas de organismos nacionais e internacionais, que têm debatido recorrentemente sobre questões relacionadas à sustentabilidade.

A responsabilidade socioambiental das empresas frente à sociedade é um fator imprescindível para a sobrevivência delas, prática essa que não deve ser enfatizada apenas para realização de *marketing*, mas também por questões de ética no comportamento das organizações e de seus *stakeholders*. Assim, verifica-se que as ações relacionadas à

responsabilidade social são divulgadas nos balanços sociais, que dizem respeito às informações quantitativas sobre as ações das firmas, e nos relatórios de sustentabilidade, com informações qualitativas sobre os projetos sociais (Igarashi, Igarashi, Lima, Dalbello, & Hercos Junior, 2010).

Apesar disso, no Brasil, não é obrigatória a evidenciação de informações ambientais. As Leis n.º 6.404/1976, n.º 11.638/2007 e n.º 11.941/2009 não enfatizam, claramente, como as disposições sobre os fatores socioambientais precisam ser discriminadas no Relatório da Administração, Notas Explicativas, além dos quadros suplementares. Como recomendações referentes às questões ambientais, destaca-se o Parecer de Orientação n.º 15/1987, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), segundo o qual, no Relatório da Administração, devem-se observar informações sobre os investimentos na área ambiental.

Dessa forma, sabendo-se que o relatório de sustentabilidade tem como característica ser um *disclosure* voluntário, as questões ambientais vêm ganhando maior importância no cenário empresarial devido a vários fatores, tais como: a preocupação da sociedade no que tange ao aquecimento global, a exaustão de recursos naturais não renováveis e as suas possíveis consequências negativas, e outros fenômenos para o ser humano (Campbell, 2007).

Assim, na decisão empresarial das companhias de disponibilizar informações ambientais, deve-se observar as necessidades de informação do mercado financeiro e da sociedade, havendo um equilíbrio de informações que atendam aos interesses dos envolvidos — investidores e analistas financeiros —, dando-lhes condições de decidir sobre a alocação de recursos (Comier & Magnan, 2013).

Devido à relevância em se identificar fatores que possam vir a gerar valor para as empresas, há estudos que relacionam o *disclosure* socioambiental das companhias às suas respectivas *performances*, tais como os de Margolis, Elfenbein e Walsh (2009), Van Beurden e Gössling (2008), Galbreath e Shum (2012), Alafi e Hasonah (2012) e Saeidi, Sofian, Saeidi, Saeidi e Saaeidi (2015).

Sob essa perspectiva, Saeidi *et al.* (2015), como exemplo, argumentam que o efeito positivo da responsabilidade social sobre a *performance* das empresas deve-se à sua vantagem competitiva, sugerindo um papel para o *disclosure* socioambiental na promoção indireta do desempenho das organizações, por meio dos benefícios adquiridos em relação aos concorrentes, o que melhoraria o nível de satisfação do cliente.

Além desses estudos, ainda no contexto internacional, Plumlee *et al.* (2015), assim como descrito na introdução da presente pesquisa, investigaram o impacto do *disclosure* ambiental voluntário no preço das ações, no custo de capital próprio e no fluxo de caixa das companhias norte-americanas, no período de 2000 a 2005, e identificaram que há uma associação positiva entre a qualidade das informações divulgadas e o valor das companhias.

Ao mesmo tempo, Martin e Moser (2016) averiguaram o impacto de investimentos ambientais feitos pelos gerentes nos fluxos de caixas das empresas, identificando que os investidores reagiram mais positivamente à divulgação de informações referentes aos benefícios gerados por esses investimentos.

Diante desses resultados, os gestores precisam realizar suas atividades de forma a maximizar o valor da empresa, devido ao fato de que a realização do *disclosure* acarreta custos. Assim, deve-se buscar um equilíbrio da divulgação voluntária da informação que aumente o valor da empresa (Verrecchia, 2001; Plumlee *et al.*, 2015; Martin & Moser, 2016; García-Sánchez & Martínez-Ferrero, 2016).

Alguns estudos, no Brasil, têm buscado analisar as implicações do *disclosure* ambiental voluntário. Fernandes (2012) analisou o efeito do *disclosure* ambiental na estrutura de capital

das empresas brasileiras que negociam em mercado aberto, de 2006 a 2010, identificando que a divulgação de informações ambientais não impacta o custo de capital de terceiros, porém afeta negativamente o custo de capital próprio, o que significa dizer que uma boa imagem com relação às práticas ambientais aumenta a credibilidade da companhia.

Por sua vez, Almeida, Santos, Cabral, Santos e Pessoa (2015) identificaram, em suas análises, que a estrutura de capital não exerce influência sobre o *disclosure* voluntário. Ao pesquisarem as relações da estrutura de propriedade com o *disclosure* de informações socioambientais nas maiores empresas brasileiras, verificaram que organizações de controle estatal se destacam com maior nível de divulgação.

2.2 Estudos anteriores

Além das pesquisas já citadas na revisão de literatura, com o intuito de enfatizar os estudos anteriores acerca do *disclosure* de informações socioambientais, tanto no âmbito nacional, quanto no âmbito internacional, destaca-se a Tabela 1, que resume esses estudos.

Tabela 1

Estudos sobre *disclosure* ambiental no Brasil e no âmbito internacional

Autores	Descrição
Adams, Hill e Roberts (1998)	O estudo foi feito de acordo com a teoria da legitimidade, com amostra de 150 firmas de 6 países do Oeste europeu. Constataram-se fatores que determinam a evidenciação social e ambiental, e que o tamanho, o setor e o país de origem da firma influenciam o <i>disclosure</i> e a comunicação social.
Bewley e Li (2000)	A pesquisa foi realizada com firmas do Canadá, sobre os fatores referentes ao <i>disclosure</i> ambiental, no período de 1986 e 1993, na qual se concluiu que as firmas com maior exposição, na mídia, de notícias ambientais, com maior potencial de poluição e com maior exposição são mais influenciadas a disponibilizarem informações ambientais.
Nossa (2002)	A tese investigou o nível de <i>disclosure</i> de informações ambientais de companhias do setor de papel e celulose, no âmbito internacional, de acordo com as práticas de relatórios anuais e ambientais.
Campbell (2004)	O estudo analisou os relatórios anuais de firmas do Reino Unido, em cinco setores, no período entre 1974 e 2000. Constatou-se um avanço das informações ambientais.
Hassel, Nilsson e Nyquist (2005)	A pesquisa teve como objetivo verificar a relação entre a informação ambiental e o valor de mercado de empresas suecas. Constatou-se uma relação negativa entre o valor de mercado e o desempenho ambiental.
Borba, Rover e Murcia (2006)	O estudo comparou o <i>disclosure</i> de informações ambientais no Brasil e nos Estados Unidos da América, no período de 2002 a 2004, por meio da análise das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) e dos Relatórios 20-F das firmas, no Brasil, listadas na New York Stock Exchange (NYSE). Como resultado, os relatórios que atendem às normas da CVM dos Estados Unidos apresentam um nível mais evidente de informações ambientais.
Murcia e Santos (2009)	O objetivo de pesquisa foi enfatizar os fatores que explicam o nível de <i>disclosure</i> voluntário de firmas abertas no Brasil. Constatou-se que as variáveis Setor, Origem do Controle e Q de Tobin são significativas para explicar o <i>disclosure</i> socioambiental.
Fernandes (2013)	A pesquisa identificou fatores que influenciaram o <i>disclosure</i> ambiental de 154 firmas brasileiras listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), entre o período de 2006 a 2010. Concluiu-se que o tamanho da empresa influencia positivamente a evidenciação, ao passo que as variáveis explicativas Novo Mercado e Endividamento possuem relação negativa com o <i>disclosure</i> ambiental.
Clarkson <i>et al.</i> (2013)	O estudo enfatizou o <i>disclosure</i> ambiental voluntário, sendo de fundamental importância para a responsabilidade social das empresas. Nos resultados, o <i>disclosure</i> ambiental foi relevante quanto à atribuição de valor da firma, o que indica sua função quanto às estratégias ambientais da gestão, obtendo-se relação positiva com o custo de capital.
Sousa, Silva, Ribeiro e Weffort (2014)	A pesquisa investigou 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. Como resultado, houve relação significativa e positiva entre a divulgação voluntária econômica e o valor de mercado das empresas.

Plumlee <i>et al.</i> (2015)	A pesquisa analisou a relação entre a qualidade da firma quanto às divulgações ambientais voluntárias e o valor da empresa. Constatou-se que a qualidade ambiental é associada com o valor da firma, tanto por meio do fluxo de caixa, quanto pelo custo do capital próprio.
---------------------------------	--

2.3 Desenvolvimento das hipóteses

Com base em Hassel, Nilsson e Nyquist (2005), Clarkson *et al.* (2013) e Sousa *et al.* (2014), esta pesquisa busca verificar como as diferenças na qualidade do *disclosure* das informações das companhias, no caso, a divulgação de informações voluntárias socioambientais, podem influenciar o desempenho das empresas. Nesse aspecto, para o desenvolvimento das hipóteses, com base em Fernandes (2012) e Plumlee *et al.* (2015), consideram-se algumas medidas de valor das companhias: o preço das ações, os fluxos de caixa futuros esperados e o custo de capital próprio.

De acordo com Salotti e Yamamoto (2005), o objetivo primordial das pesquisas relacionadas à categoria de associação proposta por Verrecchia (2001) é investigar a relação entre o *disclosure* e a mudança do comportamento dos investidores, em que um dos principais fatores motivadores para essa mudança de comportamento diz respeito ao comportamento dos preços das ações.

Plumlee *et al.* (2015) ressaltam que a maioria das pesquisas que buscam tal associação se concentram na análise da relação com o preço das ações, tornando-se relevante a abordagem com base em outras medidas de valor. Dessa forma, é possível pressupor uma relação entre o *disclosure* voluntário das informações socioambientais e o valor da empresa medido por meio do preço das ações, de acordo com a primeira hipótese de pesquisa:

- H₁: Há uma relação positiva entre o *disclosure* voluntário das informações socioambientais e o valor da empresa medido por meio do preço das ações.

Diante disso, Plumlee *et al.* (2015) e Martin e Moser (2016) argumentam que a qualidade do *disclosure* ambiental pode afetar o desempenho financeiro e o valor da firma, uma vez que a divulgação das informações relacionadas às práticas ambientais poderia reduzir a regulamentação do governo e os eventuais custos de litígios e/ou de penalidades por poluição. Nesse sentido, há uma suposição de que a evidenciação de práticas ambientais pode estar diretamente relacionada com os fluxos de caixa futuros. Com isso, presume-se que:

- H₂: Há uma relação positiva entre o *disclosure* voluntário das informações socioambientais e o valor da empresa medido por meio do fluxo de caixa.

No que se refere aos custos de capital próprio, acredita-se que a maior qualidade da divulgação das informações ambientais pode gerar a redução dos custos de capital próprio e de terceiros. De acordo com Fernandes (2013), o *disclosure* ambiental refere-se a informações de atividades das empresas que tendem a reduzir a assimetria da informação e que, conseqüentemente, reduzirão o custo de capital e elevarão o preço das ações, e o que se espera é uma associação negativa entre essas duas variáveis. Por isso, conjectura-se a última hipótese de pesquisa deste estudo:

- H₃: Há uma relação negativa entre o *disclosure* voluntário das informações socioambientais e o valor da empresa medido por meio do custo de capital próprio.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 Amostra, coleta dos dados e definição das variáveis de estudo

A amostra desta pesquisa compreende companhias brasileiras listadas na B3 que compõem o índice IBRX Brasil, no período de 2010 a 2015. Coletaram-se as informações nos relatórios de sustentabilidade divulgados por essas firmas e na base de dados Economatica®.

A seleção do período com início em 2010 justifica-se pela mudança do padrão contábil brasileiro para o padrão das IFRS (*International Financial Reporting Standards*), com o advento da Lei n.º 11.638/2007, cujo processo de convergência completou-se em 2010.

Para compor a amostra, selecionaram-se as companhias que tinham informações disponíveis sobre todas as variáveis econômico-financeiras investigadas e que negociavam suas ações, estando classificadas como ativas na bolsa, no período selecionado. A população era de 100 empresas que compunham o IBRX Brasil, da qual se excluíram 20 empresas do setor financeiro (por possuírem uma estrutura de endividamento diferenciada, o que poderia distorcer a determinação de algumas das variáveis analisadas, como a alavancagem, enviesando os resultados estimados), e 5 empresas que possuíam 2 ações na composição do índice. Com isso, obteve-se como amostra final um total de 75 empresas.

Fundamentando-se nos estudos de Fernandes (2012) e Plumlee *et al.* (2015), foram tomadas como variáveis dependentes as medidas selecionadas para representar o valor das companhias analisadas, que são o preço das ações, o custo de capital próprio e o fluxo de caixa futuro esperado, conforme é apresentado na Tabela 2.

Tabela 2

Definição das dimensões das variáveis dependentes

Variáveis	Definição	Base teórica
Preço das ações (P)	Preço das ações na data da divulgação dos relatórios.	Plumlee <i>et al.</i> (2015)
Custo de capital próprio (K _e)	Unidade de grandeza que representa o retorno mínimo que se espera de um investimento.	Fernandes (2012)
Fluxo de caixa futuro esperado (FCFF)	Capacidade que a empresa tem de manter o fluxo das suas atividades no futuro.	Plumlee <i>et al.</i> (2015)

Obeve-se o custo de capital próprio com base no *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), modelo que relaciona o retorno esperado com o risco sistemático (Beta). Como taxa livre de risco, utilizou-se a poupança, extraiu-se a variável beta da Economatica® e se utilizou o Índice Bovespa (Ibovespa) como variável de retorno do mercado, conforme a Equação 1:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (1),$$

em que:

R_f: é o retorno livre de risco, representado pela taxa Selic acumulada para cada ano;

β: é o beta histórico, que representa o risco inerente à empresa;

R_m: representa o retorno de mercado, estimado pelo retorno acumulado do Ibovespa para cada ano.

O fluxo de caixa foi obtido conforme Damodaran (2012), calculado com base no Ebit, nos tributos sobre o lucro e na necessidade de reinvestimento, conforme a Equação 2:

$$FCFF = Ebit - \text{Tributos sobre o lucro} - \text{Necessidade de reinvestimento} \quad (2),$$

em que:

FCFF: representa a capacidade que a organização tem de gerar caixa;

Ebit: é o lucro operacional antes dos impostos;

Tributos sobre o lucro: utilizou-se uma taxa de imposto nominal de 34% (25% (IR) + 9% (CSLL));

Necessidade de reinvestimento: é a soma das despesas com investimento, imobilizado e intangível mais o capital de giro no período.

O *disclosure* das informações socioambientais pode ser considerado como uma forma de se reduzir os custos das companhias, principalmente com relação à regulação do governo, por meio das divulgações das práticas ambientais e sociais. Assim, utilizou-se como métrica de *disclosure* os relatórios de sustentabilidade das companhias, como descrito na Tabela 3.

Tabela 3

Definição das dimensões das variáveis independentes

Variável	Definição	Base Teórica
<i>Disclosure</i> de Informações Socioambientais (DVRS)	Para empresas que divulgaram o relatório de sustentabilidade, foi atribuído o valor 1; caso contrário, 0.	Rover e Santos (2013), Clarkson <i>et al.</i> (2013), Sousa <i>et al.</i> (2014) e Plumlee <i>et al.</i> (2015).

As variáveis de controle são destacadas na Tabela 4.

Tabela 4

Definição das dimensões das variáveis de controle

Variável	Definição	Base teórica
Valor patrimonial da ação (VPA)	Valor contábil da ação.	
Retorno anormal da ação (RA)	Diferença entre o retorno obtido e o retorno esperado.	
Fluxo de caixa atual (CF)	Fluxo de caixa do período analisado.	Plumlee <i>et al.</i> (2015),
Receitas (Rec)	<i>Log</i> natural do total das vendas.	Peixoto <i>et al.</i> (2016)
Valor de mercado (VM)	<i>Log</i> natural do valor de mercado das companhias.	e Angotti, Macedo e Bispo (2016).
Alavancagem (Alav)	Passivo total pelos ativos totais.	
Crescimento (G)	Expectativa de crescimento calculada com base na taxa de reinvestimento e retorno das companhias.	

Assim como no estudo desenvolvido por Belo e Brasil (2006), a presente pesquisa fez uso do modelo de retorno ajustado ao mercado, calculado para a ação mais líquida de cada firma, fazendo-se a comparação entre o retorno das ações de uma firma e um índice adequado, nesse caso, a carteira teórica do Ibovespa. O retorno anormal da ação foi calculado com base na diferença do retorno das ações e do retorno esperado, calculado com base no CAPM. O cálculo do retorno da ação é feito por meio da Equação 3:

$$RA = R_p - R_t \quad (3),$$

em que:

RA: retorno anormal;

R_p : retorno esperado, calculado com base no CAPM;

R_t : retorno das ações no período, calculado com base no valor da ação do período t e $t-1$.

Fama e French (1992) mencionam que a alavancagem está relacionada ao risco e ao retorno esperado. Dessa forma, sugerem que o custo de capital próprio aumenta à medida que a alavancagem da companhia se eleva, conforme a Equação 4:

$$\frac{PT}{AT} \quad (4),$$

em que:

PT: exigível total no período t ;

AT: ativos totais no período t .

Calculou-se o crescimento (G) de acordo com Damodaran (2012), com base na taxa de reinvestimento da empresa e no retorno do patrimônio líquido, conforme a Equação 5:

$$G = (1 - \text{Payout}) * \text{ROE} \quad (5),$$

em que:

Payout: é a razão entre os dividendos e o lucro líquido das companhias no período *t*;

ROE: é a razão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido das companhias no período *t*.

3.2 Procedimento estatístico

A partir da seleção das variáveis, vista anteriormente, apresentam-se, a seguir, os modelos econométricos, regressões de Mínimos Quadrados Ordinários (MQO) e efeitos fixos, para a análise da relação entre a divulgação das informações socioambientais com as variáveis representativas do valor das companhias que compõem o IBRX Brasil da B3.

$$P = \alpha + \beta_1 \text{DVRS} + \beta_2 \text{VPA} + \beta_3 \text{RA} + \varepsilon \quad (6)$$

$$\text{FCFF} = \alpha + \beta_1 \text{DVRS} + \beta_2 \text{CF} + \beta_3 \text{Rec} + \varepsilon \quad (7)$$

$$\text{Ke} = \alpha + \beta_1 \text{DVRS} + \beta_2 \text{VM} + \beta_3 \text{Alav} + \beta_4 \text{G} + \varepsilon \quad (8)$$

De acordo com a teoria, as variáveis que melhor se relacionam com o preço (P) são o valor patrimonial da ação (VPA) e o retorno anormal das ações (RA) (Angotti, Macedo, & Bispo 2016; Plumlee *et al.*, 2015). Nesse sentido, elas foram usadas como variáveis de controle da Equação 7. Já as que melhor se relacionam com os fluxos de caixa futuros (FCFF) são o fluxo de caixa (CF) do período e o volume de receitas do período (Rec). Com base nos estudos de Fernandes (2012), Fernandes (2013) e Peixoto *et al.* (2016), variáveis como o valor de mercado das empresas, além de variáveis relacionadas ao endividamento das companhias, explicam muito bem o custo de capital próprio (Ke) das companhias, motivo para a escolha dessas variáveis de controle.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

4.1 Análise descritiva dos resultados

A estatística descritiva da amostra evidencia a média, o desvio-padrão e os valores mínimo e máximo das 75 empresas que compõem o IBRX Brasil, destacadas na Tabela 5, para o período de 2010 a 2015. Diante disso, constata-se que o *disclosure* das informações socioambientais do período se manteve acima dos 70%, em todos os anos analisados, e houve um crescimento dessa média de divulgação até o ano de 2014, com redução da participação das empresas na divulgação dessas informações no ano de 2015. De acordo com Cardoso, Luca e Gallon (2014), essas oscilações no *disclosure* de informações ambientais são comuns devido à diversidade de cada setor, e, para o ano de 2015, mais especificamente, algumas empresas de setores como mineração e petróleo (que, geralmente, apresentam muitas informações ambientais) tiveram problemas na divulgação de seus relatórios.

Entre as variáveis dependentes, o preço da ação apresentou a maior média e o desvio-padrão mais evidente, com amostra heterogênea, além de amplitude da amostra de mais de 100, o que significa que, mesmo trabalhando apenas com grandes companhias, há uma variação muito grande no preço da ação. Alencar (2007) afirma que um aumento de preço da ação pode ser resultado tanto do acréscimo na previsão de fluxo de caixa futuro, como da redução da taxa de desconto (custo de capital próprio) utilizada.

Com relação ao fluxo de caixa livre, esse apresentou uma média positiva de 14,37, além de um desvio-padrão menor de 1,88. No período de 2010 a 2012, evidenciou-se uma tendência de redução, e, a partir de 2013, há uma inversão dessa posição, ao passo que o custo de capital

próprio mostrou-se com uma média negativa para o período analisado, sendo reflexo da queda do Ibovespa nos últimos anos.

Sabendo-se que a população é composta pelas 100 maiores empresas da B3, levando-se em consideração o IBRX Brasil, no que tange às variáveis de controle, como era esperado, o *log* natural do valor de mercado é o de maior média (16,080), referente ao preço que o mercado atribui a determinados bens ou serviços, seguido do *log* natural de receitas (15,753).

Tabela 5

Estatísticas descritivas das variáveis, de 2010 a 2015

Variáveis	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo
DVRS (<i>dummy</i>)	0,759	0,428	0,000	1,000
P	21,511	17,487	1,638	105,030
FCFF	14,378	1,882	8,624	20,199
K _e	-0,022	0,109	-0,413	0,153
VPA	14,661	18,801	0,317	192,212
RA	0,256	0,511	-0,804	4,333
CF	13,045	1,543	7,773	17,326
REC	15,753	1,237	13,114	19,535
VM	16,080	1,178	13,586	19,825
ALAV	0,569	0,173	0,119	0,959
G	0,236	0,317	-0,871	2,084

Notas. 287 observações; DVRS: divulgação do relatório de sustentabilidade; P: preço da ação; FCFF: *log* natural do fluxo de caixa livre da firma; Ke: custo de capital próprio; VPA: valor patrimonial da ação; RA: retorno anormal; CF: *log* natural do fluxo de caixa do período atual; REC: *log* natural de receitas; VM: *log* natural do valor de mercado; ALAV: alavancagem; G: crescimento.

4.2 Análise inferencial dos resultados

Na Tabela 6, evidenciam-se os resultados das regressões múltiplas. Por meio do teste de White, rejeitou-se a hipótese nula de homocedasticidade e, dessa forma, o modelo apresentou problemas de heterocedasticidade, enfatizando-se como medida de correção o teste robusto. O teste VIF (*Variance Inflation Factor*), para cada variável, resultou na inexistência de problemas de multicolinearidade (VIF menor que 5), portanto não houve necessidade de exclusão de qualquer das variáveis do modelo.

De acordo com os resultados obtidos pelo modelo 1, apresentado na Tabela 6, identificou-se que o modelo proposto para a explicação do preço das ações é significativo a um nível de 1%. De acordo com o teste F, ele apresentou um R² de 0,32, o que significa que as variáveis explicativas conseguem explicar, conjuntamente, 32% dos preços das ações. Analisando-se as variáveis em separado, é possível verificar que a variável que melhor explica o preço das ações é o retorno anormal, com significância estatística a um nível de 1%.

Tabela 6

Resultado da regressão do preço da ação, de 2010 a 2015

$P = \alpha + \beta_1 DVRS + \beta_2 VPA + \beta_3 RA + \varepsilon$										
Variáveis explicativas	Painel A					Painel robusto				
	Coef.	Erro-pd.	Estat. t	p-valor	VIF	Erro-pd.*	Estat. t	p-valor	VIF	
Cons	11,85	1,66	7,12	0,00	–	1,26	9,38	0,00	–	
DVRS	-0,12	1,82	-0,07	0,95	1,03	1,49	-0,08	0,94	1,03	
VPA	0,53	0,04	12,33	0,00	1,05	0,06	9,60	0,00	1,05	
RA	11,34	2,23	5,09	0,00	1,03	1,81	6,25	0,00	1,03	
Descrição	Valor	Descrição		Valor	Descrição		Valor	Descrição		Valor
R ²	0,3291	Teste F (estat.)		54,78	Teste F (estatística)		39,27			

R ² – Ajustado	0,3231	Teste F (p-valor)	0,000	Teste F (p-valor)	0,000
Jarque-Bera (estat.)	897	White (Estat.)	36		
Jarque-Bera (p-valor)	0,000	White (p-valor)	0,000		
VIF	1,04	Obs.	339		

Nota. *Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White. De acordo com o teorema do limite central e considerando-se que se utilizaram 339 observações, pode-se relaxar o pressuposto da normalidade.

Assim como nos resultados encontrados nesta análise, Angotti, Macedo e Bispo (2016) evidenciaram, em sua relação, que o VPA e o retorno anormal das ações foram variáveis significativas e com maior poder de explicação. Ainda de acordo com os autores, o valor do coeficiente do VPA superior a 0, no caso 0,53, revela que, em média, o valor de mercado das empresas é superior ao valor contábil.

A Tabela 7 evidencia os resultados para o segundo modelo, analisando-se a relação do *disclosure* ambiental na composição do valor da companhia medido por meio do fluxo de caixa futuro. De acordo com a estatística F, o modelo apresentou-se significativo a um nível de 1%, o R² ajustado do modelo foi de 52%, indicativo de que é o modelo que explica bem a relação entre as variáveis.

As variáveis que se demonstraram mais significativas para o modelo foram o fluxo de caixa atual e o volume de receitas, resultado que se coaduna com o evidenciado por Plumlee *et al.* (2015).

Tabela 7

Resultado da regressão do fluxo de caixa futuro esperado, de 2010 a 2015

FCFF = $\alpha + \beta_1 \text{DVRS} + \beta_2 \text{CF} + \beta_3 \text{Rec} + \varepsilon$									
Variáveis explicativas	Painel A					Painel de efeitos fixos			
	Coef.	Erro-pd.	Estat. t	p-valor	VIF	Coef.	Robust. erro-pd.	Estat. Z	p-valor
Cons	4.195	1,205	3,48	0,001	-	-3,906	5,683	-0,69	0,494
DVRS	0,008	0,222	0,04	0,969	1,18	-0,097	0,263	-0,37	0,713
CF	1.043	0,068	15,32	0,000	1,44	1,096	0,041	26,15	0,000
Rec	-0,228	0,092	-2,46	0,014	1,53	0,260	0,350	0,74	0,461
Descrição	Valor		Descrição	Valor		Descrição	Valor		
R2	0,52		Teste F (estat.)	95,42		Teste F (estatística)	257,88		
R2 - Ajustado	0,52		Teste F (p-valor)	0,000		Teste F (p-valor)	0,000		
Jarque-Bera (estat.)	7851		White (Estat.)	2,64					
Jarque-Bera (p-valor)	0,000		White (p-valor)	0,951					
VIF	1,38		Obs.	261					

Nota. De acordo com o teorema do limite central e considerando-se que se utilizaram 261 observações, pode-se relaxar o pressuposto da normalidade.

A Tabela 8 apresenta o modelo que analisa a relação entre a divulgação ambiental e o custo de capital próprio das empresas. Os resultados evidenciaram que a variável que melhor explica o custo de capital das companhias é o crescimento, que representa as expectativas das companhias, o qual tem uma associação positiva com o custo de capital próprio. Pode-se considerar o valor de mercado das companhias como a segunda variável que melhor explica o custo de capital das companhias brasileiras; as demais variáveis não se apresentaram significativas.

Com relação ao *disclosure* socioambiental, assim como o precedido pela teoria, esse apresentou uma associação negativa com o custo de capital, porém não obteve significância estatística para comprovar essa relação. O modelo, no geral, apresentou-se significativo, de acordo com o teste F, e com um R² ajustado de 7%.

Tabela 8

Resultado da regressão do custo de capital próprio, de 2010 a 2015

$Ke = \alpha + \beta_1 DVRS + \beta_2 VM + \beta_3 ALav + \beta_4 G + \varepsilon$									
Variáveis explicativas	Painel A					Painel de efeitos aleatórios			
	Coef.	Erro-pd.	Estat. t	p-valor	VIF	Coef. Robust	Erro-pd.	Estat. Z	p-valor
Cons	-0,245	0,091	-2,69	0,007	-	-0,265	0,123	-2,16	0,031
DVRS	0,025	0,016	1,57	0,117	1,14	0,021	0,014	1,46	0,145
VM	0,013	0,005	2,39	0,017	1,13	0,015	0,007	2,01	0,045
ALav	-0,061	0,038	-1,63	0,105	1,08	-0,060	0,045	-1,33	0,184
G	0,073	0,021	3,46	0,001	1,04	0,072	0,022	3,23	0,001
Valo									
Descrição	Valor		Descrição	Valor		Descrição	r		
R ²	0,08		Teste F (estat.)	7,19		Teste Chi ² (estatística)	22,89		
R ² - Ajustado	0,07		Teste F (p-valor)	0,000		Teste Chi ² (p-valor)	0,000		
Jarque-Bera (estat.)	48,22		White (Estat.)	20,25					
Jarque-Bera (p-valor)	0,00		White (p-valor)	0,00					
VIF	1,10		Obs.	326					

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

No que se refere ao impacto do *disclosure* socioambiental sobre o valor das companhias, medido pelo preço das ações, observou-se que, para as companhias pesquisadas, não foi identificada significância estatística no modelo, o que significa que não é possível fazer inferências sobre tais resultados, não havendo como se determinar uma relação do *disclosure* com o preço das ações, como era proposto pela literatura. Similarmente, Plumlee *et al.* (2015) identificaram poucas provas da relação do *disclosure* ambiental com a variação do preço das ações; em sua análise, o VPA foi a variável que se apresentou mais explicativa dentro do modelo.

Com base nesses resultados, há evidências suficientes para se rejeitar a hipótese H1 de que há uma relação entre a divulgação das informações ambientais e o comportamento das ações, tendo em vista que não há significância estatística.

Com relação ao *disclosure* e ao fluxo de caixa futuro das empresas, os resultados não apresentaram significância estatística pelo modelo proposto, o que diverge do achado do estudo de Plumlee *et al.* (2015), em que o *disclosure* explicou, de forma significativa, as variações do fluxo de caixa das companhias norte-americanas.

A variável fluxo de caixa destaca-se como a que apresentou o maior impacto sobre a determinação do fluxo de caixa livre, tendo uma relação positiva, assim como o esperado, porque, quanto maior é o fluxo de caixa atual, maior será o fluxo de caixa livre estimado para a empresa. Além dessa, o volume de receitas, também, apresentou uma relação positiva, ou seja, quanto maiores forem as receitas, maior será a expectativa de geração de caixas futuros para a companhia.

Assim, com relação à hipótese H2 de que há uma relação entre o *disclosure* das informações socioambientais e os fluxos de caixa futuros, o coeficiente obtido não dá suporte a tal afirmação, e a variável DVRS não obteve significância estatística por meio desse modelo.

Para a relação do *disclosure* voluntário das informações socioambientais com o custo de capital próprio das companhias analisadas, com base nos resultados desta pesquisa, não foi possível confirmar a relação, ao contrário do que Ballesterio, Nogueira e Vitorino Filho (2016) demonstraram para uma amostra de 46 empresas, no período de 2008 a 2012, em que variáveis definidas como *disclosure* voluntário (Ebitda, prêmios recebidos, resultados de linhas de produtos, entre outras) foram significativamente relacionadas ao custo de capital próprio das empresas. Este resultado corrobora Fernandes (2013), que, igualmente, não identificou uma associação significativa entre o *disclosure* e a composição da estrutura de capital das companhias, tanto com o custo de capital próprio, quanto com o custo de capital de terceiros. Rover e Santos (2013), também, não conseguiram afirmar que a divulgação do relatório de sustentabilidade está relacionada à redução do custo de capital próprio, porém, quando utilizaram, como variável de *disclosure*, as diretrizes GRI, eles conseguiram explicar a redução do custo de forma significativa.

Plumlee *et al.* (2015) obtiveram resultado semelhante, em que a divulgação das informações ambientais não impactou o custo de capital próprio. Entretanto, quando se analisou o *disclosure* ambiental de forma qualitativa, com base na natureza das informações, os resultados foram significativos. Portanto, há evidências para a rejeição da hipótese 3, que prediz uma relação entre a divulgação de informações socioambientais e o custo de capital próprio. Mesmo sendo negativa a associação medida pela estatística t entre as variáveis, não foi possível aceitar a H3, tendo em vista que não houve significância estatística.

De modo geral, para o período e a amostra pesquisados, a análise destes resultados possibilitou verificar que as informações socioambientais divulgadas pelas companhias brasileiras selecionadas não impactaram as medidas de valor das empresas estudadas, ou seja, a divulgação de informações socioambientais não apresenta relação com o desempenho das companhias brasileiras listadas no IBRX Brasil da B3. O resultado desta pesquisa corrobora outros estudos que realizaram a mesma análise nos mercados norte-americano e turco (Aras, Aybars & Kutlu, 2010; Plumlee *et al.*, 2015).

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Tendo em vista que a divulgação voluntária das informações socioambientais traz benefícios para as organizações, como a redução de custos com regulação governamental e a contribuição com a estratégia gerencial, por meio de uma gestão embasada em informações holísticas, com características financeiras, operacionais e sociais, este estudo teve como objetivo verificar a relação entre o *disclosure* voluntário das informações socioambientais e o valor da empresa, medido por meio do preço das ações, do custo de capital próprio e do fluxo de caixa futuro esperado, nas companhias que compõem o IBRX Brasil, listadas na B3.

Das 75 empresas pesquisadas, observou-se que apresentaram um percentual superior a 70% de *disclosure* das informações socioambientais, ao passo que o fluxo de caixa das empresas, no período de 2010 a 2012, apresentou-se com uma tendência de redução, e, a partir de 2013, houve uma inversão dessa posição. Tal fato pode ter sido impulsionado pelas taxas de juros nesse período, que foram mais baixas em 2013 e que, a partir desse ano, começaram a crescer. Enquanto isso, nos preços das ações, houve poucas variações nos períodos analisados, com a amostra selecionada.

Diante disso, enfatizaram-se três hipóteses de pesquisa. Quanto à primeira hipótese, de que há uma relação positiva entre o *disclosure* voluntário das informações socioambientais e o valor da empresa medido por meio do preço das ações, não houve significância estatística, o que indica que o *disclosure* ambiental não tem relação com o preço da ação. No que se refere à segunda hipótese de pesquisa, essa foi rejeitada, já que, mesmo havendo relação positiva entre as variáveis pela análise, não houve significância estatística. A terceira hipótese, também, foi rejeitada, pois, ainda que tenha apresentado relação negativa entre as variáveis, não houve significância estatística.

Há limitações da pesquisa tanto pelo fato de o período de análise ser apenas de 2010 a 2015, quanto pela restrição das firmas da amostra, de modo que o estudo não deve ser generalizado. No entanto, não deve ser invalidado, em vista de suas contribuições, como as relações evidenciadas entre o *disclosure* ambiental e o valor de empresas abertas, e o uso de métricas, no que se refere à mensuração do valor das companhias (preço das ações, custo de capital próprio e fluxo de caixa futuro esperado), relevantes para a análise do desempenho de empresas que negociam em mercado de capitais, além da metodologia empregada.

Como sugestão para futuras pesquisas, recomenda-se a inserção de mais variáveis explicativas, ou mesmo outras, relacionadas à composição do *disclosure* ambiental, o que proporcionará a captação de maiores características acerca do tema, em relação ao valor da firma, pelas variáveis explicativas preço da ação, custo de capital próprio e fluxo de caixa futuro esperado.

REFERÊNCIAS

- Adams, C., Hill, W., & Roberts, C. (1998). Corporate social reporting practices in Western Europe: legitimating corporate behavior?. *The British Accounting Review*, 30(1), 1-21. Doi: <https://doi.org/10.1006/bare.1997.0060>
- Alafi, K., & Hasonah, A. B. (2012). Corporate social responsibility associated with customer satisfaction and financial performance a case study with Housing Banks in Jordan. *International Journal of Humanities and Social Science*, 2(15), 102-115.
- Almeida, T. A., Santos, L. M. F., & Cabral, A. C. A., Santos, S. M., & Pessoa, M. N. M. (2015). Estrutura de propriedade e *disclosure* econômico e socioambiental nas maiores empresas do Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(4), 362-379. Doi: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v9i4.1289>
- Alencar, R. C. (2007). *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro*. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Angotti, M., Macedo, H. C., & Bispo, O. N. A. (2016). Poder preditivo e *value relevance* da demonstração do resultado abrangente: uma análise das companhias brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. *Enfoque Reflexão Contábil*, 35(3), 1-17. Doi: <http://dx.doi.org/10.4025/enfoque.v35i3.32635>
- Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, O. (2010). Managing corporate performance: investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59(3), 229-254. Doi: <http://doi.org/http://dx.doi.org/10.1108/17410401011023573>
- Ballesteros, A., Nogueira, I. V., & Vitorino Filho, V. A. (2016). Análise do nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital das empresas brasileiras: no período de 2008 a 2012. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 19(3), 356-375.

- Comissão de Valores Mobiliários (1987). *Parecer de Orientação CVM 15*. Procedimentos a serem observados pelas companhias abertas e auditores independentes na elaboração e publicação das demonstrações financeiras, do relatório da administração e do parecer de auditoria relativos aos exercícios sociais encerrados a partir de dezembro de 1987. Recuperado em março de 2017, de: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare015.html>
- Belo, N. M., & Brasil, H. G. (2006). Assimetria informacional e eficiência semiforte de mercado. *Revista de Administração de Empresas – RAE*, Edição Especial Minas Gerais, 46, 48-57. Doi: <http://dx.doi.org/10.1590/S0034-75902006000500004>
- Bewley, K., & Li, Y. (2000). Disclosure of environmental information by Canadian manufacturing companies: a voluntary disclosure perspective. *Advances in Environmental Accounting and Management*, 1, 201-226. Doi: [http://dx.doi.org/10.1016/S1479-3598\(00\)01011-6](http://dx.doi.org/10.1016/S1479-3598(00)01011-6)
- Borba, J. A., Rover, S., & Murcia, F. D-R. (2006). Do Brazilian corporations disclose environmental information? Evidences from financial statement published in the New York Securities Exchange (NYSE) and in the Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). In *18 Asian-Pacific Conference*, Maui, Hawaii. Doi: <https://doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v7n21p9-22>
- Campbell, D. A (2004). Longitudinal and cross-sectional analysis of environmental disclosure in UK companies: a research note. *The British Accounting Review*, 36, 107-117. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.bar.2003.09.001>
- Campbell, J. L. (2007). Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32(3), 946-967. Doi: <https://doi.org/10.5465/amr.2007.25275684>
- Cardoso, V. I. C., Luca, M. M. M., & Gallon, A. V. (2014). Reputação corporativa e o *disclosure* socioambiental de empresas brasileiras. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 17(2), 26-44.
- Clarkson, P., Fang, X., Li, Y., & Richardson, G. (2013). The relevance of environmental disclosure: are such disclosures incrementally informative? *Journal of Accounting and Public Policy*, 32, 410-431. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.008>
- Chen, L., Srinidhi, B., Tsang, A. & Yu, W. (2016). Audited financial reporting and voluntary disclosure of corporate social responsibility (CSR) reports. *Journal of Management Accounting Research*, 28(2), 53-76. Doi: <https://doi.org/10.2308/jmar-51411>
- Comier, D., & Magnan, M. (2013). The economic relevance of environmental disclosure and its impact on corporate legitimacy: an empirical investigation. *Business Strategy and the Environment*, 24(6), 431-450. Doi: 10.1002/bse.1829
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any assets*. 3rd edition. New Jersey: Wiley & Sons.
- Dye, R. (2001). An evaluation of “essays on *disclosure*” and the disclosure literature in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 181-235. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465. Doi: 10.2307/2329112
- Fernandes, S. M. (2012). A influência do *disclosure* ambiental na estrutura de capital das empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 7(2), 41-54. Doi: http://dx.doi.org/10.21446/scg_ufrrj.v7i2.13269

- Fernandes, S. M. (2013). Fatores que influenciam o disclosure ambiental: um estudo nas empresas brasileiras no período de 2006 a 2010. *Revista Ambiente Contábil*, 5(2), 250-267.
- Fernandes, S. M. (2013). A influência do *disclosure* ambiental voluntário no custo da dívida. *Revista de Administração e Inovação*, 10(3), 165-183. Doi: <http://dx.doi.org/10.5773/rai.v10i3.922>
- Forte, L. M., Santos Neto, J. B., Nobre, F. C., Nobre, L. H. N., & Queiroz, D. B. (2015). Determinants of voluntary disclosure: a study in the Brazilian banking sector. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(2), 23-37.
- Galbreath, J., & Shum, P. (2012). Do customer satisfaction and reputation mediate the CSR-FP link? Evidence from Australia. *Australian Journal of Management*, 37(2), 211-229. Doi: <https://doi.org/10.1177/0312896211432941>
- García-Sánchez, I. M., & Martínez-Ferrero, J. (2017). Independent directors and CSR disclosures: the moderating effects of proprietary costs. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 24, 28-43. Doi: 10.1002/csr.1389
- Gray, R., Javad, M., Power, D. M., & Sinclair, C. (2001). Social and environmental disclosure and corporate characteristics: a research note and extension. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(4), 327-356. Doi: 10.1111/1468-5957.00376
- Hassel, L. G., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, 14(1), 41-61. <https://doi.org/10.1080/0963818042000279722>
- Hummel, K., & Schlick, C. (2016, September-October). The relationship between sustainability performance and sustainability disclosure: reconciling voluntary disclosure theory and legitimacy theory. *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), 455-476. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2016.06.001>
- Igarashi, D. C. C., Igarashi, W., Lima, E. C., Dalbello, L., & Hercos Junior, J. B. (2010). Análise do alinhamento entre o balanço social e o relatório de sustentabilidade dos três maiores bancos em atividade no Brasil. *ConTexto*, 10(18), 34-48.
- Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (1976). Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Recuperado em 20 mar. 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm
- Lei n.º 11.638, de 28 de dezembro de 2007 (2007). Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Recuperado em 20 mar. 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/11638.htm
- Lei n.º 11.941, de 27 de maio de 2009 (2009). Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários; concede remissão nos casos em que específica; institui regime tributário de transição, [...] e dá outras providências. Recuperado em 10 mar. 2017, de http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2009/lei/11941.htm
- Margolis, J. D., Elfenbein, H. A., & Walsh, J. P. (2009). Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance [Working Paper]. Mossavar-Rahmani Center for Business and Government, Harvard University, Boston, MA, USA.

- Martin, P. R., & Moser, D. V. (2016). Managers' green investment disclosures and investors' reaction. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 239-254. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2015.08.004>
- Murcia, F. D., & Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3(2), 72-95. Doi: <http://dx.doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>
- Nossa, V. (2002). *Disclosure ambiental: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional*. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Peixoto, F. M., Pains, M. B., Araújo, A. A., & Guimarães, T. M. (2016). Custo de capital, endividamento e sustentabilidade empresarial: um estudo no mercado de capitais brasileiro no período de 2009 a 2013. *RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 15(1), 39-66. Doi: <http://dx.doi.org/10.18593/race.v15i1.6281>
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., R., & Marshall, S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: further evidence. *Journal of Accounting and Public Policy*, 34(4), 336-361. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- Rodríguez, M. C., Illescas, G. M., & Nickel, N. N. (2017). Experts or rivals: mimicry and voluntary disclosure. *Journal of Business Research*, 73, 46-54. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.12.003>
- Rover, S., & Santos, A. (2013, setembro). Divulgação do relatório de sustentabilidade e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 37. Recuperado em 20 mar. 2017, de http://www.anpad.org.br/admin/pdf/2013_EnANPAD_CON1163.pdf
- Saeidi, S. P., Sofian, S., Saeidi, P., Saeidi, S. P., & Saeidi, S. A. (2015, February). How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction. *Journal of Business Research*, 68(2), 341-350. Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2014.06.024>
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *Brazilian Business Review*, 2(1), 53-70.
- Sousa, C. B., Silva, A. F., Ribeiro, M. S., & Weffort, E. F. J. (2014). Valor de mercado e disclosure voluntário: estudo empírico em companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Ambiente Contábil*, 6(2), 94-115.
- Van Beurden, P., & Gössling, T. (2008). The worth of values: a literature review on the relation between corporate social and financial performance. *Journal of Business Ethics*, 82(2), 407-424. Doi: 10.1007/s10551-0089894-x
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180. Doi: [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)