

UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA  
UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO NORTE  
PROGRAMA MULTIINSTITUCIONAL E INTER-REGIONAL DE PÓS-  
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS (UNB/UFPB/UFRN)

**RODRIGO DE SOUZA GONÇALVES**

***SOCIAL DISCLOSURE* E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO  
EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO**

**BRASÍLIA-DF  
2011**

**RODRIGO DE SOUZA GONÇALVES**

***SOCIAL DISCLOSURE E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO  
EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO***

Tese submetida à apreciação da banca examinadora do Programa de Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN), como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros, PhD.

Área de Concentração: Mensuração Contábil  
Linha de Pesquisa: Contabilidade e Mercado Financeiro

**BRASÍLIA-DF  
2011**

Divisão de Serviços Técnicos  
Catalogação da Publicação na Fonte. UnB / Biblioteca Central

Gonçalves, Rodrigo de Souza

*Social Disclosure* e Custo de Capital Próprio em Empresas Brasileiras / Rodrigo de Souza Gonçalves. – Brasília, DF, 2011.

165 f.

Orientador: Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros, PhD

Tese (doutorado) – Universidade de Brasília. Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais – FACE. Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN).

1. Custo de Capital Próprio – Tese. 2. *Social Disclosure* – Tese. 3. Programas Sociais – Tese. 4. Mercado de Capitais – Tese. 5. Eficiência de Mercado – Tese. 6. Empresas Brasileiras – Tese. I. DE MEDEIROS, Otávio Ribeiro. II. Universidade de Brasília. III. Universidade Federal da Paraíba. IV. Universidade Federal do Rio Grande do Norte. V. Título.

**RODRIGO DE SOUZA GONÇALVES**

***SOCIAL DISCLOSURE E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO  
EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO***

Tese submetida à apreciação da banca examinadora do Programa de Doutorado Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN), como requisito parcial à obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Aprovada em 26/05/2011

---

Prof. OTÁVIO RIBEIRO DE MEDEIROS, Ph.D.  
Orientador

---

Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup> ELIONOR FARAH JREIGE WEFFORT  
Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP  
Membro Externo

---

Prof. Dr. JOSÉ ALONSO BORBA  
Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC  
Membro Externo

---

Prof. Dr. JORGE KATSUMI NIYAMA  
Universidade de Brasília – UnB  
Membro Interno

---

Prof. Dr. JOSÉ MATIAS PEREIRA  
Universidade de Brasília – UnB  
Membro Interno

BRASÍLIA-DF  
2011



## AGRADECIMENTOS

Inicialmente agradeço à Deus, que permitiu a graça e a oportunidade de realizar mais essa etapa de minha vida.

À minha esposa Déia e ao meu filho Cícero, sempre ao meu lado apoiando e incentivando.

Ao meu pai “Chico”, minha mãe Nina e minhas irmãs.

Aos professores do Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN).

Aos professores que participaram da qualificação Prof. Dr. Jorge Katsumi Niyama e a Prof<sup>a</sup> Elionor Farah Jreige Weffort, bem como ao Prof. Dr. José Matias-Pereira e Prof. Dr. José Alonso Borba, pelas importantes contribuições.

Ao meu orientador Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros, PhD., que não deixou-me esmorecer mesmo nos momentos mais adversos dessa trajetória.

Aos colegas do doutorado e do mestrado pelo convívio e pelas contribuições, bem como aos colegas mestrandos que participaram do pré-teste da pesquisa.

Aos especialistas que se dispuseram a participar na etapa de validação do índice de *social disclosure*.

À secretaria do Programa, nas pessoas da Aline e Rodolfo, pelo apoio indispensável.

Ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília pelo apoio dispensado durante este período de aprendizagem.

À todos que contribuíram direta ou indiretamente para a realização deste objetivo, o meu muito obrigado!

## RESUMO

Esta tese tem por objetivo testar a hipótese de que há relação entre o nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto e de que esta relação é negativa. Para tanto, foram avaliados os relatórios de responsabilidade social de 83 empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2005 a 2009. Para avaliação do *social disclosure*, foi construído e validado um índice composto de 13 itens, sustentado nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004). Compuseram as etapas da validação: a) avaliação por especialistas quanto à clareza e relevância dos itens; b) análise fatorial exploratória, quanto à adequação e consistência interna; e c) análise por meio de regressão linear múltipla com “pooled data”, para a validação dos determinantes do *social disclosure*. Em relação a esta última etapa, foi possível mostrar que as variáveis – tamanho, setor, internacionalização, auditoria e listagem em fundos socialmente responsáveis, influenciam o nível de *social disclosure*. Quanto ao custo de capital próprio, este foi ajustado ao risco através do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), e testado por meio de regressão com dados em painel com efeitos fixos seccionais. Os resultados evidenciam que o custo de capital próprio diminui quando há um maior nível de *social disclosure*, indicando, para o mercado acionário brasileiro, uma forma semi-forte de eficiência de mercado (FAMA, 1970). Esse resultado corrobora a hipótese subjacente do estudo, em que o *social disclosure* pode ser visto como um instrumento para a redução da assimetria entre as ações discricionárias do gestor e as expectativas dos investidores, bem como de governança corporativa, à medida em que reduz os custos de agenciamento, atuando por um lado como instrumento de monitoramento das ações gerenciais e por outro como uma forma de reduzir o custo de captação de recursos próprios.

Palavras-chave: Custo de capital próprio. *Social disclosure*. Programas sociais. Mercado de Capitais. Eficiência de mercado. Empresas Brasileiras.

## ABSTRACT

The present work aims at testing whether there is a relation between the level of social disclosure and the cost of equity in Brazilian listed companies of traded capital. In order to conduct the study, we evaluated the social responsibility reports of 83 of the companies listed by BM&FBOVESPA, during the period comprehended between 2005 and 2009. For the evaluation of the social disclosure, an index composed by 13 items was created and validated, based upon the studies of Ramanathan (1976), Haydel (1989) and Hammond e Miles (2004). The stages of the validation were composed by: a) evaluation by experts regarding the clearance and relevance of the items; b) exploratory factorial analysis regarding properness and internal consistency, and c) analysis through multiple linear regression with “pooling” effect, on regards to the confirmation of the social disclosure determinants. On what concerns the later stage, it was possible to validate that the variables – size, sector, internationalization, audit and listing in funds for social responsibility, did influence the level of social disclosure. The cost equity, on the other hand, was measured by the market model (CAPM), and tested through regression with data in panel with sectional fixed effects. The results have shown that the cost equity diminishes while there is a bigger level of social disclosure, which indicates a semi-strong form of market efficiency for the Brazilian stockholding market (FAMA, 1970). Such results also reassure the underlying hypothesis of this study, where the social disclosure might be seen as an instrument of asymmetry reduction between the discretionary actions of the manager and the investors expectations, as well as the corporate governance, as it reduces the agency costs, serving both as a model of monitoring instrument of the managing actions and as a reduction of the cost of fund raising.

**Keywords:** Cost equity. Social disclosure. Social Programs. Capital Market. Market efficiency. Brazilian Companies.



## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Quantidade de empresas por setor .....	55
Quadro 2 – Construção teórica do índice de <i>social disclosure</i> .....	60
Quadro 3 – Descrição das categorias por item evidenciado .....	69
Quadro 4 – Determinantes do <i>social disclosure</i> : código e justificativa .....	80
Quadro 5 – Variáveis de controle: código e justificativa .....	86
Quadro 6 – Composição dos fatores para os anos de 2005, 2008 e 2009 .....	93
Quadro 7 – Índice de <i>social disclosure</i> ajustado após a análise fatorial exploratória....	97
Quadro 8 – Quartis do nível de <i>social disclosure</i> – total .....	101
Quadro 9 – Quartis do nível de <i>social disclosure</i> – individual .....	101
Quadro 10 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – relação dos programas sociais com os valores da empresa .....	102
Quadro 11 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – avaliação das necessidades locais para a realização dos programas sociais.....	104
Quadro 12 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – descrição de objetivos e metas para os programas sociais .....	106
Quadro 13 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – recursos financeiros alocados nos programas sociais.....	107
Quadro 14 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas sociais. 109	
Quadro 15 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais. 110	
Quadro 16 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – resultados sociais obtidos nos programas sociais .....	111
Quadro 17 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – distribuição do valor adicionado.....	113
Quadro 18 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais .....	114
Quadro 19 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – descrição dos programas sociais futuros e em andamento .....	115
Quadro 20 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais .....	116
Quadro 21 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social.....	117
Quadro 22 – Resultados do nível de <i>social disclosure</i> do período de 2005 a 2009 – frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social .....	118

Quadro 23 – Evolução do nível de <i>social disclosure</i> por categoria do período de 2005 a 2009 .....	119
Quadro 24 – <i>Ranking</i> por nível de <i>social disclosure</i> médio total do período de 2005 a 2009 .....	120
Quadro 25 – Matriz de correlação das variáveis do estudo.....	121
Quadro 26 – Resumo dos resultados – custo de capital próprio (CAPM) e variáveis independentes .....	126

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1– Empresas componentes da pesquisa ao final de cada ano .....	55
Tabela 2 - Resultado do teste de consistência interna no pré-teste com alunos de mestrado .....	89
Tabela 3 – Resultado do teste de consistência interna na análise dos juízes (especialistas).....	90
Tabela 4 – Testes de KMO e Esfericidade de Bartlett para o período de 2005 a 2009..	91
Tabela 5 – Teste de medida de adequação da amostra (MSA) para os anos de 2005, 2008 e 2009 .....	92
Tabela 6 – Testes de confiabilidade (alfa) para o período de 2005 e 2009 .....	98
Tabela 7 – Resultados da estimação em “ <i>pooled regression</i> ” dos determinantes do <i>social disclosure</i> no período de 2005 a 2009 – Variável dependente - Índice <i>Social Disclosure</i> .....	98
Tabela 8 – Teste de Hausman para estimação de modelo em painel com efeitos aleatórios em <i>cross-secion</i> .....	122
Tabela 9 – Resultados da estimação dos dados em painel com efeitos fixos seccionais para variável dependente custo de capital próprio.....	123
Tabela 10 – Teste de autocorrelação dos resíduos de <i>Box e Pierce</i> .....	125

## SUMÁRIO

<b>LISTA DE QUADROS.....</b>	<b>9</b>
<b>LISTA DE TABELAS.....</b>	<b>11</b>
<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>14</b>
1.1 OBJETIVOS.....	17
1.2 HIPÓTESES.....	17
1.3 JUSTIFICATIVA.....	19
1.4 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO.....	20
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO.....</b>	<b>22</b>
2.1 SOCIAL DISCLOSURE COMO MECANISMO DE COMUNICAÇÃO ENTRE ORGANIZAÇÕES E A SOCIEDADE.....	22
2.2 SOCIAL DISCLOSURE COMO MECANISMO DE REDUÇÃO DA ASSIMETRIA ENTRE ORGANIZAÇÕES E INVESTIDORES.....	26
2.2.1 <i>Social disclosure</i> – conceitos e características.....	30
2.2.2 Variáveis associadas ao <i>social disclosure</i> .....	34
2.3 ESTIMAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	38
2.3.1 Qualidade da informação contábil e o custo de capital próprio.....	43
<b>3 PERCURSO METODOLÓGICO.....</b>	<b>51</b>
3.1 DA NATUREZA E TIPO DE PESQUISA.....	51
3.2 OBJETO DE ESTUDO.....	53
3.3 CONSTRUÇÃO DO ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE.....	55
3.3.1 O índice de <i>social disclosure</i> .....	57
3.3.2 Objetivo e itens avaliados pelo índice de <i>social disclosure</i> .....	58
3.3.3 Categorização e escala do índice de <i>social disclosure</i> .....	66
3.3.4 Teste empírico para validação da qualidade e da confiabilidade do índice de <i>social disclosure</i> .....	73
3.4 MODELOS E VARIÁVEIS ESTATÍSTICAS E ECONOMÉTRICAS.....	81
3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	87
<b>4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>88</b>
4.1 TESTES DE CONFIABILIDADE E VALIDAÇÃO DO ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE.....	88
4.1.1 Pré-teste de clareza e pertinência com alunos de pós-graduação <i>stricto sensu</i> .....	88
4.1.2 Análise de juízes (especialistas).....	89
4.1.3 Análise fatorial exploratória do índice de <i>social disclosure</i> .....	90
4.1.4 Teste de validação confirmatório por meio dos determinantes do <i>social disclosure</i> .....	98
4.2 ANÁLISE DO NÍVEL DE SOCIAL DISCLOSURE.....	101
4.2.1 Análise da dimensão – informações passadas.....	102

4.2.2 Análise da dimensão – prospecções de ações futuras.....	113
4.2.3 Análise da dimensão – acessibilidade .....	117
4.2.4 Análise do índice de <i>social disclosure</i> total .....	119
4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: NÍVEL DE SOCIAL DISCLOSURE E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO.....	121
<b>5 CONCLUSÕES.....</b>	<b>131</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>134</b>
<b>APÊNDICE A – Estudos anteriores e o uso variáveis sociais externas (comunidade)</b>	
<b>150</b>	
<b>APÊNDICE B – Categorização dos itens evidenciados.....</b>	<b>152</b>
<b>APÊNDICE C – Formulário para avaliação por juízes.....</b>	<b>157</b>
<b>APÊNDICE D – Correlação parcial entre as itens evidenciados pelo índice de <i>social disclosure</i> – ano 2005.....</b>	<b>160</b>
<b>Apêndice E – Correlação parcial entre as itens evidenciados pelo índice de <i>social disclosure</i> – ano 2008 .....</b>	<b>161</b>
<b>APÊNCIDE F – Correlação parcial entre as itens evidenciados pelo índice de <i>social disclosure</i> – ano 2009 .....</b>	<b>162</b>
<b>APÊNCIDE G – Resultado dos coeficientes corrigidos pela matriz de <i>White</i> .....</b>	<b>163</b>
<b>APÊNCIDE H – Teste de Normalidade Jarque-Bera .....</b>	<b>165</b>

## 1 INTRODUÇÃO

*As accounts gain a better understanding of investor response to financial statement information, their ability to provide useful information to investor will further increase. (SCOTT, 2009, p.162)*

A busca por maior aceitação e reconhecimento pela sociedade e investidores, faz com que as empresas realizem um conjunto de ações para tornarem-se mais transparentes e promoverem um desenvolvimento econômico e sustentável.

Os impactos negativos ocasionados pela atuação das empresas têm sido atenuados por ações que conjugam soluções alternativas em seu processo operacional e programas que buscam reduzir os impactos negativos gerados na comunidade local, os denominados programas sociais.

Os programas sociais surgem como alternativa na busca das empresas por uma maior aceitação em virtude de suas externalidades, bem como da promoção de uma imagem associada a ações que possam ser consideradas socialmente responsáveis.

Pode-se inferir que tais ações devam contribuir para que as empresas cumpram ao menos em parte, seu contrato com a sociedade, também conhecido como contrato social (RAMANATHAN, 1976), e dessa forma conquistem maior aceitabilidade não somente da comunidade local, mas de seus potenciais consumidores.

Porém, à medida em que ela é vista como um nexo de contratos, por outro lado há de se destacar que a realização de programas sociais foge ao escopo da função-objetivo para o qual as empresas foram criadas (STERNBERG, 1999), o que por sua vez pode gerar incertezas quando ao modo em que os recursos alocados pelos investidores estão sendo geridos (HILLMAN; KEIM, 2001; BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARD, 2001).

Peliano *et al.* (2002, 2006) corroboram este cenário apontando que grande parte das empresas brasileiras não possuíam qualquer sistema que permitisse avaliar o impacto de suas ações sociais, não tendo qualquer preocupação em identificar quais as relações de tais ações com seus objetivos estratégicos, tampouco que tais ações tivessem orçamento próprio.

Machado Filho e Zylbersztajn (2003) identificaram que as empresas passam a realizar tais ações como forma de reduzir o risco reputacional<sup>1</sup>, não possuindo, porém, qualquer forma sistemática de avaliação do desempenho das atividades sociais desenvolvidas, tampouco do valor gerado para as mesmas. Corroboram assim, os resultados das pesquisas de Peliano *et al.* (2002, 2006) ao identificarem que a escolha das ações não possui qualquer relação com os objetivos estratégicos da empresa, que não possui estruturas, quer formais ou informais, que dêem sustentação adequada à implementação de ações de responsabilidade social ou do seu monitoramento.

O que se nota é que as empresas, apesar de aumentarem gradativamente o volume de recursos em programas sociais ou se preocuparem cada vez mais em realizar tais ações, ainda carecem de melhor planejamento e acompanhamento por parte das organizações que se propõe a fazê-lo ou a financiá-lo.

Nesse momento é que mecanismos de monitoramento e controle devem servir como instrumentos de redução de incerteza, e dentre os quais o processo de prestação de contas, que sob a ótica do investidor externo pode, dentre outros mecanismos, ser realizado por intermédio dos relatórios contábeis.

A evidenciação social (*social disclosure*) tem por objetivo servir como um canal de comunicação entre a empresa e a comunidade, divulgando as ações de responsabilidade social empreendidas, sejam elas internas ou externas.

Segundo pesquisa realizada pela KPMG, cresceu o número de empresas preocupadas em divulgar suas ações sociais por meio de seus relatórios, dado que no universo de empresas pesquisadas no ano de 2005, havia um total de 50% que incluíam práticas de *accountability* de suas ações sociais, passando para 80% no ano de 2008 (KPMG INTERNATIONAL, 2008).

Sob esse cenário, verifica-se que a divulgação das ações sociais tem exercido ou pode exercer um papel estratégico para as organizações, uma vez que retrata não somente sua visão de responsabilidade social, mas, sobretudo, de que forma os programas por ela desenvolvidos ou financiados contribuem no desenvolvimento da comunidade.

---

<sup>1</sup> Os autores trabalham com a ideia que as empresas com atividades de responsabilidade social podem obter ganhos de capital reputacional, alavancando oportunidades de negócios, reduzindo riscos potenciais de sua conduta no mercado, preservando ou gerando aumento do valor da empresa. Nesse contexto, risco reputacional está relacionado ao fato da empresa conviver com fatores, internos e/ou externos, que possam trazer prejuízos à imagem da organização.

Nesse sentido, Jensen (2001), Saiia, Carroll e Buchholtz (2003) e Smith e Adhikari (2005) entendem que para que as empresas sobrevivam a longo prazo, devem incorporar práticas que levem em conta os interesses da sociedade ou dos *stakeholders*.

Sob a ótica da prestação de contas, Anderson e Frankle (1980), Gray *et al.* (2001), Poddi e Vergalli (2009) entre outros, entendem que o *social disclosure* traz benefícios à empresa, uma vez que o investidor teria maiores informações sobre as suas atividades, o que traz maior confiabilidade para o mercado, e com isso cria-se um ciclo virtuoso.

Essa situação, entretanto, ainda não foi suficiente investigada e tampouco é ponto pacífico nas pesquisas acadêmicas. Richardson e Welker (2001), por exemplo, verificaram que o mercado recebe de maneira positiva as informações quanto às ações de responsabilidade social, desde que a empresa garanta o desempenho e a rentabilidade esperados no período. No mesmo estudo, os autores constataram que há uma relação positiva entre o *social disclosure* e o aumento do custo de oportunidade para as empresas.

Já autores como Riahi-Belkaoui e Karpik (1988) e Riahi-Belkaoui (2004) entendem que, à medida em que as empresas aumentam o volume e a qualidade da informação, incluindo a de natureza social, as incertezas quanto ao uso dos recursos empresariais tendem a diminuir, provocando, conseqüentemente, uma maior confiança dos investidores, que ao alocarem seus recursos, se dispõem a cobrar um prêmio menor pelo risco do capital investido em empresas consideradas mais transparentes.

Nesse sentido, Silva e Quelhas (2006), Poddi e Vergalli (2009) e Dhaliwal *et al.* (2009) constataram que o custo de capital próprio é inferior para as empresas que participam de fundos considerados socialmente responsáveis ou para aquelas que evidenciam suas práticas sociais.

Essa situação é passível de ocorrência em mercados acionários considerados eficientes, uma vez que os investidores passam a incorporar no valor do ativo todas as informações públicas disponíveis, como é o caso de mercados classificados na forma de eficiência semi-forte (FAMA, 1970).

Porém, em se tratando do mercado acionário brasileiro, não é possível afirmar que este seja classificado na forma semi-forte de eficiência e, tampouco, que os



programas sociais e sua prestação de contas são vistos como instrumentos de redução das externalidades ou dos custos de agência.

Levantado-se em conta as considerações e constatações anteriormente relatadas, qual a contribuição do *social disclosure* na redução do custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto?

## 1.1 OBJETIVOS

Considerando que as ações de natureza social têm recebido maior atenção por parte das organizações, seja nos aspectos relacionados à alocação de recursos como na busca de melhorias em suas práticas de evidenciação, este estudo tem por objetivo geral testar se há relação entre o nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto.

Para o alcance do objetivo proposto foi necessário o desenvolvimento das etapas a seguir, que se constituem nos objetivos específicos deste estudo:

- Construir e validar um indicador que permita a avaliação da evidenciação social (*social disclosure*);
- Identificar os determinantes do *social disclosure* como etapa de validação do indicador ora proposto;
- Avaliar o nível de *social disclosure* das empresas brasileiras de capital aberto;
- Analisar o nível de *social disclosure* e seu comportamento considerando o período e as características das empresas componentes do estudo.

## 1.2 HIPÓTESES

O estabelecimento de hipóteses possui validade à medida que busca realizar reflexões acerca do problema de pesquisa a ser investigado, de modo expressar

antecipadamente possíveis respostas e expectativas do pesquisador frente ao problema que será pesquisado.

Considerando que:

a) os programas sociais são realizados, dentre outros objetivos, como forma de reduzir as externalidades provocadas pela atividade operacional, na busca por maior aceitação por parte da sociedade e melhoria da imagem reputacional das empresas (BARON, 2001; ORLITZKY; BENJAMIN, 2001; HEAL, 2004; McWILLIAMS, SIEGEL, WRIGHT; 2006; UDAYASANKAR, 2007).

b) há poucas evidências acerca da relação entre o *social disclosure* e o custo de capital, sendo as existentes, controversas (RICHARDSON; WELKER, 2001; ORLITZKY; BENJAMIN, 2001; PODDI; VERGALLI, 2009; DHALIWAL *et. al.* 2009; ROVER; MURCIA, 2010);

c) há, por outro lado, estudos que concluem a existência de uma relação positiva entre ações de responsabilidade social, *social disclosure* e desempenho das ações, bem como redução dos custos de agência (ANDERSON; FRANKLE, 1980; RIAHI-BELKAOUI; KARPIK, 1988; GRAY *et al.*, 2001; DE MEDEIROS; SILVEIRA, 2007; PODDI; VERGALLI, 2009);

d) que as ações de responsabilidade social corporativa e, conseqüentemente, o *social disclosure* são itens importantes a serem considerados na estratégia empresarial, à medida que servem como instrumentos para melhoria da imagem organizacional (WADDOCK; GRAVES, 1997; ORLITZKY; BENJAMIN, 2001; JENSEN 2001; SAIIA; CARROLL; BUCHHOLTZ, 2003);

e) que os programas sociais são vistos como agentes redutores das externalidades empresariais, promovendo dessa forma uma melhoria na imagem reputacional e conseqüentemente redução do custo de captação de recursos (RICHARDSON; WELKER; HUTCHINSON, 1999; BARON, 2001; HEAL, 2004; McWILLIAMS; SIEGEL; WRIGHT, 2006);

H<sub>a</sub> – Há relação entre nível de *social disclosure* e custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto.

H<sub>b</sub> – Há uma relação positiva entre *social disclosure* e custo de capital próprio, à medida que tais ações são vistas como um desvirtuamento da função-objetivo das empresas e diminuição da competitividade.

H<sub>c</sub> – Há uma relação negativa entre *social disclosure* e custo de capital próprio, à medida que este instrumento é visto como uma medida que contribui para a redução da assimetria entre as ações discricionárias do gestor e as expectativas dos investidores.

H<sub>d</sub> – Não há relação entre *social disclosure* e custo de capital próprio para as empresas brasileiras, uma vez que essa informação não agrega dados adicionais do comportamento do gestor para com o uso do capital dos investidores.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

Este estudo justifica-se, inicialmente, pela importância do *social disclosure* em si e pela ausência de pesquisas que buscam compreender os efeitos do *social disclosure* no custo de capital próprio em empresas brasileiras. Destaca-se que, no âmbito internacional foram encontrados os estudos de Richardson e Welker (2001), Orlitzky e Benjamin (2001), Poddi e Vergalli (2009) e Dhaliwal *et. al.* (2009), enquanto que no âmbito nacional tem-se apenas o estudo de Rover e Murcia (2010), que avaliou informações voluntárias, dentre as quais, a informação social.

Além disso, pesquisas que buscam a relação entre custo de capital próprio e divulgação financeira têm tido maior cobertura seja por pesquisadores internacionais (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL; LEUZ, 2006; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007; LEUZ; SCHRAND, 2009), bem como, por nacionais (ALENCAR; LOPES, 2005; ALENCAR, 2007; LIMA, 2009).

Sob a ótica de sua instrumentalização, a pesquisa possui relevância à medida que construiu um indicador que avalia as informações de natureza predominantemente voluntária sob o aspecto social – caracterizado mais especificamente as questões relacionadas ao planejamento, alocação e avaliação de recursos em programas sociais.

Para isso, foram adotados procedimentos para validação do indicador (a) a partir da avaliação de especialistas quanto à clareza e relevância, (b) bem como quanto sua consistência interna (Alfa de *Cronbach*, análise fatorial exploratória e análise por meio

dos determinantes do *social disclosure*) para que seja passível de replicação em futuras pesquisas.

À medida que busca identificar se há evidências na relação negativa entre o *social disclosure* e o custo de capital próprio, esta pesquisa poderá também trazer respostas acerca da percepção do mercado acionário em relação ao comportamento do gestor em suas ações discricionárias. Essa abordagem torna-se relevante ao passo que o estudo tem seu foco na avaliação da prestação de contas de investimentos sociais sob o olhar do usuário externo.

Justifica-se este enfoque, uma vez que a constatação da relação positiva entre o *social disclosure* e o custo de capital próprio seria, em princípio, antagônico à ideia do aumento de informações. Cabe destacar, porém, que se houver uma percepção de mau uso dos recursos disponíveis, com a aplicação em projetos não atrativos, por parte do gestor, tal constatação é pertinente, dado que haverá uma situação de expropriação de capital (HILLMAN; KEIM, 2001; BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARD, 2001; SAIIA; CARROLL; BUCHHOLTZ, 2003).

Além disso, se houver a constatação de que as empresas componentes da pesquisa têm uma relação positiva entre a evidenciação de suas informações sociais e o custo de capital próprio, tal fato poderá sugerir a necessidade de melhores práticas quanto alocação e evidenciação desses recursos; ou, que tais investimentos não agregam valor ao acionista como preconiza a teoria dos *shareholders*.

Tal possibilidade iria contra outros estudos que entendem que o aumento do *disclosure* voluntário reduz a incerteza dos investidores e aumenta a transparência entre as partes, o que provocaria uma redução do custo de oportunidade, além de servir como instrumento de governança corporativa ao reduzir os custos de agenciamento. Tais estudos serão comentados mais detalhadamente no Capítulo 2 – referencial teórico, que buscará fundamentar as hipóteses do estudo bem como o direcionamento e a sustentação teórica para a elaboração do índice de *social disclosure*.

#### **1.4 ORGANIZAÇÃO DO ESTUDO**

Este estudo está organizado em cinco capítulos. No primeiro, apresenta-se a introdução, que contextualiza e expõe o problema de pesquisa, seus objetivos e justificativa, dimensionando aspectos como a oportunidade e sua relevância.

Segue-se o referencial teórico, dividido em três tópicos:

- *Social disclosure* como mecanismo de comunicação entre organizações e a sociedade – sustentado nas visões de Coase (1937, 1960), Dahlman (1979) e Riordan (1984) é trabalhada a visão econômica acerca do uso de programas sociais como redutores de externalidades por parte das empresas, ao passo que a mesma é vista como umnexo de contratos, e tais ações poderiam ir contra os interesses dos acionistas, considerando que tais ações representam um custo de transação e que por vez diminuiria a capacidade de competitividade.
- *Social disclosure* como mecanismo de redução de assimetria entre organizações e investidores – neste tópico são apresentados a importância e os aspectos conceituais do *social disclosure*, o papel que pode ser exercido por meio desse tipo de informação, sustentado nos estudos iniciais acerca do papel da Contabilidade Social Corporativa.
- Estimacão do custo de capital próprio – este tpico apresenta o modelo utilizado para ajustar o retorno exigido pelos investidores, que  igual ao custo do capital próprio, ao risco de mercado, o CAPM. Além disso, são apresentados os estudos na área contábil que buscam relacionar o custo de capital próprio com informao contábil.

No Capítulo 3 – percurso metodológico – são abordados aspectos da tipologia da pesquisa, objeto de estudo e a construo do instrumento de pesquisa, sua validao e do modelo econométrico utilizado para o teste entre *social disclosure* (variável independente) e custo de capital próprio (variável dependente).

No Capítulo 4 – tratamento e análise dos resultados – está dividido nas etapas necessárias  validao do ndice de *social disclosure*, análise qualitativa dos resultados, bem como o teste central da pesquisa que  a relao entre o *social disclosure* e o custo de capital próprio.

Por fim, o Capítulo 5 – conclusões – busca responder o problema de pesquisa, com base nas descobertas encontradas na análise dos resultados, bem como a proposio para estudos futuros.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 *SOCIAL DISCLOSURE* COMO MECANISMO DE COMUNICAÇÃO ENTRE ORGANIZAÇÕES E A SOCIEDADE

As diferentes percepções e exigências acerca do papel a ser exercido pelas empresas como promotoras do desenvolvimento social ou econômico, faz com que tais instituições busquem adaptar-se ao ambiente como forma de responder às cobranças recebidas e de poderem manter-se competitivas no mercado em que atuam (ZYLBERSZTAJN, 2001; CAMPBELL, 2007).

A necessidade de responder às mais diversas demandas e pressões de segmentos como investidores, consumidores e comunidade, pode ser avaliada sob o ponto de vista econômico, posto que as empresas são formadas a partir de um sistema de relações (COASE, 1937) ou umnexo de contratos (HART, MOORE, 1988; WILLIAMSON, 2002). Essa perspectiva ganha espaço à medida que as empresas, ao desenvolverem suas atividades, passam a impactar e serem impactadas por esses segmentos, onde cada parte busca defender seus interesses como forma de maximizar seu bem-estar (sociedade) ou riqueza (investidores).

Assim, o contrato possui como função principal facilitar ou reger o relacionamento entre duas partes, de modo a especificar, tanto quanto possível, as transações e parâmetros necessários à relação profícua entre dois ou mais agentes (RIORDAN, 1984; HART, MOORE, 1988).

Para o investidor, o contrato possui a função de buscar antever situações nas quais o gestor possa agir e tomar decisões convergentes com os seus objetivos. Para a sociedade, o contrato social – cuja existência é tácita – busca direcionar as ações organizacionais para que haja uma redução ou até eliminação dos impactos negativos provocados pela atuação de suas atividades, também denominadas de externalidades (DAHLMAN, 1979; McWILLIAMS; SIEGEL; WRIGHT, 2006). Segundo

McWilliams, Siegel e Wright (2006, p.13-14) “*an externality is defined as the impact of an economic agent’s actions on the well-being of a bystander*”<sup>2</sup>.

Assim sendo, ao realizarem suas atividades, as empresas deveriam atentar não somente para a maximização de seus resultados, mas também às consequências ou externalidades de suas ações na sociedade, o que por sua vez abre espaço para a realização de ações de responsabilidade social destas entidades para com os *stakeholders*, ou pessoas que são direta ou indiretamente afetadas pela existência das organizações.

As ações de responsabilidade social ou programas sociais, neste contexto, serviriam para atenuar o impacto ou repercussão negativa da empresa na sociedade, ou ainda como instrumento de realização do contrato social (BARON, 2001; HEAL, 2004; McWILLIAMS; SIEGEL; WRIGHT, 2006).

Apesar do termo “responsabilidade social” possuir diversas nuances em seu conceito, pode-se afirmar, de um modo geral, que remete ao engajamento empresarial em ações que vão além do que seria exigido por lei (SIEGEL; VITALIANO, 2006; PAUL; SIGEL, 2006). Contudo, justamente nesse ponto que autores como Coase (1960) e Friedman (1970) criticam essa possível atuação.

Para Coase (1960), o fato das empresas provocarem externalidades em decorrência de sua atuação dentro dos parâmetros legais é, por si só, motivo suficiente para que as mesmas não tenham que arcar com custos adicionais em suas atividades, pois isso seria nocivo para atividade empresarial. Esses custos, também denominados custos de transação, além de não serem necessários, acabam por reduzir a competitividade das empresas (COASE, 1937).

Friedman (1970) afirma que o papel das empresas é o de maximizar seus resultados o quanto possível, porque assim estariam contribuindo efetivamente para o aumento do bem-estar da sociedade, deixando ações por meio de programas sociais sob a responsabilidade do Estado e de organizações criadas para esta finalidade.

Entretanto para Heal (2004) a responsabilidade social externa não pode ser ignorada pelas empresas, uma vez que os programas sociais passam a atuar como

---

<sup>2</sup> Uma externalidade é definida como o impacto das ações de um agente econômico no bem-estar de um espectador. [tradução livre]

agentes redutores de externalidades, trazendo benefícios inclusive sob o ponto de vista econômico, pela redução do risco e do custo de capital.

Segundo Udayasankar (2007) espera-se que os programas sociais resultem, em termos práticos, em maior aprovação pelo seu público-alvo gerando um melhor desempenho.

Porém, não é somente pela maior aprovação e geração de melhor desempenho que as empresas são impulsionadas a realizar programas sociais. Podem-se destacar diferentes motivações, dentre as quais: a) exposição de suas aspirações éticas e sociais, b) reputação, c) altruísmo, d) ação estratégica, e) defesa em relação às pressões externas, f) redução do risco, g) diminuição do custo de capital (BARON, 2001; ORLITZKY; BENJAMIN, 2001; McWILLIAMS, SIEGEL, WRIGHT; 2006; MORSING; SCHULTZ, 2006; BARNEA; RUBIN, 2006; UDAYASANKAR, 2007).

Tais situações podem ser ainda mais perceptíveis se forem considerados fatores como setor e tamanho dessas organizações, que são determinantes quando se trata de maior exposição junto à sociedade, resultando por sua vez em uma maior cobrança/pressão face às externalidades provocadas.

A esse respeito, Siegel e Vitaliano (2006) afirmam que tais empresas estariam mais dispostas a serem ou agirem de uma forma entendida como socialmente responsável.

Considerando que o setor e o tamanho impactam no modo em que produzirão tais externalidades, e que as ações de responsabilidade social tornam-se item relevante para sua estratégia (SAIIA; CARROLL; BUCHHOLTZ, 2003), os programas sociais poderiam ser entendidos ou vistos, por um lado, como um instrumento de redução das externalidades, e poderiam, por outro lado, representar um custo de transação, reduzindo, em princípio, seu resultado econômico (DAHLMAN, 1979; BARON, 2001).

Além disso, não se pode deixar de mencionar que tais ações discricionárias podem representar uma brecha para ações oportunistas do gestor do capital (RIORDAN, 1984; ZYLBERSZTAJN, 2001; McWILLIAMS; SIEGEL; WRIGHT, 2006).

Para McWilliamns, Siegel e Wright (2006) a alocação de recursos em programas sociais, pode-se configurar como um desvio da função-objetivo da empresa, além de ser utilizada pelo gestor, como forma de promover-se pessoalmente e obter maior visibilidade.



Brigham, Gapenski e Ehrhard (2001) corroboram esse entendimento ao afirmarem que os gestores poderão alocar recursos em atividades não atrativas, como é o caso dos programas sociais, e ainda receber o reconhecimento dos *stakeholders*, deixando os interesses da empresa em segundo plano. Esse tipo de comportamento pode gerar o problema decorrente da agência (JENSEN; MECKLING, 1976; JENSEN, 2003).

Quanto à alocação de recursos em programas sociais, Baron (2006) entende que os referidos gastos são influenciados por incentivos dos acionistas, e que os mesmos devem ser produtivos, isto é, devem repercutir de modo a gerar algum benefício econômico para a empresa, contrapondo-se às ideias propostas anteriormente.

Apesar de controverso, Jensen (2001, p.1) acredita que “*a firm cannot maximize value if it ignores the interest of its stakeholders*”<sup>3</sup>.

Para Bastos e Lessa (2008, p. 3) “a dicotomia entre a perspectiva do *shareholder* e do *stakeholder* pode ser discutida por meio da comparação entre o objetivo da lucratividade e o da responsabilidade.”

Nesse viés, Carroll (1979) entende que a responsabilidade social deve ser vista sob os aspectos da maximização do resultado (responsabilidade econômica), do cumprimento às regras (responsabilidade legal), da ética (responsabilidade ética) e das ações na comunidade (responsabilidade discricionária). Essa ideia coaduna com o que é preconizado na teoria dos *stakeholders*, pois busca conciliar os interesses e as partes interessadas para que haja então uma convergência de ideias e de resultados, quer econômicos ou sociais.

Embora esta ideia seja compartilhada por autores como Ramanathan (1976) e McWilliams e Siegel (2000), entre outros, sofre duras críticas sob alguns pontos de vista. A primeira delas diz respeito ao desvirtuamento da função-objetivo para qual as empresas foram constituídas.

As críticas também permeiam a questão da operacionalidade dessa convergência de interesses preconizada pela teoria dos *stakeholders*, haja vista que há dificuldades em identificar quais são essas partes interessadas, seu grau de importância para as organizações, qual seria o critério justo para conciliar tais interesses

---

<sup>3</sup> Uma empresa não pode maximizar seu valor se ignorar o interesse de seus *stakeholders*. [tradução livre]

(STERNBERG, 1999; SILVEIRA, 2004; BORBA, 2005). Sternberg (1999) afirma inclusive que a utilização da ideia preconizada pela teoria dos *stakeholders* é prejudicial à uma conduta organizacional responsável.

A afirmação de Sternberg (1999) ao menos em parte se justifica. Em uma amostra de empresas brasileiras, Peliano *et al.* (2002, 2006) constataram que a maioria das empresas pesquisadas acaba por alocar recursos em programas sociais, porém, sem qualquer planejamento quanto à provisão de valores e/ou recursos, tampouco quanto ao alinhamento dos objetivos de tais projetos com aqueles que a empresa preza.

Esta situação agrava-se pela crescente alocação de recursos em ações de responsabilidade social por parte das empresas (MILANI FILHO, 2008; KPMG INTERNATIONAL, 2008), o que por sua vez, levanta dúvidas acerca de seu real retorno, tanto para os acionistas, como para os demais partícipes, bem como em relação aos aspectos do próprio planejamento da alocação dos recursos e alinhamento de objetivos organizacionais e da sociedade (HAYDEL, 1989; PELIANO *et al.*, 2002, 2006; MACHADO FILHO; ZYLBERSZTAJN, 2003; BASTOS; LESSA, 2008).

Como forma de atenuar essa situação, McWilliams, Siegel e Wright (2006) afirmam que à medida em que são criados mecanismos que conduzem o gestor a ter um padrão na destinação dos recursos, este por sua vez, pode ser um instrumento de controle e ainda permitir o monitoramento dos detentores do capital.

Para Zylbersztajn (2001) o comportamento do gestor (agente) pode ser limitado a partir da cobrança do uso dos recursos, realizado por meio do processo de prestação de contas. Desse modo, a informação passa a ter o papel não somente a de reduzir a incerteza do usuário externo, mas também a de criar um ambiente no qual os objetivos do agente sejam convergentes com os do principal.

## 2.2 SOCIAL DISCLOSURE COMO MECANISMO DE REDUÇÃO DA ASSIMETRIA ENTRE ORGANIZAÇÕES E INVESTIDORES

A obrigação de prestar contas é algo que está além da regulação ou padronização da informação, pois pelo que é denominada obrigação natural, verifica-se a necessidade que cada pessoa tem de prestar contas do que lhe é confiado (COVELLO,

1996; MOISSET DE ESPANES, 1998). Sob o ponto de vista contábil, Scott (1941) entende que, a decisão entre divulgar ou não uma informação está relacionada a princípios de justiça, equidade e verdade.

Assim sendo, seria até certo ponto inadmissível a não demonstração dos fatos que afetaram, afetam e que poderão afetar (valor preditivo da informação) o patrimônio da empresa às partes interessadas, uma vez que tal atitude estaria afetando justamente os princípios anteriormente mencionados.

Ramanathan (1976) aborda ainda que as organizações possuem um contrato tácito com a sociedade por meio do contrato social, e por isto, devem desenvolver mecanismos para uma adequada evidenciação do impacto que causam no meio em que estão inseridas.

Verifica-se, então, que as informações divulgadas de maneira não obrigatória ganham espaço à medida que o investidor, por receber um conteúdo adicional em sua análise, passa a enxergar a empresa de forma diferenciada das demais (STOCKEN, 2000).

Anderson e Frankle (1980, p.475) entendem que o “*voluntary social disclosure may, in fact, be highly associated with favorable earnings information*”<sup>4</sup> no sentido de haver um esforço das empresas em prestar informações que agreguem ao processo decisório e sirvam de instrumento na redução de incertezas.

Sob este aspecto, surge o debate relacionado à regulação ou não das informações que dizem respeito ao aspecto social, e, indo um pouco mais além, evidenciá-las ou não. Os autores que defendem a regulação de tais informações entendem que se a mesma ocorrer poderá facilitar sua comparabilidade uma vez que estariam dispostas em uma mesma base informacional (BUSHEE; LEUZ, 2005)

Adicionalmente, Saudagaran e Biddle (1995) entendem que a regulação aumenta a credibilidade do mercado, em conformidade com o que afirmam Bushee e Leuz (2005) acerca do aumento de sua liquidez, muito embora reconheçam que tal regulação traz um aumento substancial dos custos, o que por sua vez prejudica as pequenas empresas.

---

<sup>4</sup> o *social disclosure*, de modo voluntário pode, de fato, ser altamente associado ao retorno favorável pela informação. [tradução livre]

Com a regulação de tais informações seria mais factível a implantação de auditorias ambientais, o que, em princípio traria maior confiabilidade às informações prestadas (EPSTEIN; FREEDMAN, 1994).

Por outro lado, os autores que defendem a não regulação do *social disclosure*, entendem que, uma vez que o fundamento das ações é voluntário, não se justificaria a obrigatoriedade bem como a padronização das mesmas, além de incorrerem em custos (UTTING, 2005; RODRIGUEZ; LeMASTER, 2007). Para Vanstraelen, Zazerski e Robb (2003) a regulação prejudicaria o aumento da competitividade entre as organizações pela qualidade da informação.

Sob este aspecto, Rodriguez e LeMaster (2007) afirmam que, no caso norte-americano a *U.S. Securities and Exchange Commission – SEC*, enquanto órgão regulador, deveria adotar uma postura no sentido de oferecer uma espécie de selo, sinalizando para o mercado sua concordância com as informações prestadas e não a sua regulação.

A partir das considerações propostas por Rodriguez e LeMaster (2007) haveria, portanto, a necessidade de se ter procedimentos capazes de traduzir se as informações prestadas pelas organizações estão revestidas de qualidade ou não, o que, por sua vez, deixa espaço para que haja uma maior concorrência entre as empresas, levando-as a apresentem, cada vez mais, relatórios de melhor qualidade, como defendem Vanstraelen, Zazerski e Robb (2003).

Nesse sentido, obtendo-se mecanismos que contribuam para a avaliação e análise das informações sociais, a regulação seria desnecessária à medida que tais instrumentos poderiam auxiliar o usuário a identificar a qualidade da informação prestada e ainda servir como parâmetro de comparabilidade.

Para aqueles que defendem a padronização na busca de maior comparabilidade, Nobes (2005) entende que o fato de as informações não serem padronizadas não seria um indicativo de perda de comparabilidade. Mas, para que isto aconteça há necessidade de fundamentos conceituais sólidos, de modo a balizar as práticas de reconhecimento, mensuração e evidenciação.

Aliás, os aspectos que dizem respeito aos fundamentos do *social disclosure* são de um modo geral, muito questionados por diversos autores, haja vista que não se apresentam de modo a sustentar as variáveis divulgadas pelos relatórios sociais

(WISEMAN, 1982; EPSTEIN; FREEDMAN, 1994; GRAY; KOUHY; LAVERS, 1995; GRAY *et al.*, 2001).

Não obstante, Harte, Lewis e Owenc (1991), Epstein e Freedman (1994), Gray, Kouhy e Lavers (1995) entre outros, revelam que há um longo caminho a ser percorrido para que tais informações, sobretudo sua evidenciação, revistam-se das características qualitativas necessárias. Muito embora as informações sociais e sua evidenciação estejam aquém do necessário ou esperado na visão desses autores, Rockness e Williams (1988) e Epstein e Freedman (1994) revelam que os investidores buscam analisar tais informações para tomar suas decisões de investimentos.

No que diz respeito ao estímulo pela divulgação de informações voluntárias bem como sua utilização pelos investidores, segundo Stocken (2000) o usuário não somente analisa como também avalia a veracidade dessas informações em seu processo de tomada de decisão. Nesse sentido, vai ao encontro da visão de Rodriguez e LeMaster (2007) no sentido que essas informações necessitam de instrumentos externos como forma de avaliar/aferir sua qualidade.

Quanto ao uso do *social disclosure* e a percepção do investidor diante das empresas que realizam programas sociais, Ioannou e Serafeim (2009) investigaram que analistas tendem a recomendar empresas que incorporam tais ações em suas decisões estratégicas, à medida em que visualizam que as referidas práticas causam um impacto positivo em seu desempenho econômico.

Nessa linha, Smith *et. al.* (2010) constataram que em países orientados para a visão dos *stakeholders*, os investidores reagem ao *social disclosure* de forma diferente se comparado aos investidores de países orientados para os *shareholders*, uma vez que o primeiro grupo passa a dar maior importância a essa informação do que o segundo grupo.

Apesar dos achados de Smith *et. al.* (2010), em estudo realizado por Saia, Carroll e Buchholtz (2003) com executivos de empresas norte-americanas, revela que suas empresas estão procurando incluir atividades filantrópicas em suas estratégias como forma de atender às exigências dos *stakeholders*. Isso significa que as empresas estão preocupadas em atender aos mais diversos usuários, incluindo a comunidade, bem como com os resultados decorrentes de suas ações sociais ou filantrópicas, uma vez que não basta somente alocar recursos em programas sociais, é preciso também identificar,

dentre outros fatores, os resultados que decorrem dessas ações (PORTER; KRAEMER, 2002).

Assim sendo, o papel exercido pelo *social disclosure* ganha importância, pois deve ir além de um canal de relacionamento por parte das empresas para com a sociedade (GRAY; KAUFY; LAVERS, 1995; HARTE; LEWISB; OWENC, 1991), devendo exercer o papel de instrumento de redução dos custos de agência e do capital próprio (RIHI-BELKAOU; KARPIK, 1988; GRAY *et al*, 2001, HEAL, 2004).

Isso ocorre porque tais informações podem revelar práticas importantes acerca de aspectos relacionados ao planejamento e ações em programas de responsabilidade social, o que serviria como instrumento de verificação dos cuidados para com o uso e alocação dos recursos, bem como da efetividade dos mesmos como redutores de externalidades (RIHI-BELKAOU, 2004; HAMMOND; MILES, 2004).

Tais pontos destacados possuem características que podem contribuir na análise do investidor sobre o modo como a empresa tem tratado os recursos disponíveis para a maximização de sua riqueza e dos acionistas. Do contrário, se a prática for tão somente da promoção da imagem por meio de ações ditas socialmente responsáveis, ela, uma vez avaliada pelos usuários, deveria resultar em um impacto negativo na imagem da organização, acarretando como consequência em um deságio no valor da mesma (HILLMAN; KEIM, 2001).

### **2.2.1 Social disclosure – conceitos e características**

Em virtude dos movimentos sociais ocorridos na década de 1960, na Europa e nos Estados Unidos, que cobraram das empresas uma ação mais responsável para com os seus *stakeholders*, iniciaram-se, na década seguinte, pesquisas acerca do papel que a Contabilidade deveria exercer ao promover a transparência das ações de responsabilidade social corporativa aos diversos grupos interessados (JENSEN *et al.*, 1972; ESTES, 1972; SEIDLER; SEIDLER, 1975; JENSEN, 1976; RAMANATHAN, 1976).

Desde então, há uma pluralidade de contribuições para a promoção do papel que a Contabilidade Social Corporativa deveria desempenhar para atender as necessidades tanto dos usuários internos como dos usuários externos.

O estudo realizado por Jensen *et al.* (1972) reconhece a dificuldade em se estabelecer as diretrizes necessárias para o desenvolvimento da Contabilidade nesta então nova área de conhecimento, sobretudo, quanto aos conceitos que deveriam nortear essas ações. Estes (1972) trouxe reflexões iniciais acerca do assunto, demonstrando que o desenvolvimento nesta área é um desafio para a profissão contábil, e tem como centro da discussão, o reconhecimento e mensuração dos custos sociais e sua repercussão para os contabilistas. Naquele momento ainda não havia a denominação de Contabilidade Social Corporativa para esta área de interesse da Contabilidade.

As pesquisas seguintes como de Ramanathan (1976) e Jensen (1976) vão além da preocupação em definir conceitualmente a Contabilidade Social Corporativa (como é o caso da primeira) e se preocupam sobretudo, em estabelecer linhas mestras sobre as possíveis variáveis a serem levadas em consideração na prestação de contas pelo *social disclosure*, bem como, em fazer com que fossem capazes de retratar o impacto social que as organizações promoveram em um determinado período.

Ramanathan (1976) propõe um conjunto de objetivos para a Contabilidade Social Corporativa:

*An objective of corporate social accounting is to make available in an optimal manner, to all social constituents, relevant information on a firm's goals, policies, programs, performance and contribution to social goals. Relevant information is that which provides for public accountability and also facilitates public decision making regarding social choices and social resource allocation. Optimality implies a cost/benefit-effective reporting strategy which also optimally balances potential information conflicts among the various social constituents of a firm.<sup>5</sup>*

A partir da visão proposta por Ramanathan (1976), o *social disclosure* deve ir além de informar as ações de responsabilidade social empreendidas ou como instrumento de relação entre empresa e sociedade; pois deve conter informação útil caracterizada por aspectos como: a) objetivos da empresa, b) suas políticas, programas, desempenho e c) contribuições para os objetivos sociais.

---

<sup>5</sup> Um objetivo da contabilidade social corporativa é o de disponibilizar para todos os componentes sociais, de forma mais adequada, informações relevantes sobre os objetivos da empresa, suas políticas, programas, desempenho e contribuições para os objetivos sociais. Consideram-se informações relevantes aquelas que estabelecem responsabilidade pública e também facilitam a tomada de decisões no que tange as escolhas e as alocações dos recursos sociais. Um relatório adequado implica em um relatório eficaz de estratégias das relações de custo e benefício que adequadamente também equilibra os conflitos das informações potenciais entre os vários componentes sociais de uma empresa. [tradução livre]

Desse modo, é de se esperar que os relatórios sociais que possuam tais características venham a contribuir para a tomada de decisão do usuário externo e ainda, a realizar uma adequada prestação de contas da alocação dos recursos.

Desde então, a dúvida acerca dos impactos de tais ações empreendidas pelas empresas permeiam as pesquisas na área contábil. As pesquisas realizadas a posteriori tiveram essa preocupação como objetivo central – a determinação do impacto das ações promovidas pelas empresas na sociedade e seu custo/benefício, conjugando variáveis financeiras e sociais (ANDERSON; FRANKLE, 1980; WILLIAMS, 1980; COCHRAN; WOOD, 1984; RIAHI-BELKAOUI, KARPIK, 1988; WADDOCK; GRAVES, 1997).

Tais pesquisas tiveram forte influência das diretivas emanadas pela *American Accounting Association*, haja vista que a partir das reflexões teóricas promovidas por seu grupo de estudo, houve a recomendação de que fossem realizadas pesquisas empíricas para que se pudesse, então, determinar qual seria a extensão do *social disclosure*, considerando as variáveis que tivessem efeito positivo na rentabilidade das empresas.

Ramanathan (1976, p.526), por exemplo, conclui que “*the concepts of social constituents and social transactions require further debate and empirical testing, and methods appropriate for determining social overheads/returns need to be developed*”<sup>6</sup>.

Nota-se, portanto, um estímulo para que as pesquisas empíricas pudessem determinar modelos empíricos que atendessem tanto os aspectos gerenciais quanto a determinação do custo das transações sociais, como alcançar o custo/benefício da alocação de recursos em ações discricionárias (programas sociais).

Jensen (1976) faz menção ao fato de que a contabilidade social corporativa poderia ser mais bem contextualizada como *corporate social accountability*, chegando a substituir a palavra *accounting* por *accountability*.

Na visão de Jensen (1976) o papel da contabilidade social corporativa é de ser um interlocutor entre a empresa e a sociedade, e por isso, a substituição dos termos “*accounting*” por “*accountability*”, justificando-se em virtude das pressões de vários grupos de interesse por informações acerca das atividades corporativas.

---

<sup>6</sup> Os conceitos de elementos e transações sociais requerem um maior debate e teste empírico, e os métodos apropriados para a determinação dos custos sociais/retorno precisam ser desenvolvidos. [tradução livre]



Entretanto, o papel da Contabilidade em si é de realizar o exercício da *accountability*, seja ela por meio de informações econômico-financeiras, ou por meio de informações sociais aos diversos grupos interessados, incluindo os *stakeholders*.

Já Ramanathan (1976) vai um pouco além, pois menciona que a contabilidade social deve contribuir na avaliação de como as empresas estão exercendo o seu contrato social, e ainda faz atribuição acerca da mensuração do impacto dessas atividades na sociedade.

Muito embora haja, no conceito de Ramanathan (1976), o aspecto da mensuração, ausente na atribuição de Jensen (1976), ambos os autores buscam fundamentalmente a ideia de que há necessidade do exercício, por parte da contabilidade social, da relação entre empresa-sociedade, o que se realiza através dos relatórios sociais, dando origem assim, ao conceito ainda hoje utilizado de *social disclosure*.

O cerne desse conceito acompanhou pesquisas posteriores, que reportam o *social disclosure* como instrumento de relação ou interlocução entre empresa-sociedade, ampliando, por vezes, alguns aspectos (vide WILLIAMS, 1980; ANDERSON; FRANKLE, 1980; RIAHI-BELKOUÏ; KORPIK, 1988; EPSTEIN; FREEDMAN, 1994; GRAY *et al.*, 2001).

Entretanto, se o exercício da contabilidade social ficar restrito somente à questão da prestação de contas e ao relacionamento da empresa para com a sociedade como um todo, pode-se fazer com que ela se concentre em informações que não sejam de interesse do acionista, correndo o risco de não retratar como o gestor se vale dos recursos a ele confiados, para então, maximizá-los ou somente a busca de promoção de sua imagem como “socialmente responsável”, conforme crítica de Cooper e Owen (2007).

Diante disso, Epstein e Freedman (1994) afirmam que deveria haver uma forte justificativa para que fossem produzidas informações sociais sem que não fossem de interesse dos acionistas. Nesse sentido tais pesquisadores buscaram identificar a relevância das informações sociais na visão dos investidores e concluíram que os mesmos buscam por informações sociais, contudo, primeiramente aquelas que retratem o impacto econômico da organização em suas diversas atividades, bem como desejam que as mesmas sejam confiáveis e auditáveis.

Curiosamente, as pesquisas que abordam questões no que concerne a importância da determinação das variáveis informativas, sejam elas econômicas, financeiras, sociais ou ambientais, e sua relação com impacto econômico, desempenho social, entre outros, não há, em momento algum, a busca de um arcabouço teórico informativo consistente e alinhado com as características qualitativas da informação contábil.

É interessante ressaltar este aspecto, haja vista que desde o início das discussões acerca do exercício a ser desempenhado pela contabilidade social corporativa, além do seu próprio aspecto conceitual, dá-se muita importância acerca ao tipo de informação que a mesma produzirá, o que, em princípio, tratando-se de pesquisas acerca dos aspectos informacionais na área contábil, deveria resultar em um arcabouço conceitual que abrange aspectos como: relevância e representação fiel, bem como os itens que as caracterizam.

### **2.2.2 Variáveis associadas ao *social disclosure***

Os investimentos sociais são caracterizados pela ação discricionária de uma organização, realizada por meio de programas sociais, com o objetivo de atender a demandas que estão fora do escopo de sua atividade empresarial, reduzindo o impacto negativo gerado por suas atividades. Para Jensen *et. al.* (1972, p.339) “*social program is a plan of action, an experiment introduced into society for the purpose of producing a change in the status of the society or some of its members*”<sup>7</sup>.

Na visão de Jensen *et. al.* (1972) as ações realizadas pelos programas sociais devem produzir mudanças na sociedade, o que por sua vez abre espaço para uma avaliação desta em relação à empresa sob uma outra perspectiva e que não aquela relacionada à sua atividade operacional. Sob este aspecto, faz com que esta possa ganhar maior aceitação por parte daqueles que são impactados de forma negativa por suas atividades (ORLITZKY; BENJAMIN, 2001).

---

<sup>7</sup> Programa social é um plano de ação, uma experiência introduzida em sociedade com a finalidade de produzir uma mudança no *status* da sociedade ou de alguns de seus membros. [tradução livre]

Já, Milani Filho (2008, p.92) afirma que tais ações são caracterizadas “basicamente pela transferência voluntária de recursos de empresas privadas para projetos sociais, ambientais e culturais de interesse público”.

Sob este aspecto, a transferência voluntária de recursos empresariais pode fazer com que o detentor do capital, questione a organização da real utilidade da alocação desses recursos, ou pelo menos quanto aos critérios utilizados para a realização de tal transferência de recurso e para a realização dos referidos programas sociais.

Complementando a ideia de Milani Filho (2008), para Baron (2001, p.5) “*the social expenditures represent a variety of activities and policies that go beyond normal business activity and compliance with laws and regulations*”<sup>8</sup>.

O debate e as opiniões controversas acerca desse tipo de investimento surgem pela impossibilidade, pelo menos até o momento, de relacionar de modo objetivo o quanto que tais recursos revertem-se em benefícios de melhoria de imagem e retorno econômico para as organizações.

Analisadas sob esta ótica, outras ações de natureza social podem guardar uma relação ainda que não objetiva, porém de forma mais perceptível, como é o caso das ações de responsabilidade social interna, tais como: gastos com benefícios a empregados, ações voltadas à área ambiental que reduzem a exposição a acidentes ambientais e relacionamento com os *stakeholders*, a exemplo dos critérios para escolha de fornecedores.

Assim, diante da ambiguidade – metas corporativas e sociais – as organizações acabam buscando, pelo menos, legitimidade da sociedade através de ações que lhe atendam as necessidades e ainda consigam promover os objetivos da empresa (SAIIA; CARROLL; BUCHHOLTZ, 2003).

Na visão de Richardson, Welker e Hutchinson (1999), Orlitzky e Benjamin (2001), Brown, Helland e Smith (2006) entre outros, a promoção de ações sociais pode contribuir com a melhoria da imagem da organização na sociedade e ainda maximizar o seu valor, diminuir o risco e trazer vantagens competitivas.

Nesse sentido há pesquisas que corroboram o fato de que, empresas que atuam em setores mais suscetíveis à opinião pública e de maior impacto socioambiental, como

---

<sup>8</sup> Os gastos sociais representam uma diversidade de atividades políticas que vão além da atividade normal e cumprimento de leis e regulamentos. [tradução livre]

é o caso das empresas de papel e celulose, petroquímicas, distribuição de energia e gás, entre outras, passam a ter uma maior atuação e divulgação de suas ações sociais (RICHARDSON; WELKER, 2001; CAMPBELL; MOORE; SHRIVES, 2006; CLARKSON *et al.*, 2008; BRANCO; RODRIGUES, 2008).

Além do setor, outros fatores também são considerados determinantes do *social disclosure*, tais como: tamanho, alavancagem, internacionalização, característica do controlador, participação em fundos socialmente responsáveis e auditoria (RIAHI-BELKAOUI; KARPIK, 1988; GRAY *et al.*; 2001; RICHARDSON; WELKER, 2001; CAMPBELL; MOORE; SHRIVES, 2006; CLARKSON *et al.*, 2008; MURCIA; SANTOS, 2009).

No caso das quatro primeiras características anteriormente mencionadas (setor, tamanho, alavancagem e internacionalização), a justificativa por um maior *social disclosure* se dá basicamente em decorrência de uma maior exposição, seja com a sociedade, como é o caso principalmente do setor e do tamanho, ou de credores e investidores, no caso de empresas mais alavancadas e/ou emissoras de ações em bolsas de valores fora de seu país de origem (HOLM; SCHOLER, 2010).

Em decorrência de sua maior exposição, as empresas tendem a aperfeiçoar suas práticas de evidenciação como forma de torná-la um mecanismo de redução da assimetria informacional e transparência, na busca de maior confiabilidade dos investidores externos, bem como dos demais usuários que avaliam a empresa – analistas, empregados, entre outros (RIAHI-BELKAOUI; KARPIK, 1988; RIAHI-BELKAOUI, 2004).

Apesar de seu apelo intuitivo e dos resultados de pesquisas que corroboraram a ideia de que empresas mais internacionalizadas possuem melhores práticas de *disclosure*, estudo feito por Milani Filho (2010) não confirma essa tendência, no que diz respeito às informações sociais.

Em seu estudo, Milani Filho (2010) constatou, em uma amostra de 30 empresas brasileiras, que naquelas consideradas mais internacionalizadas houve um menor nível de *social disclosure* na vertente das ações empreendidas na comunidade quando comparado às empresas consideradas menos internacionalizadas. A justificativa para tal resultado, segundo o autor, está atrelada ao fato de que tais informações, por retratarem ações pontuais e locais, não seriam de interesse para investidor externo. O resultado

dessa pesquisa contrária, portanto, os achados de estudos anteriores (MURCIA; SANTOS, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009).

Outro processo que impulsiona as empresas a reverem suas práticas internas, inclusive de evidenciação, é a decisão pela participação em fundos socialmente responsáveis, uma vez que há uma percepção de que ao alcançar a listagem em fundos dessa natureza, poderão dar maior credibilidade às suas ações e, por consequência, obter capitais a custos menores (SILVA; QUELHAS, 2006; MURCIA; SOUZA, 2009).

De modo semelhante, organizações que contratam empresas de auditoria classificadas entre as quatro maiores (*Big Four*)<sup>9</sup> buscam ter a visibilidade dessas empresas em seus relatórios como forma de transmitir maior confiabilidade de suas informações, e as empresas de auditoria, em contrapartida, também cobram de seus clientes informações de maior amplitude, abrangendo as informações de natureza social (MURCIA; SOUZA, 2009).

Nos achados de Simnett, Vanstraelen e Chua (2009) a combinação de setor e empresas domiciliadas em países com orientação voltada para os *stakeholders*, faz com que haja uma maior busca pela asseguarção dos relatórios de sustentabilidade.

Muito embora no Brasil os relatórios de sociais ou de sustentabilidade normalmente não passem por um processo de asseguarção por terceiros, tampouco, há obrigatoriedade para isso, o fato de o relatório passar pela revisão por uma das quatro maiores empresas de auditoria poderá, ainda que de forma indireta, melhorar as práticas de evidenciação quanto aos programas sociais, bem como transmitir maior confiabilidade nas informações prestadas.

Porém, seja em decorrência de maior promoção ou legitimidade diante da sociedade, a alocação de recursos em programas sociais deve estar respaldada por análises que vão desde a confiabilidade da entidade gestora do projeto até a eficiência no uso dos recursos, bem como os resultados que devem ser alcançados. Para Carr e Outhwaite (2009) as ações discricionárias de natureza social podem ser um caminho para que haja o que eles denominam de “corrupção nas práticas de responsabilidade social corporativa”, que em outras palavras, é a expropriação do capital do acionista.

Cabe aos gestores, portanto, procurar conciliar os interesses (empresa e sociedade) de forma que os investimentos em programas sociais não sejam apenas uma

---

<sup>9</sup> PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu, KPMG e Ernst & Young.

forma de satisfazer os desejos da comunidade, mas também de revelar os valores que a organização preza (PORTER; KRAMER, 2002; SAIIA; CARROLL; BUCHHOLTZ, 2003).

Desse modo, a prestação de contas bem como a avaliação da qualidade dessa ação tornam-se requisitos, se não fundamentais, altamente desejáveis para que não ocorram situações de maximização de utilidades pessoais ou ainda alocação de recursos em projetos não atrativos.

Em resumo, a avaliação da informação social prestada pelas organizações sob a ótica da qualidade da informação contábil pode ser uma importante ferramenta para a identificação e análise do comportamento do gestor acerca dos cuidados que este vem realizando para o uso apropriado dos recursos empresariais, sob pena do aumento dos custos de agência ou de capital (RIAHI-BELKAOUI, 2004).

### 2.3 ESTIMAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

A decisão de alocar recursos em um ativo passa basicamente por dois aspectos: o risco e o retorno. Nesse diapasão, há necessidade que tais aspectos sejam mensurados por um modelo de precificação de ativos.

O primeiro aspecto, risco, foi tratado por Modigliani e Miller (1958) como a incerteza que há na concretização de um determinado resultado, mais especificamente, o retorno esperado pelo investimento realizado. Silva e Quelhas (2006) definem o risco de um ativo como sendo a incerteza que o retorno esperado pelo investimento nesse ativo venha ocorrer. Em razão dessa incerteza, ou risco assumido, o investidor deve receber um prêmio, se comparado a uma taxa que esteja isenta desse fator, denominado taxa livre de risco.

Nesse sentido, o modelo de precificação de ativos proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965) conhecido como *Capital Asset Pricing Model – CAPM* – propõe que o risco seja mensurado por um coeficiente denominado beta ( $\beta$ ), extraído a partir da covariância entre o ativo precificado e um índice de mercado, que por sua vez representa todos os ativos disponíveis para investimento.

Segundo Garrán e Martelanc (2007, p.4) o beta de um título “mede a intensidade da variação esperada em seu preço dada uma determinada variação de mercado”. É a partir dessa variação, entre o ativo avaliado e o índice de mercado ao longo do tempo, que se definirá o risco do ativo, também conhecido como risco não sistemático ou diversificável.

O risco não sistemático ou diversificável é aquele decorrente de fatores internos ou específicos de uma empresa ou setor, e poderá, portanto, ser mitigado a partir de um portfólio de investimentos. Já o risco sistemático ou não diversificável é aquele decorrente de fatores externos, isto é, aspectos de mercado ou econômicos, os quais afetam todas as empresas, em maior ou menor proporção. Assim sendo, para a estimação do custo de capital próprio, o prêmio pelo risco, que é capturado pelo beta ( $\beta$ ), é somente decorrente do risco não sistemático.

Outro fator para se determinar o custo de capital próprio pelo CAPM é a necessidade de fixar uma taxa livre de risco, que segundo Lintner (1965) está atrelada a uma “certeza equivalente” de que em determinado retorno sobre um investimento está livre de inadimplência (*default*). Complementando, Damodaran (2004) descreve duas condições para que um investimento seja considerado como risco zero:

1. Não existir risco de inadimplência;
2. Não existe incerteza a respeito das taxas de reinvestimento, o que implica a não-ocorrência de fluxos de caixa anteriores ao final do nosso horizonte de tempo.

Assim sendo, o custo de capital próprio representa a remuneração que o investidor requer pela alocação de recursos em uma determinada empresa (ativo), representado por uma taxa de remuneração necessariamente superior a um investimento considerado livre de risco ( $R_f$ ), ajustado ao risco da empresa, mensurado pelo coeficiente beta ( $\beta$ ).

No que diz respeito à utilização do CAPM por parte de profissionais e analistas de mercado, pesquisas revelam que sua utilização é bem difundida. No estudo realizado por Graham e Harvey (2002) cujo universo pesquisado são os diretores financeiros das maiores empresas norte-americanas, bem como os membros do Instituto de Executivos em Finanças, revelou que 73,5% dos pesquisados consideram o CAPM como padrão de cálculo do custo de capital. No Brasil, esse percentual é superior a 60%, conforme

revela pesquisa realizada por Garrán e Martelanc (2007) com profissionais de mercado e estudiosos na avaliação de ativos.

Muito embora amplamente aceito tanto por pesquisadores como por analistas (BRUNER *et. al.*, 1998; GRAHAM; HARVEY, 2002; GARRÁN; MARTELANC, 2007) em decorrência de seu apelo intuitivo e teórico, o modelo CAPM, por ser considerado um modelo de um único fator, tem recebido críticas por não capturar adequadamente variáveis que influenciam no custo de captação de recursos, levando pesquisadores a inserirem variáveis que em princípio melhor precificariam o custo de capital (ROGERS; SECURATO, 2008, 2009; REIS; COSTA, 2008; TAMBOSI FILHO; GARCIA; BERTUCCI, 2007; ROGERS; RIBEIRO, 2004, entre outros).

Um dos primeiros pontos diz respeito à definição da taxa livre de risco a ser utilizada. Conceitualmente, para uma taxa ser considerada como risco zero, não deve guardar qualquer correlação com o indicador de mercado utilizado para a estimação do beta ( $\beta$ ), permitindo ao investidor ter a segurança do montante que seu ativo será remunerado ao final de um período.

Em mercados desenvolvidos, como o norte-americano, é usual a utilização da taxa do tesouro (*T-Bill*) como taxa livre de risco, o que sugere como equivalente no Brasil, o título do tesouro brasileiro de 10 anos conhecido como *C-bonds*.

Muito embora o título do tesouro brasileiro de 10 anos (*C-Bonds*) seja naturalmente a taxa a ser utilizada, é passível de questionamento uma vez que tem apresentado correlação com o mercado, incorporando implicitamente o risco, o que não é condizente com a definição teórica de um ativo livre de risco (SILVEIRA; BARROS; FAMA, 2002).

Segundo Silveira, Barros e Fama (2002) há no Brasil duas taxas que satisfazem a definição teórica de taxa livre de risco, que são: o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e o retorno da Caderneta de Poupança, haja vista que essas taxas não apresentaram correlação com as variações de mercado.

Outro ponto de discussão está relacionado ao portfólio de referência adotado. Pela proposta original de Sharpe (1964) e Lintner (1965), teoricamente esse portfólio deveria representar todos os ativos disponíveis para investimento no momento da tomada de decisão.



Para tal, Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) propõem como ajuste das variáveis do CAPM, além do uso da taxa norte-americana (*T-Bill*) como taxa livre de risco, o uso da carteira S&P 500 como portfólio de referência, como a que melhor representaria esse conjunto de ativos disponíveis para o investidor.

Já Sanvicente (2004, p.12) em pesquisa realizada para identificar possíveis ajustes ao CAPM, considerando a realidade brasileira, comenta que “apesar da crescente integração dos mercados de capitais, os fatores locais de geração de retornos ainda são dominantes”, concluindo que, a carteira Ibovespa ainda representa a melhor alternativa para estimar os ativos disponíveis para investimento no caso brasileiro.

Araújo, Fajardo e Di Tavani (2006) corroboram essa conclusão de Sanvicente (2004) quanto à carteira que melhor representaria os ativos brasileiros. Apesar de não satisfazer as condições de validade em alguns subperíodos analisados, foi eficiente na maioria deles e, sobretudo, para amostra inteira que abrangia o período de 1991 a 2002. Apesar das críticas, o Ibovespa tem sido amplamente utilizado como *proxy* para a estimação do custo de capital próprio pelo CAPM em estudos nacionais (SILVEIRA; BARROS; FAMA, 2002; SANVICENTE, 2004; ALENCASTRO, 2009; ARAÚJO; FAJARDO; TAVANI, 2006; FORTUNATO; MOTTA; RUSSO, 2010, entre outros)

Além das variáveis, taxa livre de risco e índice de mercado, as discussões permeiam também a inclusão de variáveis, normalmente macroeconômicas, para que o risco possa ser melhor aferido, passando o modelo de precificação dos ativos de unifatorial para multifatorial.

Para Assaf Neto, Lima e Araújo (2008) o custo de capital próprio seria melhor estimado com a inserção do risco país, estimado pela diferença entre a taxa livre de risco brasileira (*C-Bonds*) e a taxa livre de risco norte-americana (*T-Bill*) para que, dessa forma, o beta ( $\beta$ ) capture com maior acuidade o risco que não é mensurado pela covariância entre o ativo precificado e um índice de mercado.

Nesse sentido, Rogers e Ribeiro (2004) vêm a necessidade da inclusão do Risco Brasil como forma de melhor precificar o custo de capital pelo CAPM. Já Tambosi Filho, Garcia e Bertucci (2007) sugerem a inclusão da variável capital humano, que seria refletido pelo Produto Interno Bruto.

Rogers e Securato (2008, 2009) acreditam que o uso do modelo de 3-Fatores de Fama e French (1992) melhor ajusta-se à realidade brasileira, sobretudo, com as variáveis que capturam o excesso de retorno do mercado e o efeito tamanho.

Como se pode observar, há uma diversidade de resultados acerca da necessidade da inclusão de variáveis ao modelo CAPM, que passaria de um modelo de um único fator para um modelo de múltiplos fatores.

Entretanto, para Sanvicente (2004, p. 12) “os prêmios por riscos hoje comumente adicionados o são de maneira *ad hoc*, sem evidência suficiente para se acreditar que sejam relevantes” levando-o a conclusão de que a estimação do custo de capital pelo “CAPM doméstico” seja suficiente, uma vez que a mensuração do risco a partir da carteira do mercado local produziria os efeitos necessários para a estimação do modelo.

Sob a utilização do modelo CAPM em pesquisas contábeis, Scott (2009, p.113) afirma que o modelo criado por Sharpe (1964) e Lintner (1964) “*provides an important and useful way to model the market’s expectation of a share’s return and a firm’s cost of capital, and that the model depends crucially on securities market efficiency [...] it shows clearly how new information affects current share price*”<sup>10</sup>.

Diante da difusão de resultados ainda não conclusivos a respeito da alteração modelo CAPM, de um modelo de um único para múltiplos fatores, bem como as considerações e conclusões realizadas por Silveira, Barros e Fama (2002), Sanvicente (2004), Araújo, Fajardo e Di Tavano (2006) e Scott (2009) neste trabalho, o custo de capital próprio será obtido pelo modelo originalmente proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965), considerando-se os fatores de referência para precificação em empresas brasileiras, para então analisar a relação entre nível de *social disclosure* e custo de capital próprio.

---

<sup>10</sup> O CAPM fornece um importante e útil caminho para modelar a expectativa de mercado do retorno de uma ação e o custo de capital de uma empresa, e que o modelo depende crucialmente da eficiência do mercado de ações [...] ele mostra claramente como uma nova informação afeta o preço atual da ação. [tradução livre]

### 2.3.1 Qualidade da informação contábil e o custo de capital próprio

O estudo seminal de Ball e Brown (1968) que buscou compreender os efeitos da informação contábil no mercado de capitais, abriu caminho para que diversas pesquisas na área contábil fossem realizadas no sentido de identificar as características das informações que trazem importância à análise do investidor, e ainda, como esta pode servir de elo para ocorrência de um círculo virtuoso, onde: maior informação; maior confiabilidade do investidor; melhor reputação corporativa, menor custo de captação de recursos e maior desempenho econômico (ORLITZKY; BENJAMIN, 2001).

Na visão de Levitt (1998) o aumento na qualidade de padrões contábeis deverá resultar em uma melhoria na confiança do investidor, provendo liquidez ao mercado e redução no custo de capital das empresas, o que é corroborado por estudos posteriores (HAIL; LEUZ, 2006; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007; BARTH; LANDSMAN; LANG, 2008; LEUZ; SCHRAND, 2009).

Segundo Hail e Leuz (2006) em países com mecanismos rigorosos de *enforcement* há um maior nível de evidenciação, o que por sua vez, contribui para uma redução do custo de capital das empresas.

Nos achados de Lambert, Leuz e Verrecchia (2007) que buscaram avaliar a qualidade da informação contábil e o custo de capital próprio por meio do modelo CAPM, foi constatado que a melhoria na qualidade da informação contábil pode influenciar na redução do custo de capital, uma vez que contribui na avaliação, por parte dos investidores, dos fluxos de caixa futuros.

Em uma avaliação do nível de evidenciação e do custo de capital no período após os escândalos contábeis ocorridos pela quebra da Enron, Leuz e Schrand (2009) constatam que empresas que tiveram uma melhor evidenciação tiveram também um menor impacto no custo de captação de recursos.

Apesar dos resultados apontados, o que se nota é uma maior cobertura por parte dos pesquisadores na avaliação da qualidade da informação contábil e precificação de ativos sob a ótica das informações financeiras (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL; LEUZ, 2006; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007; LEUZ; SCHRAND, 2009).

Stocken (2000) e Tian e Chen (2009), acreditam que a evidenciação voluntária pode ser um mecanismo para prover qualidade, confiabilidade e credibilidade da informação contábil, o que por sua vez poderia ser um elemento adicional na avaliação do investidor/usuário externo das práticas organizacionais. Apesar do apelo intuitivo, segundo Cheng e Li (2009) o nível de evidenciação voluntária tem pouca influência na qualidade da prestação de contas em empresas chinesas.

Sob o ponto de vista da informação voluntária, e mais especificamente do *social disclosure*, as contribuições ainda são tímidas. No caso do estudo de Richardson, Welker e Hutchinson (1999), suas contribuições teóricas tentam explicar que a informação social pode causar um impacto positivo pela redução no custo de capital próprio das empresas.

Os argumentos de Richardson, Welker e Hutchinson (1999) é de que a informação social contribuiria na construção reputacional da empresa, bem como das ações gerenciais no uso dos recursos disponíveis, corroborando o entendimento de Riahi-Belkaoui (2004). Porém, no teste empírico realizado por Richardson e Welker (2001) foi constatado que o mesmo provocou um aumento no custo de capital das empresas, uma vez que a relação entre *social disclosure* e o custo de capital próprio foi positiva.

Valendo-se do indicador denominado de desempenho social corporativo, o qual contemplou princípios de responsabilidade social, *social disclosure*, auditoria social e reputação organizacional, Orlitzky e Benjamin (2001) demonstraram que o mesmo é válido na redução do custo de capital próprio estimado pelo CAPM.

A sustentação central de Orlitzky e Benjamin (2001) é de que o desempenho social contribui na construção de uma imagem reputacional positiva, o que por sua vez, é um importante condutor na redução do risco.

Em uma amostra de empresas de 34 países, Francis, Khurana e Pereira (2005) encontraram um menor custo de capital para aquelas que possuíam um maior nível de evidenciação voluntária. Posteriormente, em uma amostra de 677 empresas norte-americanas, Francis, Nanda e Olsson (2008) constataram que aumento na evidenciação voluntária está associado à redução do custo de capital.

Segundo Dhaliwal *et. al.* (2009) em uma análise temporal de 15 anos em uma amostra de 196 empresas norte-americanas, o nível de *social disclosure* contribuiu para

a redução do custo de capital. Entretanto, isto somente ocorreu naquelas que tiveram um desempenho superior no nível de evidenciação.

Já no estudo realizado por Rover e Murcia (2010) que analisou as 100 maiores empresas brasileiras não-financeiras no período de 2006 a 2008, o nível de evidenciação voluntária, que incluía informações sociais, apesar de ser significativo, passou a provocar um aumento no custo de capital das empresas. Porém, neste estudo, não é possível extrair conclusões acerca do efeito provocado somente pelas informações sociais, uma vez que esta foi analisada em conjunto com outras informações voluntárias.

De modo geral, os estudos apresentados partem da hipótese da eficiência de mercado (HEM), onde sob condições ideais, o valor de mercado de um ativo (ação) deve refletir toda informação disponível (FAMA, 1970). Em seu estudo, Fama (1970) sustentou que o preço das ações possuem um comportamento aleatório (*random walk*) e que seu valor decorre das informações disponíveis acerca da mesma e não por conta de eventos passados.

Assim sendo, em mercados eficientes o preço de uma ação se ajusta rapidamente às informações disponíveis, não permitindo a ocorrência de ganhos anormais, o que implica que o investidor toma suas decisões em um ambiente racional, onde há um *fair game* (FAMA, 1970).

Considerando esse ambiente, Fama (1970) formulou três formas de eficiência, considerando o modo em que as informações são disponíveis, bem como quanto à sua relevância no processo de precificação dos ativos:

a) Forma fraca – o preço do ativo é reflexo de seu histórico passado, de forma que as informações contidas nos preços passados não são úteis ou relevantes na obtenção de retornos anormais. Segundo Minardi (2004, p. 3) a forma fraca de eficiência é sustentada na “ideia de que se tais dados transmitissem sinais confiáveis sobre desempenho futuro, todos os investidores aprenderiam a explorá-los, e esses sinais perderiam valor, pois seriam instantaneamente incorporados aos preços dos títulos”;

b) Forma semi-forte – o preço do ativo é reflexo de seu histórico passado e das informações públicas disponíveis, de forma que nenhum investidor tem a possibilidade de auferir retornos anormais nessa circunstância uma vez que toda a informação pública disponível é rapidamente incorporada ao preço dos ativos;

c) Forma forte – o preço do ativo é reflexo de seu histórico passado, das informações públicas disponíveis, bem como das informações privadas, de forma que o mercado ajusta rapidamente o preço do ativo, inclusive na existência de informações privadas.

Vale ressaltar que, o conceito de informações publicamente disponíveis abrange não somente as informações fornecidas pelos relatórios contábeis, mas inclui, informações acerca das condições econômicas, informações setoriais, aspectos políticos, linhas de produtos, qualidade dos executivos, patentes e projeções de lucro, bem como dados de negociações passadas (MINARDI, 2004; SARLO NETO, 2004).

Considerando as formas de eficiência de mercado, segundo Belo e Brasil (2006, p. 51) um mercado é considerado como eficiente “quanto as informações não são assimétricas, ou seja, quando os investidores têm informações suficientes para tomar suas decisões, o que resulta em uma correta precificação dos ativos”.

Nos estudos empíricos realizados no mercado brasileiro, os resultados são controversos, uma vez que há estudos que apontam para a inexistência de eficiência, bem como outros apontam para uma eficiência do tipo fraca ou do tipo semi-forte. No estudo exploratório realizado por Forti, Peixoto e Santiago (2009) aponta que, nos testes da forma fraca, 42% dos trabalhos aceitam a HEM e 58% a rejeitam. Nos testes da forma semi-forte, 100% dos trabalhos aceitam a HEM. Por fim, nos testes da forma forte, 100% dos trabalhos rejeitam a HEM.

A partir dos resultados de Forti, Peixoto e Santiago (2009) os trabalhos que testaram o mercado brasileiro em sua forma semi-forte, todos corroboraram de forma positiva, o que aponta para uma precificação das informações públicas disponíveis.

Nesse cenário, Scott (2009) acredita que a eficiência de mercado deve impulsionar as empresas para um *full disclosure*, onde tanto a quantidade como a qualidade da informação a ser evidenciada deverá ser prontamente assegurada e perseguida por estas.

Barth, Beaver e Landsman (2001) justificam a relevância das pesquisas que buscam compreender a importância da informação contábil e seu efeito no preço dos ativos à medida que oferece fundamentos acerca de padrões a serem adotados, bem como as características que influenciam as empresas a buscarem uma maior qualidade das informações.

É desejável, portanto, que a informação traga consigo as características qualitativas da informação contábil, partindo do pressuposto que pela combinação de tais atributos ter-se-á um conjunto de informações úteis para o processo decisório do usuário externo, uma vez que qualidade da informação está em função da relevância, representação fiel, comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade (BOTOSAN, 2004)<sup>11</sup>.

Dentre as características essenciais, encontra-se a relevância que é caracterizada pela “*information is relevant if it is capable of making a difference in the decisions made by users in their capacity as capital providers*”<sup>12</sup> (FASB, 2008, p.17). Para Riahi-Belkaoui (2004) a relevância pode ser vista como o *link* entre a informação contábil e a necessidade de uma eficiente alocação de recursos, considerando que sua percepção irá variar entre os usuários, em virtude de suas necessidades e do contexto em que a decisão será realizada.

A relevância está relacionada com o fenômeno econômico e não à sua descrição (FASB, 2008), caracterizada pela produção informações capazes de confirmar ou corrigir expectativas realizadas anteriormente (valor confirmatório) bem como a de prever eventos futuros (valor preditivo).

O valor preditivo não necessariamente deve ser efetivado por meio de projeções explícitas, mas pode ser efetivado a partir de informações que permitam sua realização (FASB, 2008; GLAUTIER; UNDERDOWN, 1994).

Complementarmente, Jonas e Blanchet (2000) argumentam para que uma informação possua valor preditivo, não necessariamente precisará ser por meio de projeções, mas sob a perspectiva do investidor identificar a probabilidade da empresa continuar a manter seu nível de rentabilidade, utilizando também informações não-financeiras.

O segundo indicador da relevância é o *valor confirmatório* que busca “*confirms or changes past (or present) expectations based on previous evaluations*”<sup>13</sup> (FASB, 2008, p.17).

---

<sup>11</sup> A citação indireta foi adaptada considerando a estrutura conceitual elaborada em conjunto entre o FASB e o IASB.

<sup>12</sup> Informação capaz de fazer diferença na tomada de decisão dos usuários e seus potenciais provedores de capital. [tradução livre]

<sup>13</sup> Confirmar ou corrigir expectativas passadas (ou presente) baseada em suas estimativas passadas. [tradução livre]

Para Jonas e Blanchet (2000) um modo de identificar se a informação possui essa característica é se ela contribui na compreensão de como as decisões anteriores ou passadas afetaram a situação financeira atual, bem como de seus resultados.

A próxima característica fundamental é a representação fiel que “*is attained when the depiction of an economic phenomena is complete, neutral, and free from material error [...] represents an economic phenomenon depicts the economic substance of the underlying transaction, event, or circumstance, which is not always the same as its legal form*”<sup>14</sup> (FASB, 2008, p.18).

A *integralidade* somente é alcançada se na descrição do fenômeno econômico “*if it includes all information that is necessary for faithful representation of the economic phenomena that it purports to represent*”<sup>15</sup> (FASB, 2008, p.18).

A segunda característica da representação fiel é a *neutralidade*. A neutralidade caracteriza-se pela “*the absence of bias intended to attain a predetermined result or to induce a particular behavior*”<sup>16</sup> (FASB, 2008, p.18).

Segundo Obaidat (2007) a preocupação da neutralidade está centrada em que a informação não seja escolhida para favorecer a um determinado grupo de tomadores de decisão em detrimento de outro.

Para Jonas e Blanchet (2000) a neutralidade pode ser identificada nas informações contábeis a partir dos comentários da administração a respeito do desempenho alcançado face os objetivos e metas traçadas anteriormente. Desse modo, um dos pontos que a neutralidade busca é a evidenciação de itens que devem ser melhor explorados para a obtenção de resultados superiores, considerando os recursos econômico-financeiros disponíveis.

Por fim, a última característica da representação fiel é que a informação seja *livre de erros materiais*, cujo conceito proposto remete ao fato de que tal característica “*does not imply total freedom from error in the depiction of an economic phenomenon*

---

<sup>14</sup> Busca representar/descrever o fenômeno econômico de modo íntegro, neutro e livre de erros materiais [...] está relacionada com a essência da transação, evento ou circunstância, e nem sempre a sua forma legal. [tradução livre]

<sup>15</sup> É incluída toda informação que é necessária para representar fielmente o fenômeno que se propõe a representar. [tradução livre]

<sup>16</sup> Ausência de viés na busca de alcançar um resultado pré-determinado ou para induzir um determinado comportamento. [tradução livre]



*because the economic phenomena presented in financial reports generally are measured under conditions of uncertainty*<sup>17</sup> (FASB, 2008, p.18).

Para Ball e Brown (1968), à medida que a informação contábil chega ao usuário externo de forma não enviesada, a mesma torna-se útil na formação dos preços das ações.

De modo complementar às características qualitativas fundamentais, as características de realce buscam suprir aspectos que não são abordados em relevância e representação fiel, mas que devem ser observadas na elaboração das informações contábeis (FASB, 2008). A característica de realce é composta pelos seguintes atributos: *comparabilidade, verificabilidade, tempestividade e compreensibilidade*.

A *comparabilidade* é a informação “*that enables users to identify similarities in and differences between two sets of economic phenomena*”<sup>18</sup> (FASB, 2008, p. 20). A comparabilidade sob este aspecto não deve se confundir com padronização, muito embora o mesmo possa ser um caminho útil para que a informação possua tal atributo.

Desse modo, a comparabilidade se presta a avaliar métodos, processos e/ou procedimentos necessários para a realização de uma determinada transação ou evento (JONAS; BLANCHET, 2000; OBAIDAT, 2007).

A *verificabilidade* “*is a quality of information that helps assure users that information faithfully represents the economic phenomena that it purports to represent*”<sup>19</sup> (FASB, 2008, p.20). Segundo Obaidat (2007) a verificabilidade diz respeito ao consenso pelo uso de indicadores que assegurem a representação fiel da informação, que seria o que o FASB (2008) menciona de verificação indireta.

A *tempestividade* é o “*means having information available to decision makers before it loses its capacity to influence decisions*”<sup>20</sup> (FASB, 2008, p.21). De modo prático, ela se caracteriza pela disponibilização dos relatórios contábeis em tempo para que o usuário possa utilizá-los em seu processo decisório.

---

<sup>17</sup> Não implica na ausência total de erros [...] porque a descrição dos fenômenos econômicos são realizados em condições de incerteza. [tradução livre]

<sup>18</sup> Habilita os usuários a identificarem similaridades e diferenças entre dois grupos de fenômeno econômico. [tradução livre]

<sup>19</sup> É a qualidade da informação que ajuda a assegurar que a informação representa fielmente o fenômeno econômico que se propõe a representar. [tradução livre]

<sup>20</sup> Meio pelo qual a informação está disponível para os tomadores de decisão antes que ela perca a capacidade de influenciar as decisões. [tradução livre]

Para Scott (2009) à medida que a informação é tempestiva, ela não somente ganha em importância no processo decisório do usuário externo como torna-se um mecanismo na redução do problema do *insider information*.

Por fim, a *compreensibilidade* que “*is the quality of information that enables users to comprehend its meaning*”<sup>21</sup> (FASB, 2008, p.21). Dentre os atributos que caracterizam ou que possibilitam o alcance da compreensibilidade tem-se a classificação, caracterização e apresentação clara e concisa. Para Beest, Braam e Boelens (2009) a exposição de forma narrativa contribui para a compreensibilidade da informação.

Considerando tais características, neste trabalho o indicador construído foi elaborado de modo a consignar itens que possam refletir os aspectos ora abordados, como forma de se obter um conjunto de informações úteis para a avaliação da qualidade do *social disclosure* revelados por meio dos relatórios contábeis.

---

<sup>21</sup> É a qualidade da informação que possibilita os usuários a compreenderem seu significado/propósito. [tradução livre]

### 3 PERCURSO METODOLÓGICO

O presente capítulo tem por objetivo descrever as etapas necessárias para a execução da pesquisa empírica, bem como sua caracterização e limitações. Está dividida em cinco seções, sendo a primeira – da natureza e tipo de pesquisa, que busca identificar e caracterizar este estudo.

Na seção seguinte – objeto de pesquisa – descrevem-se os motivos da escolha das empresas, bem como os relatórios que serão utilizados para identificar se a mesma poderá fazer parte da amostra definida para este estudo. Já no item – construção do índice de *social disclosure*; são apresentados os itens necessários para a construção de um índice, o objetivo para o qual ele foi proposto, sua elaboração e sustentação teórica, bem como os testes necessários para sua validação.

A seção – modelo e variáveis estatísticas e econométricas – caracteriza-se pela descrição do modelo econométrico utilizado para testar a hipótese central da pesquisa, além de caracterizar e justificar as variáveis de controle que irão compor este modelo, a fim de subsidiar a análise dos resultados.

Por fim, as limitações inerentes ao estudo realizado como forma de delimitar o assunto ora pesquisado.

#### 3.1 DA NATUREZA E TIPO DE PESQUISA

A natureza da pesquisa é quali-quantitativa. Qualitativa, uma vez que os itens avaliados pelo índice de *social disclosure* serão extraídos a partir do uso da técnica da análise de conteúdo dos relatórios oficiais da organização – relatório anual e de responsabilidade social ou de sustentabilidade (BARDIN, 1977; RICHARDSON *et al.* 1999).

O uso do método qualitativo é especialmente útil uma vez que permite segundo Richardson *et al.* (1999, p.80) “descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis [...] classificar processos [...] possibilitar, em maior nível de profundidade, o entendimento de particularidades do comportamento dos

indivíduos”. Complementando, Malhotra (2006, p.154) afirma que “a pesquisa qualitativa proporciona melhor visão e compreensão do contexto do problema”.

É a partir da análise qualitativa que é possível a compreensão e a identificação do nível de evidenciação bem como a qualidade desta sob os aspectos a que se propõe o índice de *social disclosure*.

O aspecto quantitativo torna-se necessário à medida que permite fazer inferências a respeito do comportamento das empresas acerca do nível de *social disclosure*, e se este, de alguma forma, contribui para redução do custo do capital próprio.

Segundo Richardson *et. al.* (1999, p.70) o método quantitativo é “frequentemente aplicado nos estudos descritivos e naqueles que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis, bem como, nos que investigam a relação de causalidade entre fenômenos”.

Quanto a tipologia, a pesquisa é descritiva e longitudinal. Para Gil (1996, p. 46), “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população [...] ou então, o estabelecimento de relações entre variáveis”. Já o aspecto longitudinal é caracterizado, segundo Hair *et al.* (2005, p.88) pelo fato de os dados serem “coletados das mesmas unidades da amostra em diversos pontos no tempo”, representando uma série temporal de observações.

Considerando suas características, a pesquisa pretendeu, com maior profundidade, entender particularidades do comportamento das informações sociais prestadas, além de fazer inferências para descrever aspectos da população e analisar a distribuição de certas características ou atributos (COOPER; SCHINDLER, 2003; MATIAS-PEREIRA, 2007). A Figura 1 ilustra e resume a construção da pesquisa.

<b>SOCIAL DISCLOSURE E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO EM EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO</b>			
<b>Problema</b>			
Qual a contribuição do <i>social disclosure</i> na redução do custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto?			
<b>Objetivo geral</b>			
Testar se há relação entre o nível de <i>social disclosure</i> com o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto.			
<b>Objetivos específicos</b>			
Construir e validar um indicador que permita a avaliação da evidência social ( <i>social disclosure</i> )	Identificar os determinantes do <i>social disclosure</i> como etapa de validação do indicador ora proposto	Avaliar o nível de <i>social disclosure</i> das empresas brasileiras de capital aberto	Analisar o nível de <i>social disclosure</i> e seu comportamento considerando o período e as características das empresas componentes do estudo
<b>Coleta de dados</b>			
Relatório Anual e Relatório de Responsabilidade Social e Sustentabilidade			
<b>Dimensões</b>			
Informações passadas ↔ Prospecções de ações futuras ↔ Acessibilidade			
<b>Categorias teóricas</b>			
Restrito ↔ Baixo ↔ Médio ↔ Amplo			
<b>Validação do Índice de <i>Social Disclosure</i></b>			
Análise de Especialistas ↔ Análise Fatorial Exploratória ↔ Alfa de <i>Cronbach</i> ↔ Regressão Linear Múltipla a partir dos determinantes do <i>social disclosure</i>			
<b>Análise dos resultados</b>			
Análise documental ↔ Análise Descritiva ↔ Análise Multivariada ↔ Regressão Linear Múltipla com Dados em Painel			

Figura 1 – Modelo analítico da pesquisa

### 3.2 OBJETO DE ESTUDO

A base inicial de composição do objeto de estudo são as empresas listadas na BM&FBovespa. Considerando que, o aspecto central da pesquisa é avaliar o *social disclosure* relativo às ações discricionárias na comunidade, foram identificadas, neste universo, quais das empresas possuem ou patrocinam programas sociais no período de 2005 a 2009.

Considerando que o *social disclosure* ora avaliado foi testado quanto à sua relação com o custo de capital próprio, o qual é constituído basicamente a partir de variáveis de mercado, foi verificado se a empresa pode fazer parte da amostra

considerando o indicador – liquidez em bolsa – para o período de dezembro de 2005 a dezembro de 2009, disponibilizado pelo sistema Economática® como demonstrado na equação a seguir<sup>22</sup>:

$$\text{Liquidez em Bolsa} = 100 * \frac{p}{P} * \text{sqrt}\left(\frac{n}{N} * \frac{v}{V}\right) \quad (1)$$

onde:

p = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido;

P = número total de dias do período escolhido;

n = número de negócios com a ação dentro do período escolhido;

N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido;

v = volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido;

V = volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.

sqrt = raiz quadrada

O período ora considerado para fins de liquidez – dezembro de 2005 a dezembro de 2009 – se deve à definição do período amostral do trabalho, do segundo semestre de 2005 até o segundo semestre de 2009. Para tanto, foram incluídas somente as empresas que obtiveram um índice de liquidez em bolsa maior que 0,001 para cada período analisado.

Essa necessidade decorre pelo fato de que, a ausência de negociação de determinada ação poderá provocar vieses na estimação do custo de capital próprio.

Posteriormente, foram verificadas ocorrências de fusões, decidindo-se então pela eliminação de tais empresas, em função das substanciais alterações de suas estruturas patrimoniais.

A partir dessas restrições, o universo pesquisado reduziu-se a 101 empresas, das quais seis foram excluídas por não possuírem ações sociais; cinco foram excluídas em razão de fusão ou incorporação que resultou em mudança em sua estrutura patrimonial; duas foram excluídas em razão de estarem em processo de recuperação judicial; três foram excluídas em razão de não disponibilizarem seus relatórios; uma foi excluída em

---

<sup>22</sup> Conforme Manual do Sistema Economática®.

razão de suas ações sociais serem realizadas na investida e uma foi excluída em razão de seus relatórios terem um exercício social diferente de dezembro.

Por fim, o universo pesquisado resultou em um total de 83 empresas, sendo que duas empresas tiveram ações sociais somente a partir do ano de 2008, como pode ser observado na tabela a seguir:

**Tabela 1– Empresas componentes da pesquisa ao final de cada ano**

Ano	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Quantidade</b>	81	81	81	83	83

Em relação a distribuição das empresas em relação ao setor, foram identificados a partir da classificação proposta pelo sistema Economática® 18 setores de um total de 20, conforme demonstrado no quadro a seguir:

Setor	Quantidade
Agro e Pesca	1
Alimentos e Bebidas	1
Comércio	3
Construção	2
Eletrônicos	1
Energia Elétrica	15
Finanças e Seguros	4
Máquinas Industriais	2
Mineração	3
Papel e Celulose	2
Petróleo e Gás	2
Química	5
Siderurgia e Metalurgia	11
Telecomunicações	5
Textil	4
Transporte e Serviços	5
Veículos e Peças	5
Outros	12
<b>Total</b>	<b>83</b>

**Quadro 1 – Quantidade de empresas por setor**

### 3.3 CONSTRUÇÃO DO ÍNDICE DE *SOCIAL DISCLOSURE*

O *social disclosure* tem por característica a apresentação de informações que contribuam para a compreensão de suas aspirações com a sociedade, abarcando as vertentes ambiental, empregados, comunidade e consumidores (ANDERSON; FRANKLE, 1980; GRAY; KOUHY; LAVERS, 1995; SMITH; ADHIKARI; TONDKAR, 2005).

Assim sendo, para a avaliação da evidenciação dessa informação se faz necessária a utilização de um instrumento que permita sua análise e classificação por categorias, o que pode ser realizado através de um indicador, aqui denominado índice de *social disclosure*.

Segundo Coy e Dixon (2004), um índice é composto de números que sintetizam/traduzem objetos que são capazes de serem mensurados, seja de modo individual ou em conjunto. Os referidos autores entendem que, para que um índice represente o nível de evidenciação ou transparência acerca de um determinado tema, o mesmo deve ser construído de modo a refletir diferentes níveis de qualidade da informação, como por exemplo, a utilização de uma escala ordinal, e não por meio de uma escala dicotômica.

A escala ordinal possibilita a “classificação dos elementos de uma população, permite estabelecer uma relação de ordem entre determinada característica [...] e é possível indicar se um elemento tem mais ou menos de uma característica do que outro elemento” (PEREIRA, 2006, p.221).

O uso de uma escala ordinal para a representação do nível de evidenciação é especialmente útil, uma vez que busca caracterizar a qualidade da informação ora avaliada. Porém, há que se mencionar sua desvantagem no que diz respeito ao aumento da subjetividade decorrente da categorização da informação. Por sua vez, a escala do tipo dicotômica, por sua facilidade de manuseio, reduz a subjetividade, mas torna-se frágil no que tange à identificação da qualidade da informação evidenciada.

Para o presente estudo foi utilizada uma escala ordinal, que segundo Hair *et. al.* (2009) é caracterizada por uma escala de até quatro pontos, de forma a categorizar a qualidade de *social disclosure* apresentada pelas empresas analisadas (maior detalhamento vide item 3.3.3).

Ainda segundo Coy e Dixon (2004, p.85), para a construção de um índice deve-se atentar para alguns itens, tais como:

- 1) Determinação do(s) objetivo(s) do índice;
- 2) Identificação de itens de uma evidenciação adequada e suas características qualitativas;
- 3) Análise por juízes;
- 4) Validação do índice; e



### 5) Teste e análise do índice.

No modelo para construção de índice proposto por Coy e Dixon (2004), após o estabelecimento do objetivo e de seus itens, o mesmo deve ser submetido à uma avaliação de especialistas como forma de conferir sua legibilidade quanto a interpretação dos itens que o compõem para que, em momento posterior, o índice possa ser submetido a validação e testes.

O índice ora proposto encontra sua fundamentação nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004). O primeiro determina suas dimensões aqui denominada como direcionadores da coleta de dados, e os dois últimos identificam as variáveis/itens necessários para a determinação da qualidade, tanto do planejamento dos programas como dos relatórios sociais. Adicionalmente, foram elencados estudos análogos que trabalham com variáveis/itens convergentes com o objetivo da construção do índice ora proposto. Tais estudos estão listados no Apêndice A.

Quanto a validação, item de especial importância em estudos que propõem instrumentos de mensuração, o índice de *social disclosure* foi submetido a testes de confiabilidade e validação (vide item 3.3.4).

#### **3.3.1 O índice de *social disclosure***

O índice de *social disclosure* tem suas dimensões fundamentadas em Ramanathan (1976), que destaca aspectos como avaliação, mensuração e padrão de relatórios, necessários em estudos que trabalhem com as temáticas – responsabilidade social e evidenciação.

Tais dimensões são especialmente úteis na identificação da característica do item evidenciado, sobretudo, no modo em que ele se apresenta, seja na forma qualitativa (avaliação), quantitativa (mensuração) ou padronizada (padrão de relatórios), caracterizando o item a ser coletado.

A escolha dos itens que deveriam ser evidenciados foi fundamentada principalmente nos estudos de Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004) que buscaram

identificar quais aspectos deveriam refletir a qualidade do planejamento dos programas bem como dos relatórios sociais.

A pesquisa de Haydel (1989) buscou abordar os itens que devem compor o planejamento das ações de responsabilidade social sob o ponto de vista teórico, e confrontou-os posteriormente com uma *survey* realizada com executivos de multinacionais norte-americanas. Já Hammond e Miles (2004) buscaram identificar atributos necessários para a determinação da qualidade dos relatórios sociais corporativos na opinião de executivos ingleses.

Considerando o objetivo do índice de *social disclosure*, os referidos estudos são especialmente úteis por abordarem aspectos que contribuem na prestação de contas quanto ao planejamento e alocação dos recursos em programas sociais.

À medida que tais programas passam a ser desenvolvidos como agentes redutores de externalidades (HEAL, 2004), devem ser submetidos a um planejamento prévio das ações organizacionais, o que deverá ser refletido por meio de relatórios oficiais.

### **3.3.2 Objetivo e itens avaliados pelo índice de *social disclosure***

A informação a ser avaliada pelo índice de *social disclosure* possui como característica as ações discricionárias de responsabilidade social realizadas pelas empresas através de programas sociais. Considerando que:

- a informação de natureza social busca legitimar as ações das organizações na sociedade como forma de cumprir seu contrato social (RAMANATHAN, 1976);
- as informações de natureza social podem ser utilizadas como mecanismo de governança corporativa, reduzindo a assimetria informacional e diminuindo os custos de agenciamento (RIAHI-BELKAOUI; KARPIK, 1988; GRAY *et al*, 2001);
- atualmente as ações de natureza social buscam uma relação estratégica entre os objetivos organizacionais e os desejos da sociedade, de modo a reduzir a discricionariade do gestor (SAIIA; CARROLL; BUCHHOLTZ, 2003; RIAHI-BELKAOUI, 2004);

- a função gerencial pode ser percebida não somente na salvaguarda dos ativos da empresa, mas também na salvaguarda do bem-estar social<sup>23</sup> (RIAHI-BELKAOUI, 2004, p.172) [tradução livre];
- as ações de natureza discricionária não possuem uma relação objetiva entre os valores alocados e o retorno desse tipo de investimento (MILANI FILHO, 2008).

O índice de *social disclosure* tem por objetivo avaliar a informação de natureza social sob a vertente das ações discricionárias empreendidas por empresas através de programas sociais na comunidade. O enfoque nesse tipo de informação é especialmente útil uma vez que busca identificar o comportamento do gestor no estabelecimento de parâmetros e prestação de contas face a alocação de recursos em programas sociais.

Para tanto, foram estabelecidas dimensões e itens necessários na evidenciação e prestação de contas acerca dessas ações a partir de Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004), resumido conforme quadro a seguir, que sintetiza a construção do índice de *social disclosure*, contendo suas dimensões e itens que dão suporte a avaliação dos relatórios de responsabilidade social.

---

<sup>23</sup> *The stewardship function may be perceived not only as the safeguarding of assets of the firm but also the safeguarding of the social welfare.*

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÕES	ITENS EVIDENCIADOS <sup>24</sup>
	<b>Avaliação Ramanathan (1976)</b>	1) Relação dos programas sociais com os valores da empresa (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)
		2) Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais (Haydel, 1989; Rizx; Dixon; Woodhead, 2008)
		8) Descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)
		9) Descrição de programas sociais futuros e em andamento (Haydel, 1989; Naser; Nuseibech, 2003)
	<b>Mensuração Ramanathan (1976)</b>	3) Descrição de objetivos e metas para os programas sociais (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)
		4) Recursos financeiros alocados nos programas sociais (Naser; Nuseibech, 2003; Hammond; Miles, 2004)
		5) Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado (Gray; Kouhy; Lavers, 1995; Smith; Adhikari; Tondkar, 2005)
		6) Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais (Naser; Nuseibech, 2003)
		7) Resultados sociais obtidos nos programas sociais (Hammond; Miles, 2004)
10) Projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais (Naser; Nuseibech, 2003)		
<b>Padrão de Relatórios Ramanathan (1976)</b>	11) Distribuição do Valor Adicionado (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)	
	12) Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social (Hammond; Miles, 2004)	
	13) Frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social. (Hammond; Miles, 2004)	

**Quadro 2 – Construção teórica do índice de *social disclosure***

Para Bauer e Fenn (1972) (*apud* GLAUTIER; UNDERDOWN, 1983, p. 824) as empresas que se dedicam ou pretendem se dedicar à realização de programas sociais devem realizar quatro procedimentos básicos no que diz respeito ao seu planejamento social: 1) Levantamento de todas as atividades da empresa que tenham impacto social; 2) Análise das circunstâncias que necessitam dessas atividades; 3) Avaliação dos tipos de programas sociais que seriam mais relevantes para as atividades da empresa; 4) Avaliação do modo como esses programas sociais se harmonizam com os objetivos da própria empresa e os da sociedade em geral.

Nesse sentido, um dos primeiros itens a se compreender é o posicionamento da empresa para com as atividades de responsabilidade social (HAMMOND; MILES,

<sup>24</sup> Os itens estão numerados conforme disposição apresentada na redação do item 3.3.2

2004). Segundo Hammond e Miles (2004) o mesmo deveria, em princípio, ser realizado a partir da declaração do presidente da organização.

Haydel (1989, p. 16) acredita que à medida que “as empresas tendem a relacionar seus processos de responsabilidade social aos objetivos e ao planejamento estratégico global da corporação” passa a demonstrar a importância deste para a organização, “não considerando a responsabilidade social como interesse isolado”. Desse modo foi atribuído o item – *relação dos programas sociais com os valores da empresa*.

- *Relação dos programas sociais com os valores da empresa* (HAYDEL, 1989; HAMMOND; MILES, 2004) – a exposição dos motivos que levaram a empresa a apoiar determinados programas é útil pois permite identificar os valores que a organização preserva e com os quais se preocupa. Além disso, os programas sociais apoiados são uma forma de refletir suas crenças e valores de modo a justificar sua atuação e ainda promover sua imagem. Esse tipo de abordagem permite ao usuário externo uma melhor compreensão e relação entre o que a empresa está realizando e o que poderá realizar sob a ótica das vertentes de atuação na comunidade.

Um outro aspecto que contribui na compreensão no modo de atuação e proposição dos programas sociais é a maneira em que eles foram avaliados. À medida que a empresa utiliza tais ações como redutoras das externalidades na comunidade, tal avaliação deveria levar em consideração o ambiente ao qual ela está inserida e seus impactos na comunidade (HAYDEL, 1989; HEAL, 2004). Considerando esse aspecto foi atribuído o item – *avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais*.

- *Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais* (HAYDEL, 1989; RIZX; DIXON; WOODHEAD, 2008) – antes de serem realizados a proposta ou o apoio à programas sociais, a avaliação do que pode ser feito sob o ponto de vista das necessidades da comunidade é uma forma de maximizar os recursos empreendidos, bem como de esclarecer os motivos do foco em determinada vertente de atuação.

A partir da avaliação das necessidades locais, é necessário o estabelecimento de ações que visem atender às necessidades identificadas, as quais estabelecerão os objetivos e metas para atuação organizacional na comunidade.

Sob este aspecto Haydel (1989, p.7) afirma que os “objetivos são estados ou resultados de um comportamento desejado, enquanto que metas são aqueles tipos de objetivos cuja obtenção é desejada dentro de um período determinado de tempo coberto por um plano”. Sob o ponto de vista social, os objetivos estabelecidos nos programas buscam a interação entre os anseios das pessoas alcançadas pelas ações, bem como os da empresa, como forma de redução de suas externalidades.

Ramanathan (1976) destaca que a Contabilidade Social Corporativa tem como um de seus objetivos o de identificar e mensurar as externalidades provocadas pelas empresas nos diferentes segmentos da sociedade, além de ajudar a determinar estratégias de sua atuação.

Ainda, segundo Haydel (1989) sob a ótica econômica, os objetivos, quando estabelecidos de forma clara, contribuem para a otimização e eficiência da alocação de recursos. Assim sendo, foi atribuído o item – *descrição de objetivos e metas para os programas sociais*.

- *Descrição de objetivos e metas para os programas sociais* (HAYDEL, 1989; HAMMOND; MILES, 2004) – para Haydel (1989, p.7) “objetivos e metas são intercambiáveis” e ambos os conceitos representam projeções relacionadas ao futuro. Desse modo, como em qualquer outro investimento, para que se identifique as preocupações operacionais na resolução dos problemas ao qual o programa social se destina, torna-se necessário o estabelecimento de objetivos e metas a serem alcançados, pois além de permitir uma reflexão acerca da efetividade das ações, possibilita ao usuário externo um confronto entre o que foi planejado com o que foi realizado, bem como a identificação de possíveis desperdícios de recursos ao confrontar o investimento e os resultados sociais alcançados.

Após descrição dos objetivos, faz-se necessário o estabelecimento do montante de recursos financeiros para o desenvolvimento dos referidos programas. Este é um dos pontos mais delicados ao se tratar da realização de programas de responsabilidade social, que diz respeito a alocação de recursos (HILLMAN; KEIM, 2001). Desse modo

foram propostos três itens – *recursos financeiros alocados nos programas sociais*; *valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado* e *valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais*.

- *Recursos financeiros alocados nos programas sociais* (NASER; NUSEIBECH, 2003) – este item possui a função de identificar a quantia dos recursos financeiros alocados nos programas de responsabilidade social.
- *Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado* (GRAY; KOUHY; LAVERS, 1995; SMITH; ADHIKARI; TONDKAR, 2005) – o envolvimento dos empregados da empresa nos programas sociais é materializado por meio dos programas de voluntariados, que por sua vez, representam um custo para a organização. Desse modo, a identificação e mensuração apartada desses custos se torna necessária para que eles não se confundam com custos/despesas da atividade operacional.
- *Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais* (NASER; NUSEIBECH, 2003) – a participação de uma empresa muitas vezes ocorre não somente pela alocação de recursos financeiros, mas também pela doação de recursos materiais seja de modo definitivo (doação de um imóvel) ou em caráter temporário (cessão de um imóvel). Sua correta identificação e mensuração permite que a informação não seja enviesada, por estar classificada em conjunto com outras contas consideradas como atividade operacional.

Segundo Haydel (1989, p. 10) um dos pontos mais frágeis no que diz respeito à proposição e realização dos programas sociais é quanto à alocação dos recursos e “ao acompanhamento inadequado dos compromissos e das políticas, programas e instruções recorrentes”. Para o autor, a necessidade de se determinar e avaliar o impacto dos programas sociais na comunidade, confrontando-se os objetivos estabelecidos com os resultados alcançados, contribui para assegurar tanto os benefícios sociais decorrentes da ação realizada, como os benefícios econômicos. A divulgação dos *resultados sociais obtidos nos programas sociais* permite ao usuário externo identificar o êxito ou não da atuação empresarial nas áreas sociais, e ainda possibilitam eventuais relações entre os valores alocados e os resultados alcançados.

- *Resultados sociais obtidos nos programas sociais* (HAMMOND; MILES, 2004) – este item tem por objetivo identificar os resultados sociais obtidos e avaliar se as metas e objetivos estabelecidos foram alcançados, abrindo espaço para a discussão de eventuais melhorias no processo.

Como consequência da fragilidade acerca do acompanhamento e avaliação dos programas sociais, Haydel (1989) aponta que as análises acerca da atuação futura limita-se, muitas vezes, à simples redistribuição dos recursos, o que poderá fragilizar eventuais justificativas entre a proposição e/ou continuidade de tais ações e a disponibilidade de recursos. Dessa forma três itens tornam-se necessários na prestação de contas entre o gestor do recurso e o usuário externo, como forma de compreender a continuidade da atuação empresarial nos referidos programas, são eles: *descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais; descrição de programas sociais futuros e em andamento e projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais.*

- *Descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais* (HAYDEL, 1989; HAMMOND; MILES, 2004) – a descrição de pontos que necessitam de melhoria demonstra a neutralidade da administração em relação à gestão dos programas sociais, sendo ainda um momento apropriado para a revisão de metas, objetivos ou até de enfoque. É neste ponto que Hammond e Miles (2004) identificaram a necessidade de revisões periódicas de protocolos, o que significa a releitura dos processos internos e se os mesmos estão alinhados com os propósitos a que se destinam.
- *Descrição de programas sociais futuros e em andamento* (HAYDEL, 1989; NASER; NUSEIBECH, 2003) – objetiva avaliar a capacidade da empresa tanto em estabelecer novos programas, considerando as novas demandas sociais, a partir dos pontos que foram identificados como melhoria, como a de dar continuidade ou não aos projetos já em andamento, demonstrando seu comprometimento com os projetos assumidos e sua atenção aos novos pleitos da sociedade.

As oscilações econômicas, sejam em cenários de crescimento ou de retração, devem repercutir nas decisões de alocação de recursos em novos e atuais programas sociais. Reduzir essa incerteza é um dos papéis que a informação deve realizar,



evidenciando o que a empresa espera do exercício subsequente sob o ponto de vista do risco (comprometimento orçamentário para as ações sociais, reduzindo sua participação) ou ainda de oportunidades (aumento de sua atuação). Considerando esse aspecto foi atribuído o item – *projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais*.

- *Projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais* (NASER; NUSEIBECH, 2003) – considerando os riscos e oportunidades para o exercício subsequente, é necessária a avaliação do gestor acerca do fluxo de caixa futuro, tanto quanto ao aumento quanto à diminuição dos recursos para os programas sociais, para permitir a análise pelo usuário acerca da manutenção do nível de rentabilidade da empresa.

As informações sociais possuem como característica sua natureza voluntária, em princípio, não passando por uma revisão por terceiros (auditoria). Nesse sentido, Epstein e Freedman (1994) acreditam que tais informações deveriam ser auditáveis para que assim lhes seja atribuída confiabilidade. Hammond e Miles (2004) também sinalizam que, além de serem passíveis de verificabilidade por terceiros, ainda deveriam ser amplamente disponibilizadas bem como possuir uma frequência previamente estabelecida. Tais características serão tratadas neste estudo como padrão de relatórios (RAMANATHAN, 1976).

Sob o ponto de vista de informações sociais passíveis de serem verificadas por terceiros tem-se a *Distribuição do Valor Adicionado*, que além de possuir um padrão para sua divulgação, possibilita ao usuário ter conhecimento da forma como a riqueza gerada pela organização é distribuída.

- *Distribuição do Valor Adicionado* (HAYDEL, 1989; HAMMOND; MILES, 2004) – a forma como é distribuído o valor adicionado normalmente é realizada através da demonstração do valor adicionado. Esta demonstração é especialmente útil por informar a distribuição da riqueza gerada pela empresa (pessoal; impostos, taxas e contribuições; remuneração de capitais de terceiros e remuneração de capitais próprios), possuir um padrão para sua divulgação e ainda por ser passível de verificação por auditores independentes.

Por fim, a disponibilidade e frequência em que tais informações são apresentadas resultam em fatores que diminuem a incerteza do usuário externo, e ainda

permite avaliar o comprometimento da empresa em fazer com que tais informações sejam úteis e tempestivas para o processo decisório do usuário externo.

Para tanto foram estabelecidos os itens – *Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social* e *Frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social*.

- *Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social* (HAMMOND; MILES, 2004) – está relacionada ao amplo acesso à informação, que atualmente se dá, de modo mais comum, por intermédio da rede mundial de computadores – *internet*.
- *Frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social* (HAMMOND; MILES, 2004) – está relacionada à política de divulgação, isto é, se a organização deixa explícita a periodicidade na qual os relatórios serão divulgados. Normalmente, os relatórios de responsabilidade social são divulgados anualmente, portanto, é de se esperar que as empresas, além de possuírem os relatórios com a cobertura desse período, informem a data em que o mesmo será ou foi disponibilizado.

### **3.3.3 Categorização e escala do índice de *social disclosure***

Para a realização da avaliação da qualidade das informações do *social disclosure*, a utilização das técnicas da análise de conteúdo é especialmente útil e necessária em razão dos relatórios contábeis que deverão ser analisados. Segundo Malhotra (2006, p.201) a análise de conteúdo “é um método apropriado quando o fenômeno a ser observado é a comunicação”, que no caso das organizações é comumente realizado por intermédio dos relatórios. Para a avaliação do *social disclosure* serão utilizados os relatórios a seguir: relatório anual e relatório de responsabilidade social e sustentabilidade.

Segundo Guthrie e Abeysekera (2006) e Saleh (2009) o uso desses relatórios é usual em estudos que buscam avaliar o *social disclosure*, e Unerman (2000) chega a afirmar que pesquisas com tais características devem necessariamente realizar suas análises nos relatórios basicamente por dois motivos:

1) Em virtude de sua importância e representatividade enquanto instrumento de comunicação entre empresa e partes interessadas (*stakeholders*);

2) Por entender ser virtualmente impossível a identificação e análise de todos os comunicados realizados por uma empresa no transcorrer de um período.

A importância dos relatórios no ambiente corporativo é realmente um ponto a ser considerado nos estudos que se valem desse instrumento de comunicação, porém, quando se trata da análise de comunicados que não são realizados pelos relatórios, há que se mencionar que, se por um lado sua análise poderá complementar informações não incorporadas nos relatórios oficiais, por outro poderá se constituir em uma fragilidade em decorrência de sua disponibilidade e da forma que a mesma foi realizada, fatores que podem variar de uma empresa para outra.

Desse modo, optou-se por utilizar nesta pesquisa, preponderantemente, os relatórios oficiais da organização onde poderão ser encontradas informações relacionadas com o envolvimento da empresa para com a sociedade.

Para tanto, sua operacionalização deve ser realizada de modo que seja possível a classificação da informação ora avaliada a partir de indicadores que representem sua característica, o que é realizado por meio da categorização.

Segundo Bardin (1977, p.117) a categorização “é uma operação de classificação de elementos constitutivos de um conjunto, por diferenciação e, seguidamente, por reagrupamento segundo o gênero [...] com critérios previamente definidos”. Malhotra (2006, p.201-202) complementa, afirmando que na análise de conteúdo “elaboram-se categorias analíticas para classificação das unidades e a comunicação é decomposta de acordo com regras prescritas”.

A categorização cumpre um importante papel nesta pesquisa uma vez que – 1) estabelecerá os critérios para avaliação do *social disclosure* por meio de categorias e – 2) permitirá sua classificação a partir da qualidade da informação divulgada. As categorias, segundo Bardin (1977, p.117), “são rubricas ou classes, as quais reúnem um grupo de elementos (unidades de registro [...]) sob um título genérico, agrupamento esse efetuado em razão dos caracteres comuns destes elementos”.

As categorias têm por objetivo, então, identificar a característica da informação avaliada, da qual serão extraídas a partir da avaliação frases e/ou sentenças tanto sob o ponto de vista quantitativo como qualitativo da informação. Tais características não

devem ser confundidas com a técnica que busca mensurar o conteúdo a partir do número de palavras ou páginas, uma vez que esta técnica está relacionada com o volume/quantidade de informação e não necessariamente com a avaliação da qualidade (UNERMAN, 2000).

Assim sendo, as categorias teóricas cumprem o papel de exprimir essa qualidade, e estão divididas em: restrito (nível inferior da informação), baixo, médio e amplo (nível superior da informação), e podem ser assim caracterizadas:

- a) **Restrito:** o *social disclosure* é classificado nesta categoria se a empresa não divulga a informação avaliada pelo item ora proposto;
- b) **Baixo:** o *social disclosure* é classificado nesta categoria se a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto, entretanto, não o faz por programa social ou área de atuação, isto é, a informação é divulgada de modo geral com uso de expressões como: “os programas sociais”, “as ações sociais”;
- c) **Médio:** o *social disclosure* é classificado nesta categoria se a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto, fazendo-a por área de atuação, ou de alguns programas sociais;
- d) **Amplo:** o *social disclosure* é classificado nesta categoria se a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto de maneira analítica, isto é, há informação por cada programa social. A característica dessa informação é de maior precisão e amplitude, como por exemplo: “o projeto x...”.

Partindo-se das categorias teóricas descritas anteriormente de modo genérico, a coleta de dados foi balizada a partir da identificação o item “objeto de evidenciação e sua categorização”, como descrito resumidamente no quadro 3, a seguir<sup>25</sup>:

---

<sup>25</sup> A descrição detalhada para cada item é descrita no ApêndiceB.

DIMENSÃO	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS				
		RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO	
<b>ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE</b>	<b>Avaliação Ramanathan (1976)</b>	1) Relação dos programas sociais com os valores da empresa (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)	Não evidencia os valores organizacionais, tampouco sua importância na proposição dos programas sociais	Evidencia os valores organizacionais, porém não como estes influenciam na proposição dos programas sociais	Evidencia os valores organizacionais e como estes contribuem na proposição dos programas sociais, por área.	Evidencia os valores organizacionais e como estes contribuem na proposição de cada programa social
		2) Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais (Haydel, 1989; Rizx; Dixon; Woodhead, 2008)	Não evidencia se realizou a avaliação das necessidades locais para a proposição dos programas sociais	Evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais, porém como foi realizada.	Evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais; e como contribuíram para proposição dos programas sociais, por área.	Evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais; e como contribuíram para proposição de cada programa social.
		8) Descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)	Não evidencia os pontos que requerem melhorias na atuação dos programas sociais	Evidencia a necessidade de melhorias nos programas sociais, mas não comenta quais	Revela pontos necessários para melhoria por área de atuação	Revela pontos necessários para melhoria por projeto social
		9) Descrição de programas sociais futuros e em andamento (Haydel, 1989; Naser; Nuseibeich, 2003)	Não evidencia quais serão os programas sociais a serem desenvolvidos no ano subsequente	Evidencia que continuará realizando os programas sociais mas não comenta quais serão	Evidencia por área de atuação a continuidade e/ou proposição de novos programas para o ano seguinte	Evidencia por projeto social aqueles que serão apoiados no ano seguinte bem como a proposição ou não de novos programas sociais

**Quadro 3 – Descrição das categorias por item evidenciado (continua página seguinte)**

(continuação quadro 3)

	DIMENSÃO	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
			RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
<b>ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE</b>	<b>Mensuração Ramanathan (1976)</b>	3) Descrição de objetivos e metas para os programas sociais (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)	Não evidencia os objetivos e metas dos programas sociais	Evidencia os objetivos dos programas sociais, no entanto, não o faz por área, tampouco por projeto	Evidencia os objetivos e metas por área de atuação dos programas sociais	Evidencia os objetivos e metas para cada projeto social
		4) Recursos financeiros alocados nos programas sociais (Naser; Nuseibech, 2003; Hammond; Miles, 2004)	Não evidencia os valores alocados para os programas sociais no exercício do relatório social	Evidencia que realizou alocações de recursos para os programas sociais, mas não revela seus valores	Evidencia a alocação de recursos financeiros por área de atuação dos programas sociais	Evidencia a alocação de recursos financeiros por área de atuação e por projeto social
		5) Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado (Gray; Kouhy; Lavers, 1995; Smith; Adhikari; Tondkar, 2005)	Não evidencia se possui programa de voluntariado, tampouco seu custo de organização	Evidencia que possui programa de voluntariado, porém não revela se sua organização possui custo para empresa	Evidencia que possui programa de voluntariado, comentando o seu custo por área de atuação.	Evidencia que possui programa de voluntariado, comentando o seu custo para cada projeto social
		6) Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais (Naser; Nuseibech, 2003)	Não evidencia se destinou recursos materiais para os programas sociais	Nevela que destinou recursos materiais, porém não sua quantia	Evidencia a destinação de recursos materiais, e seus valores por área de atuação.	Evidencia a destinação de recursos materiais, e seus valores por projeto social.

**Quadro 3 – Descrição das categorias por item evidenciado**  
(continua página seguinte)

(continuação quadro 3)

	DIMENSÃO	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
			RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
<b>ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE</b>	<b>Mensuração Ramanathan (1976)</b>	7) Resultados sociais obtidos nos programas sociais (Hammond; Miles, 2004)	Não evidencia os resultados obtidos nos programas sociais	Evidencia que alcançou os resultados esperados, mas não evidencia quais foram.	Evidencia os resultados alcançados por área de atuação.	Evidencia os resultados alcançados por projeto social.
		10) Projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais (Naser; Nuseibech, 2003)	Não evidencia quais serão os valores financeiros a serem alocados nos programas sociais para o ano subsequente	Revela que fará alocações de recursos financeiros aos programas sociais para o ano subsequente, porém não seus valores	Evidencia os valores financeiros a serem alocados para o ano subsequente por área de atuação.	Evidencia os valores financeiros a serem alocados para o ano subsequente por projeto social.
	<b>Padrão de Relatórios Ramanathan (1976)</b>	11) Distribuição do Valor Adicionado (Haydel, 1989; Hammond; Miles, 2004)	Não evidencia.	Evidencia somente o valor adicionado.	Evidencia a distribuição do valor adicionado, porém ser a verificabilidade por uma empresa de auditoria	Evidencia a distribuição do valor adicionado, com a verificabilidade por uma empresa de auditoria.
		12) Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social (Hammond; Miles, 2004)	Não possui informações sobre os programas sociais que patrocina, tampouco relatórios sociais	Disponibiliza informações sobre os programas sociais em sua página na rede mundial de computadores (internet) porém não possui relatório social	Os relatórios foram encaminhados via correio uma vez que não disponibilizou os relatórios na rede mundial de computadores (internet)	Disponibiliza os relatórios em sua página na rede mundial de computadores (internet)

**Quadro 3 – Descrição das categorias por item evidenciado**  
(continua página seguinte)

(continuação quadro 3)

ÍNDICE DE SOCIAL DISCLOSURE	DIMENSÃO	ITENS EVIDENCIADOS	CATEGORIAS			
			RESTRITO	BAIXO	MÉDIO	AMPLO
	<b>Padrão de Relatórios Ramanathan (1976)</b>	13) Frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social (Hammond; Miles, 2004)	Não possui uma política de divulgação que determine a periodicidade dos relatórios	Dispõe de uma política de divulgação, porém não menciona de forma explícita a periodicidade em que seus relatórios sociais são divulgados	Dispõe de uma política de divulgação que evidencia a frequência em que seus relatórios sociais são divulgados, porém ela está divulgada somente em sua <i>web page</i>	Possui uma política de divulgação que evidencia a frequência em que seus relatórios sociais são divulgados

Quadro 3 – Descrição das categorias por item evidenciado



Uma vez que as categorias teóricas buscam expressar a qualidade da informação prestada pelas empresas em análise, para realizar a análise quantitativa dos dados, usou-se uma escala do tipo *Likert*, de quatro pontos, para quantificar cada categoria teórica, permitir a análise estatística e ainda obter o índice de *social disclosure*.

Para Peterson (1994) uma escala é utilizada para possibilitar a discriminação entre indivíduos e/ou grupos, muito embora não haja nenhuma fundamentação teórica para sua determinação, isto é, se a mesma deve ser dicotômica, ou com 3, 4 ou mais pontos, por exemplo. Dessa forma, para o referido autor, a escala acaba por refletir a “experiência” ou intuição do pesquisador acerca do assunto tratado.

Considerando que a categorização possui quatro faixas para a determinação da qualidade da informação, tem-se a partir da quantificação dos treze itens, classificáveis na faixa entre restrita (1) a ampla (4), pela soma de seus resultados a obtenção do índice do *social disclosure*.

Dessa forma, as empresas analisadas a partir do índice ora proposto, poderão atingir o seguinte intervalo de pontuação: o mínimo de 13 pontos para as empresas que obtiverem todos os resultados restritos, e o máximo de 52 pontos para as empresas que obtiverem todos os resultados amplos.

Segundo Malhotra (2006) a utilização da escala do tipo *Likert* possui uma característica que permite o somatório de seus escores e conseqüentemente a obtenção de um escore total (índice), que por sua vez deve sujeitar-se a testes de confiabilidade e validação.

### **3.3.4 Teste empírico para validação da qualidade e da confiabilidade do índice de *social disclosure***

Em estudos que valem-se de escalas de mensuração e propõem um instrumento que mede determinado tipo de ação (atitude, evidenciação, etc) faz-se necessário que o mesmo seja submetido à testes de confiabilidade e validade (CRONBACH, 1951).

Os referidos testes são importantes à medida que poderão indicar se, o que se pretende medir de fato está sendo feito de modo consistente, isto é, se as variáveis/itens medidos estão livres de possíveis vieses, considerando os erros sistemáticos e aleatórios que poderão ser produzidos pelo instrumento de pesquisa.

Malhotra (2006, p.214) comenta que o erro total de medição de um instrumento se dá pela soma do *erro sistemático* – “que afeta a medida de forma constante, ou seja, da mesma forma todas as vezes em que uma medida é tomada” (erro intrínseco do instrumento de medição) e o *erro aleatório* – “surge de mudanças aleatórias”, que decorre, por exemplo, do problema de interpretação para classificação da informação na análise de conteúdo, uma vez que “tem um efeito diferente cada vez que a medida é tomada”.

Para tanto, os testes de confiabilidade e validade se fazem necessários para que se certifique quanto a robustez do instrumento de pesquisa e conseqüentemente dos resultados traduzidos e alcançados por ele.

Ainda segundo Malhotra (2006, p.214) a confiabilidade “refere-se quanto uma escala produz resultados consistentes se forem feitas medições repedidas [...] pode ser definida como o grau em que as medidas estão livres de erros aleatórios”.

Desse modo, foram realizados as três seguintes etapas, sendo as duas primeiras (a e b) relativas à validação (validade de conteúdo) e a terceira (c) relativa a confiabilidade interna do índice de *social disclosure*:

- a) **Pré-teste** – a partir dos direcionadores da coleta dos dados (dimensões) e os itens que o compõem, foi elaborado um formulário e submetido à avaliação de estudantes de mestrado como forma de avaliar a clareza e pertinência do mesmo, bem como eventuais contribuições qualitativas para cada item avaliado. Para avaliação da consistência interna dos itens – clareza e pertinência – foi obtido o Alfa de *Cronbach*;
- b) **Análise por juízes (especialistas)** – após o ajustes realizados no pré-teste, foram identificados a partir de busca por palavra-chave (evidenciação ou *disclosure*, evidenciação social ou *social disclosure*, contabilidade social corporativa ou *corporate social accounting*) realizada no *curriculum lattes* para identificação de especialistas. Após a análise dos resultados da busca, foram identificados dez especialistas na temática, os quais foram contatados previamente e convidados a avaliarem por meio de formulário (Apêndice C), os itens que compõem o índice quanto à sua clareza e pertinência. Nesta etapa, os referidos itens – clareza e pertinência – também foram avaliados quanto à sua consistência interna por meio do Alfa de *Cronbach*;

c) **Análise fatorial exploratória** – após a avaliação realizada pelos especialistas, bem como os ajustes decorrentes de suas contribuições, procedeu-se a coleta dos dados para que em etapa posterior os dados fossem submetidos à análise fatorial exploratória. Esta técnica permite identificar a interrelação entre as variáveis, sua consistência interna, bem como os fatores que caracterizam a identidade de variáveis comuns entre si. A análise fatorial exploratória permite identificar se há erro sistemático no índice, isto é, problemas que afetam sua mensuração de forma consistente (erro intrínscico). Antes de se proceder a análise fatorial exploratória, foi realizada análise de correlação entre as variáveis (correlação de *Pearson*) como etapa para identificar o sentido da mensuração dos itens bem como a consistência interna entre eles. Para isso foi adotado o valor de 0,30 como correlação necessária entre os itens (HAIR *et. al.*, 2005).

Após a exploração dos dados por meio da análise fatorial, foi realizado o teste para certificação da consistência interna por meio do *coeficiente alfa de Cronbach*, procedimento adequado para instrumentos que se utilizam de escala do tipo *Likert* (PETERSON, 1994; GLIEM; GLIEM, 2003; MALHOTRA, 2006). O *coeficiente alfa de Cronbach* pode ser descrito pela fórmula a seguir (CRONBACH, 1951):

$$\alpha = \frac{n}{n-1} \left( 1 - \frac{\sum V_i}{V_t} \right) \quad (2)$$

onde,

$\alpha$  = coeficiente alfa de *Cronbach*;

$n$  = número de itens (variáveis);

$i$  = refere-se ao item (variável);

$V_i$  = é a variância do *i-ésimo* item (variável);

$V_t$  = é variância total da escala;

O coeficiente alfa ( $\alpha$ ) obtido pelo teste proposto por Cronbach (1951) pode ser interpretado como uma proporção estimada de afinidade entre as variáveis, justificando assim sua utilização para identificar se o instrumento de mensuração ao conciliar  $n$  variáveis (itens) em seu conjunto mede o que se propõe.

Pasquali (2003, p.204) comenta que o alfa ( $\alpha$ ) de Cronbach (1951) pode ser interpretado como a medida que “a soma das variâncias dos itens individuais reduz”, espera-se em contrapartida, um aumento da variância que eles têm em comum, que na fórmula  $t$  é representada pela variância total da escala. Logo, a medida que a variância total da escala aumenta, há uma maior congruência entre os itens (consistência interna).

Por outro lado, ao realizar o teste busca-se identificar a variabilidade de um mesmo item/variável, sendo que a medida que este tiver uma menor variância em uma amostra, menor será o erro ocasionado por ele. Sendo o comportamento dos demais itens nesse sentido, maior será a consistência interna do instrumento.

Quanto à validade de uma escala, Malhotra (2006, p.215) afirma que “pode ser definida como o ponto até onde as diferenças em notas observadas de escala refletem as verdadeiras diferenças no que está sendo medido, em vez de erro sistemático ou aleatório”.

A validação será obtida por meio da validade de critério que, segundo Hair *et al.* (2005, p.203), “avalia se um construto tem o desempenho esperado em relação a outras variáveis identificadas como critérios significativos”. Para isso, foram identificados estudos anteriores para o apontamento dos determinantes do *social disclosure*, como forma de testar se são significativos quando confrontados com a mensuração realizada pelo instrumento de pesquisa proposto (índice de *social disclosure*).

A partir dos estudos anteriores foi possível identificar variáveis que podem ser consideradas fatores que determinam o nível de *social disclosure*, tais como: tamanho (T), setor (S), internacionalização (I), auditoria (D), fundos socialmente responsáveis (F) e alavancagem (A) (RIAHI-BELKAOUI; KARPIK, 1988; GRAY *et al.*; 2001; RICHARDSON; WELKER, 2001; CAMPBELL; MOORE; SHRIVES, 2006; CLARKSON *et al.*, 2008; REVERTE, 2008; BRANCO, RODRIGUES, 2008; SIMNETT; VANSTRAELEN; CHUA, 2009; MURCIA; SANTOS, 2009; CHIH; CHIH; CHEN, 2010; GAMERSCHLAG; MOELLER; VERBEETEN, 2011).

- *Tamanho da Empresa* (T) – será elaborada a partir de dois indicadores (a) logaritmo natural do total dos ativos e (b) logaritmo natural de receita operacional. Variável binária, sendo: (1) se a empresa tiver um ativo ou receita operacional superior à mediana da amostra, e (0) se a empresa tiver um ativo ou receita operacional inferior à mediana da amostra. O uso do logaritmo tem por

finalidade reduzir a heterocedasticidade do modelo (GRAY *et. al.*, 2001; RICHARDSON *et. al.*, 2001; REVERTE, 2008; MURCIA; SANTOS, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009; CHIH; CHIH; CHEN, 2010; GAMERSCHLAG; MOELLER; VERBEETEN, 2011);

- *Setor de Atuação (S)* – as empresas serão classificadas a partir das características que lhes conferem elevado impacto ambiental à sociedade. Para isso utilizou-se a denominação *sensíveis* e *não sensíveis*. Os *setores sensíveis* (alto impacto) são representados pelas indústrias de mineração, petrolífero e gás, químico, construção e fabricação de materiais, papel e celulose, metais, eletricidade, distribuição de gás e água (RICHARDSON; WELKER, 2001; BRANCO; RODRIGUES, 2008). Essa classificação justifica-se pelo fato de tais setores terem uma maior preocupação com a evidenciação dessa natureza, diante da exposição que possuem em razão dos impactos causados por sua atividade, diferenciando-as das demais;
- *Internacionalização (I)* – variável binária que avaliará se a empresa (1) possui ações emitidas fora de seu país de origem (Bolsa de Valores de Nova York – Nyse, Nasdaq ou Latibex), ou se as ações emitidas restringem-se ao mercado nacional, no caso Bovespa (0) (MURCIA, SANTOS, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009);
- *Auditoria (D)* – variável binária que avaliará se a empresa (1) teve o relatório anual auditado por uma das quatro maiores empresas de auditoria ou (0) se o relatório anual foi auditado por uma empresa de auditoria não participante do grupo das quatro maiores (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003; MURCIA, SANTOS, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009);
- *Fundos Socialmente Responsáveis (F)* – variável binária que avaliará se a empresa (1) é listada em fundos socialmente responsáveis – na BM&FBOVESPA ou na Nyse (0) para empresas não listadas em fundos socialmente responsáveis (MURCIA; SOUZA, 2009)
- *Alavancagem (A)* – representada pela relação entre dívida financeira total sobre o patrimônio líquido ao final de cada ano. Sua inclusão se deve em decorrência de evidências que apontam que empresas com maior nível de endividamento possuem um maior nível de *social disclosure*, sendo esta variável utilizada

como instrumento de redução dos custos de agência (BELKOUÏ; KARPIK, 1988; CLARKSON *et. al.* 2008). Muito embora controversa, essa relação (alavancagem e nível de *social disclosure*) foi significativa em estudos anteriores (RICHARDSON; WELKER, 2001; CLARKSON *et. al.*, 2008; MURCIA; SOUZA, 2009).

Considerando as variáveis explanatórias mencionadas, a equação (3) apresenta o modo como será realizada a validação do índice de *social disclosure*, que será estimado como “*pooled regression*”<sup>26</sup>:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 T_{it} + \beta_3 S_i + \beta_4 I_{it} + \beta_5 D_{it} + \beta_6 F_{it} + \beta_7 A_{it} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

onde:

$Y_{it}$  = índice de *social disclosure* da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

$T_{it}$  = tamanho da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

$S_i$  = setor da  $i$  – *ésima* empresa;

$I_{it}$  = internacionalização da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

$D_{it}$  = auditoria da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

$F_{it}$  = fundos socialmente responsáveis da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

$A_{it}$  = alavancagem da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

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

$\beta_i$  = coeficientes das variáveis explanatórias,  $i = 1, \dots, 7$ .

Espera-se que os coeficientes  $\beta_i$ ,  $i = 1, \dots, 7$ , sejam positivos dado que estes determinam o nível de *social disclosure*.

Cabe destacar que a variável – alavancagem (A) – não tem sido comumente explorada em relação ao *social disclosure*, porém no teste de validação do índice de *social disclosure* proposto Richardson e Welker (2001), a mesma revelou-se significativa em relação a esta variável. A justificativa para a inclusão dessa variável em modelos dessa natureza se deve ao fato, segundo Clarkson *et al.* (2008) e Murcia e Souza (2009), que empresas com maior endividamento são demandadas por maior

<sup>26</sup> “*Pooled regression*” é uma regressão em que as observações utilizadas são uma combinação de dados em séries temporais com dados seccionais.

*disclosure*, o que por sua vez traz melhorias em suas práticas de evidenciação voluntária, incluindo as de natureza social.

Não obstante tais estudos demonstrarem significância entre as variáveis de evidenciação social e alavancagem, seu sentido é controverso e ainda há estudos que não encontraram significância entre as variáveis (REVERTE, 2008).

O resultado decorrente da equação (3) irá permitir a constatação da validação do índice de *social disclosure*, se as variáveis utilizadas para o teste foram significativas. O quadro 4, resume os determinantes do *social disclosure* bem como sua justificativa.

Determinantes	Código da Variável	Justificativa
Tamanho da Empresa	T	Estudos anteriores demonstraram que o tamanho da organização é um fator determinante para o aumento de informações sócio-ambientais. A justificativa para que o tamanho seja um determinante para o aumento de informações é o fato de empresas maiores terem maior exposição na sociedade, bem como seu custo adicional para o aumento de informações ser menor que as demais empresas. Desse modo, é de se esperar que à medida que a empresa seja considerada acima da mediana da amostra ela tenha maior nível de evidenciação social (GRAY <i>et al.</i> , 2001; McWILLIAMS, SIEGEL, 2000; REVERTE, 2008, BRANCO; RODRIGUES, 2008; MURCIA; SANTOS, 2009).
Setor de Atuação	S	Estudos anteriores demonstram que o setor de atuação da empresa é um fator que determina o que e o quanto é evidenciado pela organização. Esse sentimento está relacionado principalmente às empresas que possuem alto impacto ambiental ou estão mais sensíveis ao julgamento da opinião pública. Para Simnet, Vanstraelen e Chua (2009) o aumento de informações sociais em empresas de alto impacto ambiental está relacionado a busca de maior confiabilidade com o público externo (CAMPBELL; MOORE; SHRIVES, 2006; CLARKSON; LI; RICHARDSON; VASVARI, 2008; BRANCO; RODRIGUES, 2008; REVERTE, 2008; SIMNET; VANSTRAELEN; CHUA, 2009; CHIH; CHIH; CHEN, 2010).
Internacionalização	I	A busca pela captação de recursos com taxas mais atrativas fora do país faz com que as empresas melhorem suas práticas de evidenciação como forma que tornarem-se mais transparentes (MURCIA; SOUZA, 2009, MURCIA; SANTOS, 2009; HOLM; SCHOLER, 2010).
Auditoria	D	As maiores empresas de auditoria influenciam na qualidade do <i>disclosure</i> à medida que fazem com que as empresas por elas auditadas divulguem mais informações (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003; MURCIA, 2009). Muito embora as informações sociais em sua grande parte não sejam passíveis de auditoria obrigatória, as empresas que tem seus relatórios auditados pelas quatro maiores empresas de auditoria podem transmitir maior credibilidade em suas práticas de prestação de contas, afetando por sua vez a análise do usuário externo quanto à qualidade e a confiabilidade das informações sociais (SIMNET; VANSTRAELEN; CHUA, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009)
Fundos Socialmente Responsáveis	F	Na busca de práticas socialmente responsáveis aliado a listagem em fundos considerados socialmente responsáveis como o índice de sustentabilidade empresarial da BM&FBOVESPA, as empresas revêm práticas internas, inclusive, aquelas que dizem respeito à maior evidenciação de seus programas sociais (SIMNET; VANSTRAELEN; SIMNET, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009).
Alavancagem	A	Evidências apontam que empresas com maior endividamento são demandadas por maior <i>disclosure</i> , o que por sua vez traz melhorias em suas práticas de evidenciação voluntária, incluindo as de natureza social (CLARKSON <i>et al.</i> 2008; MURCIA; SOUZA, 2009).

**Quadro 4 – Determinantes do social disclosure: código e justificativa**



### 3.4 MODELOS E VARIÁVEIS ESTATÍSTICAS E ECONOMÉTRICAS

Para elaboração do modelo econométrico que irá testar se há relação entre nível de *social disclosure* e custo de capital próprio, a primeira (variável independente) foi estimada pelo índice de *social disclosure* descrito na seção anterior, enquanto que, a variável dependente – custo de capital próprio – foi ajustado ao risco pelo modelo CAPM, originalmente proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965), considerando os fatores de referência para precificação em empresas brasileiras, como descrito a seguir:

$$R_i = R_f + \beta_i * (R_m - R_f) \quad i = 1, 2, \dots, p \quad (4)$$

onde:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_m)}{VarR_m} \quad i = 1, 2, \dots, p \quad (5)$$

Portanto, a equação (4) valendo-se do  $\beta_i$  da equação (5) fica assim definida:

$$R_i = R_f + \frac{Cov(R_i, R_m)}{VarR_m} * (R_m - R_f) \quad i = 1, 2, \dots, p \quad (6)$$

onde:

$R_i$  = taxa de retorno em reais da *i* – *ésima* ação (empresa);

$R_f$  = taxa de retorno livre de risco (*Certificado de Depósito Interbancário*);

$R_m$  = retorno do portfólio de mercado (*m*) de referência (*Ibovespa*);

$\beta_i$  = coeficiente beta da *i* – *ésima* ação, que representa o risco sistemático.

Os betas ( $\beta$ ) de cada empresa foram obtidos a partir do sistema Economática®, para um período compreendido de 12 meses anteriores à data analisada (ALENCAR, 2005; ALENCAR, 2007; FREGNANI; FANECO; FAMÁ, 2008; ROVER; MURCIA, 2010). Apesar do uso do beta ( $\beta$ ) para um período de 60 meses normalmente ser recomendável, em razão de minimizar eventuais alterações pontuais no mercado, não foi possível em virtude de parte das empresas componentes do estudo não terem ações negociadas pelo período ora mencionado.

Os retornos das ações ( $R_i$ ) e do portfólio de mercado ( $R_m$ ) foram calculados mensalmente a partir de suas cotações em reais conforme a seguir:

$$R_i = \ln \frac{p_{it}}{p_{it-1}} \quad (7)$$

onde:

$R_i$  = taxa de retorno em reais da  $i$  – *ésima* ação (empresa);

ln = logaritmo natural;

$p_{it}$  = preço da  $i$  – *ésima* ação no momento  $t$ ;

$p_{it-1}$  = preço da  $i$  – *ésima* ação no momento  $t-1$ .

$$R_m = \ln \frac{I_t}{I_{t-1}} \quad (8)$$

onde:

$R_m$  = retorno do portfólio de mercado ( $m$ ) de referência (*Ibovespa*);

ln = logaritmo natural;

$I_t$  = índice Bovespa no momento  $t$ ;

$I_{t-1}$  = índice Bovespa no momento  $t-1$ .

Uma vez que foram utilizadas séries temporais, nas quais os valores que compõem o cálculo do custo de capital próprio serão objeto de comparação no tempo, os preços das ações ( $p_{it}$ ) e o Índice Bovespa foram ajustados pelo índice de inflação IGP-DI/FGV do período. A escolha do IGP-DI/FGV se deve pelo fato deste índice ser obtido no transcorrer do período mensal (do 1º ao último dia do mês), período coincidente com a cotação média e retorno das ações.

Já a taxa livre de risco foi ajustada a partir da equação de Fisher como segue:

$$R_f^* = \frac{1 + R_m}{1 + j_t} - 1 \quad (9)$$

onde:

$R_f^*$  – taxa de retorno real do ativo livre de risco;

$R_{nt}$  – taxa de retorno nominal (CDI) do ativo livre de risco no período  $t$ ;

$j_t$  – taxa de inflação no período  $t$  (IGP-DI/FGV).

Considerando as hipóteses levantadas e as pesquisas acerca da prestação de contas e evidenciação, espera-se que à medida que ocorram maiores esclarecimentos acerca dos critérios de alocação de recursos em programas sociais, esse comportamento provoque uma redução na assimetria informacional, que assim produziria um círculo virtuoso no qual: maior evidenciação, menor o risco e custo de captação de recursos (GRAY *et al.*, 2001; PODDI; VERGALLI, 2009).

Para tanto, a partir dos objetivos da pesquisa, o modelo pode ser estimado conforme a equação 10, que foi estimada utilizando-se dados em painel:

$$Y_{it} = \alpha + \gamma X_{it} + \delta' Z_{it} + u_{it} \quad (10)$$

onde:

$Y_{it}$  – é a variável custo de capital próprio;  $\alpha$  é a constante da regressão;  $\gamma$  é o coeficiente associado a  $X_{it}$  – é a variável *social disclosure*, que é composta a partir do índice de *social disclosure*, que irá representar o nível de *social disclosure* dos relatórios anuais das empresas ora avaliados (dimensões: avaliação, mensuração e padrão de relatórios);  $u_{it}$  é o erro aleatório da regressão, sendo  $u_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ ;  $\delta$  é um vetor coluna 6 x 1 de coeficientes das variáveis de controle e  $Z_{it}$  é um vetor coluna 6 x 1 das variáveis de controle, cujos componentes são:

- *Tamanho da Empresa* (T) – elaborado a partir de dois indicadores (a) logaritmo natural do total dos ativos e (b) logaritmo natural de receita operacional. Variável binária, sendo: (1) se a empresa tiver um ativo ou receita operacional superior à mediana da amostra, e (0) se a empresa tiver um ativo ou receita operacional inferior à mediana da amostra. O uso do logaritmo tem por finalidade reduzir a heterocedasticidade do modelo;
- *Razão entre valor patrimonial e valor de mercado (book-to-market – B/M)* (B) – esta variável tem por objetivo mensurar o conservadorismo contábil pela razão entre valor patrimonial e valor da ação. À medida que o valor patrimonial encontra-se em patamares inferiores ao valor de mercado demonstra, implicitamente, menores riscos assumidos e maiores oportunidades de

crescimento. Este indicador foi estimado de forma inversa, como disponibilizado no sistema Economatica®.

- *List (L)* – variável binária que avaliou se a empresa (1) participa de fundos caracterizados como socialmente responsáveis (0) não participa de fundos caracterizados como socialmente responsáveis;
- *Internacionalização (I)* – variável binária que avaliou se a empresa (1) possui ações emitidas fora de seu país de origem (Bolsa de Valores de Nova York – Nyse, Nasdaq ou Latibex), ou se as ações emitidas restringem-se ao mercado nacional, no caso Bovespa (0);
- *Efeito da alteração na legislação societária (E)* – as alterações promovidas na lei das sociedades por ações, por meio das leis 11.638/2007 e 11.941/2009, devem promover variações no resultado das empresas se comparado com o período anterior a sua promulgação. Para tanto foi utilizada uma variável binária que classificou o período anterior a 2008 como (0) e o período de 2008 em diante como (1);
- *Alavancagem (A)* – representada pela relação entre dívida financeira total sobre o patrimônio líquido, ao final de cada ano. Sua inclusão se deve em decorrência de que em princípio um maior endividamento por parte das empresas gera uma maior percepção ao risco, ocasionando por sua vez um maior custo de capital por parte das empresas.

Para Baumann e Nier (2004), Silveira, Barros e Famá (2005) e De Medeiros e Silveira (2007), as variáveis de controle são inseridas no modelo para dar maior segurança e robustez aos resultados encontrados, assegurando que os mesmos ocorram efetivamente em decorrência de tais variáveis e não de outros itens que foram omitidos no modelo, sobretudo de forma que o termo de erro da regressão não capture variáveis que estejam correlacionadas com o teste ora realizado (custo de capital e *social disclosure*, neste caso).

As variáveis de controle – tamanho, razão entre valor patrimonial e valor de mercado e alavancagem tiveram seus valores ajustados pelo índice de inflação IGP-DI/FGV do período.

O quadro 5 a seguir, resume as variáveis de controle, o código atribuído para composição do modelo econométrico, bem como a justificativa e o sinal esperado de seus respectivos coeficientes.

Variáveis de Controle	Código da Variável	Justificativa
Tamanho da Empresa	T	Estudos anteriores demonstraram que empresas maiores tendem a conseguirem captar recursos a custos mais reduzidos (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; HAIL, LEUZ, 2006; ALENCAR, 2007). Para Diamond e Verrecchia (1991) quanto maior o tamanho da empresa, esta tem a capacidade de atrair a atenção de investidores institucionais e ainda captar recursos a custos menores. Apesar dessa expectativa, vale ressaltar que em pesquisas anteriores ao utilizarem amostras de empresas brasileiras essa relação, tamanho menor custo de capital, não foi corroborada, porém foram significativas (ALENCAR; LOPES, 2005; COSTI; SOARES, 2008). Contudo, espera-se que tamanho da empresa e custo de capital apresentem-se negativamente correlacionados.
Razão entre valor patrimonial e valor de mercado (B/M)	B	Testado originalmente por Fama e French (1992), indica que à medida que o valor patrimonial encontra-se em patamares inferiores ao valor de mercado, menores riscos são assumidos, diminuindo o custo de capital. Apesar de corroborado por estudos como, por exemplo, de Hail e Leuz (2006) e Alencar (2007); no Brasil pesquisa realizada por Fregnani, Faneco e Famá (2008), não corrobora essa tendência. Apesar de controverso, espera-se que o sentido entre a razão valor de mercado/valor patrimonial e custo de capital próprio seja positivo.
List	L	O sentido entre desempenho econômico e adesão à fundos socialmente responsáveis de antemão não é claro. Há estudos que indicam o aumento de organizações aderindo a esses tipos de carteiras, entretanto, sua relação com maior desempenho econômico ainda é controverso (REZENDE <i>et al.</i> , 2007; NOSSA; CEZAR; NOSSA, 2008; BECCHETTI; CICIRETTI; HASAN, 2009). No caso específico do custo do capital próprio, Silva e Quelhas (2006) corroboraram que as empresas ao aderir aos padrões de sustentabilidade reduzem o risco corporativo medido pelo risco sistemático, ocasionando uma redução no custo de capital e aumentando o valor econômico. Desse modo, espera-se que o sentido entre a adesão à fundos socialmente responsáveis e custo de capital próprio seja inverso.
Internacionalização	I	Stulz (1999) afirma que empresas ao captarem recursos em mercados internacionais tornam-se mais sensíveis à avaliação de investidores externos, refletindo-se por sua vez na precificação de seus ativos. Como consequência dessa internacionalização, tais empresas buscam melhorias em seu sistema de governança e <i>disclosure</i> em face da maior competitividade, impactando em seu custo de capital em virtude de uma redução no risco não sistemático (STULZ, 1999; BRUNI, 2002; ALENCAR, 2007; ROVER; MURCIA, 2010). Desse modo, espera-se que o sentido entre internacionalização e custo de capital próprio seja inverso.
Efeito da alteração na legislação societária	E	Os efeitos em decorrência do processo de convergência internacional no Brasil nos demonstrativos contábeis ainda não são conhecidos. Com a promulgação das leis 11.638/2007 e 11.941/2009 mudanças substanciais no reconhecimento e mensuração dos ativos e passivos foram propostos, o que por sua vez traz impactos no modo em que as empresas mensuram o resultado do exercício. Diante do desconhecimento até o momento desses efeitos, não é possível antecipar, a priori, se estes terão impacto no custo de capital próprio das empresas, e tampouco o seu sentido.
Alavancagem	A	Espera-se que a relação entre alavancagem e custo de capital próprio seja positiva, uma vez que à medida que a empresa esteja mais endividada, provoca por parte do investidor uma reação por desejar uma maior remuneração pelo capital alocado uma vez que estaria propenso a um maior risco (RICHARDSON; WELKER, 2001; ALENCAR; LOPES, 2005; ALENCAR, 2007).

Quadro 5 – Variáveis de controle: código e justificativa

### 3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

O presente estudo possui as seguintes limitações, originárias por conta de seu objetivo e de sua operacionalização:

Em razão do escopo do estudo, o objetivo de elaboração do índice de *social disclosure*, busca avaliar somente informações quanto aos programas sociais externos realizados por empresas brasileiras contidos nos relatórios sociais. Nesse sentido, há informações sociais que não são capturadas pelo índice em razão desse objetivo, bem como pela fonte utilizada para coleta dos dados, primordialmente os relatórios anuais e de sustentabilidade.

Quanto ao processo de validação do índice de *social disclosure* foram identificadas as principais variáveis que influenciam no nível desse tipo de evidenciação como forma de confirmar a consistência do indicador proposto. Porém, há outras variáveis que não foram consideradas em razão da falta de ocorrência em estudos anteriores, como por exemplo, origem do país controlador, bem como variáveis internas que são de difícil mensuração como cultura organizacional, por exemplo, as quais podem exercer um papel relevante no nível de evidenciação.

A escolha por um índice que retratasse o nível de *social disclosure* fez com que o mesmo incorporasse uma escala não-dicotômica, o que por sua vez, abre espaço para uma maior subjetividade na classificação da informação ora coletada, provocando eventuais vieses do pesquisador. Os resultados da pesquisa levam consigo as limitações e críticas do modelo de precificação de ativos escolhido (CAPM).

No período ora escolhido, 2005 a 2009, dois importantes fatos ocorreram: o primeiro diz respeito às mudanças provocadas pelas Leis 11.638/2007 e 11.941/2009 que alteraram substancialmente itens de registro e mensuração dos ativos e passivos nas empresas brasileiras, provocando por consequência, impacto no resultado do exercício das empresas, o que por sua vez pode ter refletido no retorno desses ativos. O segundo foi a crise econômica ocorrida a partir de setembro de 2008, também conhecida como crise dos *subprime*, que causou uma quebra no preço dos ativos avaliados.

## 4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este item foi dividido em duas seções: a primeira diz respeito aos testes de confiabilidade e validação do índice de *social disclosure*, enquanto que a segunda seção é destinada à análise dos resultados.

### 4.1 TESTES DE CONFIABILIDADE E VALIDAÇÃO DO ÍNDICE DE *SOCIAL DISCLOSURE*

Antes de se proceder à análise dos resultados, faz-se necessário que o índice ora utilizado seja submetido aos testes de confiabilidade e validação, com o propósito de certificar-se que as variáveis/itens medidos estão livres de possíveis vieses, considerando os erros sistemáticos e aleatórios que poderão ser produzidos pelo instrumento de pesquisa.

#### 4.1.1 Pré-teste de clareza e pertinência com alunos de pós-graduação *stricto sensu*

Considerando as etapas necessárias para a validação do índice de *social disclosure*, a primeira analisada é o pré-teste. O objetivo da realização do pré-teste com os alunos de pós-graduação *stricto sensu* é o de identificar se os itens contidos no índice de *social disclosure* possuíam clareza, bem como pertinência, estando alinhados aos objetivos da pesquisa. Participaram do pré-teste um total de 12 alunos do mestrado em Ciências Contábeis do Programa Multiinstitucional e Inter-regional UnB/UFPB/UFRN.

Para avaliar os itens – clareza e pertinência – o formulário possuía uma escala de 0 a 10, onde zero representa pouca clareza ou pertinência e dez representa total clareza ou pertinência.

Para aferir os itens avaliados no pré-teste (clareza e pertinência) foi realizado o teste de Alfa de *Cronbach*. Para o item clareza foi excluído um participante e do item pertinência foram excluídos três participantes, por não terem respondido a todas as questões avaliadas. Os resultados são demonstrados na tabela a seguir.



**Tabela 2 - Resultado do teste de consistência interna no pré-teste com alunos de mestrado**

Item Avaliado	Alfa de Cronbach
Clareza	0,969276266
Pertinência	0,954851752

Os resultados apresentados são considerados como excelentes, pois o Alfa de Cronbach tanto para clareza como para pertinência estão acima de 0,90 (HAIR *et. al.*, 2009). Porém há que se analisar com reservas esses resultados, sobretudo, quanto à pertinência dos itens uma vez que os respondentes não são especialistas no assunto.

No entanto, ainda no que diz respeito à pertinência dos itens, algumas sugestões foram realizadas, tais como: agrupamento dos itens 7 (valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado) e 8 (valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas).

Quanto à clareza, o principal comentário foi quanto à dificuldade na identificação da dimensão (direcionadores da coleta de dados – avaliação, mensuração e padrão de relatórios) para com os itens. Essa dificuldade já era esperada em razão da abrangência conceitual que cada item possui, bem como sua característica, posto que alguns itens podem carregar aspectos tanto de natureza qualitativa (avaliação) como de natureza quantitativa (mensuração) da informação social. Além disso, foram incorporadas sugestões quanto ao *layout* do formulário de modo a torná-lo mais inteligível ao respondente, que na etapa seguinte foi realizada por especialistas.

#### **4.1.2 Análise de juízes (especialistas)**

Após a realização dos ajustes sugeridos no pré-teste, foi realizado contato com os dez especialistas, que realizariam a análise quanto à clareza e pertinência dos itens, e como estes deveriam ser agrupados, considerando-se as dimensões: avaliação, mensuração e padrão de relatórios.

Dos dez especialistas contatados, houve o retorno de três formulários, sendo que um foi descartado em razão da impossibilidade de sua utilização dado que o respondente retornou o questionário sem avaliar, por item, os aspectos quanto à clareza e relevância, anotando nas observações gerais questionamentos quanto à mensuração de cada item que deveria ser avaliado. Nos formulários respondidos foi realizado o teste

Alfa de *Cronbach*, para identificação de sua adequação e consistência interna, como demonstrado na tabela a seguir.

**Tabela 3 – Resultado do teste de consistência interna na análise dos juízes (especialistas)**

Item Avaliado	Alfa de <i>Cronbach</i>
Clareza	0,72974537
Pertinência	0,820790816

Como esperado, os resultados do Alfa de *Cronbach* são inferiores àqueles obtidos na fase de pré-teste, mas encontram-se em nível satisfatório (acima de 0,70) no que diz respeito à clareza dos itens, e em nível bom para a pertinência destes (acima de 0,80). Nesta etapa não foram incorporadas sugestões qualitativas uma vez que não foram realizadas pelos especialistas.

Considerando os resultados obtidos, procedeu-se, a posteriori, a fase de coleta dos dados para que em momento subsequente, fossem realizadas as etapas da análise fatorial exploratória e análise confirmatória por meio dos determinantes do *social disclosure*.

#### **4.1.3 Análise fatorial exploratória do índice de *social disclosure***

A utilização da análise fatorial exploratória nesta etapa consiste em identificar a interrelação entre os itens contidos no índice de *social disclosure*, sua consistência interna, bem como os fatores que caracterizam a identidade dos itens comuns entre si, isto é, o agrupamento dos itens de mesma característica.

Segundo Hair *et. al.* (2009), um dos primeiros aspectos para a realização da análise fatorial exploratória é o exame entre o número de observações por variável/item. Para tanto, é recomendável que essa relação seja de pelo menos cinco observações para cada variável/item. Uma vez que para o período de 2005 a 2007, tem-se a existência de 81 observações e 83 observações para os anos de 2008 e 2009, essa relação foi alcançada (2005 a 2009 – mais 6 observações por item/variável).

Uma etapa posterior é a realização de testes de esfericidade de *Bartlett*, que identifica se há presença de correlações entre as variáveis (p-valor <0,05) e o teste de *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) que indica o grau de explicação dos dados (p-valor >0,70) (HAIR *et. al.*, 2009).

Tabela 4 – Testes de KMO e Esfericidade de Bartlett para o período de 2005 a 2009

Ano	Kaiser-Meyer-Olkin Measure (KMO) of Sampling Adequacy	Teste de Esfericidade de Bartlett
2005	0,844747343	0,00
2006	0,805550416	0,00
2007	0,817322107	0,00
2008	0,862583965	0,00
2009	0,867480060	0,00

Os resultados apresentados na tabela 4 indicam que é significativa a presença de correlações entre as variáveis (p-valor <0,05) bem como é adequado o grau de explicação dos dados para a realização da análise fatorial, uma vez que todos estão acima de 0,80.

Considerando os resultados do teste de KMO, verifica-se um melhor ajustamento dos dados para os anos de 2005 (0,8447), 2008 (0,8625) e 2009 (0,8674), os quais serão utilizados como base para a realização do teste MSA – medida de adequação da amostra, e para análise fatorial exploratória.

O teste MSA – medida de adequação da amostra – identifica o grau inter-correlações entre as variáveis, e foi realizado para cada item do índice de *social disclosure* para os anos de 2005, 2008 e 2009. Para esse teste, consideram-se aceitáveis resultados superiores a 0,50 (HAIR *et. al.*, 2009).

**Tabela 5 – Teste de medida de adequação da amostra (MSA) para os anos de 2005, 2008 e 2009**

Itens	Medida de adequação da amostra (MSA)		
	2005	2008	2009
VAR001 – relação dos programas sociais com os valores da empresa	0,882	0,852	0,839
VAR002 – Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais	0,865	0,923	0,913
VAR003 – descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais	0,835	0,882	0,878
VAR004 – descrição dos programas sociais futuros e em andamento	0,827	0,847	0,921
VAR005 – descrição de objetivos e metas para os programas sociais	0,837	0,909	0,888
VAR006 – recursos financeiros alocados nos programas sociais	0,875	0,876	0,868
VAR007 – valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado	0,823	0,911	0,894
VAR008 – valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais	0,796	0,842	0,894
VAR009 – resultados sociais obtidos nos programas sociais	0,883	0,879	0,869
VAR010 – projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais	0,722	0,769	0,802
VAR011 – distribuição do valor adicionado	0,86	0,643	0,811
VAR012 – disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social	0,769	0,737	0,719
VAR013 – frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social	0,659	0,69	0,555

Os resultados do teste MSA, apresentados na tabela 5, revelam um bom ajustamento individual dos itens, que em sua maioria possuem valores individuais acima de 0,70. Somente para o item – *frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social* – é que apresentou-se resultados entre 0,55 e 0,69, mas ainda adequados para a realização da análise fatorial exploratória. Corroborando o bom ajustamento entre os itens foi elaborada a correlação parcial de *Pearson* para os anos de 2005, 2008 e 2009, com um significância obtida entre 1% e 5% (vide Apêndices D, E e F).

Considerando os resultados dos testes anteriores (Esfericidade de Bartlett, KMO, MSA, correlação de *Pearson*) os mesmos são considerados como adequados para a realização da análise fatorial exploratória.

Nessa etapa, a análise fatorial exploratória permitirá identificar estruturas comuns a partir das características de cada item que avalia e mensura o nível de *social disclosure*, sua capacidade de explicação e importância no conjunto que forma o índice

final. É a partir deste que se determinará a confiabilidade dos itens em conjunto, por meio de sua carga fatorial e alocação entre os fatores para os anos em análise.

Para a extração dos fatores foi utilizado o critério de raiz latente (Kaiser) com autovalores maiores que 1,0, rotação Varimax e a inclusão de cargas fatoriais maiores de 0,40 (HAIR *et. al.*, 2009).

Itens	Fatorial Ano/2005			Fatorial Ano/2008			Fatorial Ano/2009		
	1	2	3	1	2	3	1	2	3
VAR001	0,63	0,498		0,891			0,828		
VAR002	0,73			0,799			0,638		
VAR003	0,783				0,644			0,783	
VAR004	0,646			0,618	0,452		0,434	0,679	
VAR005	0,787			0,76			0,618	0,592	
VAR006	0,543	0,48		0,66			0,556		
VAR007		0,722		0,491			0,615		
VAR008		0,8		0,434			0,616		
VAR009	0,583	0,483		0,863			0,819		
VAR010		0,433			0,82			0,794	
VAR011	0,477		0,418			0,682	0,501		-0,409
VAR012			0,809			0,776			0,675
VAR013			0,727			0,617			0,825

Extraction Method: Principal Component Analysis.

Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.

#### Quadro 6 – Composição dos fatores para os anos de 2005, 2008 e 2009

A partir da composição dos fatores verifica-se estabilidade e consistência de oito itens, considerando sua carga fatorial (acima de 0,40) e seu enquadramento em todos os anos no mesmo fator. São estes:

- **Fator 1:** var001 – relação dos programas sociais com os valores da empresa; var002 – avaliação das necessidades locais; var005 – descrição de objetivos e metas para os programas sociais, var006 – recursos financeiros alocados nos programas sociais e var009 – resultados sociais obtidos nos programas sociais;
- **Fator 2:** var010 – projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais;
- **Fator 3:** var012 – disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social e var013 – frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social.

A partir da análise dos itens que compõem o fator 1, a característica predominante que os agrupam neste fator é o fato de que a informação está atrelada a um momento passado (*informações passadas*), ao passo que o fator 2, neste primeiro

momento formado somente por um item/variável ter como característica uma informação atrelada a um momento futuro (*prospecções de ações futuras*) e por fim o fator 3 está relacionado a aspectos formais da divulgação da informação (*acessibilidade*), isto é, disponibilidade e frequência.

Dessa forma, poder-se-á rotular o fator 1 como *informações passadas* – expressão que melhor representa o conjunto de informações sociais que trazem consigo, uma vez que carrega aspectos preponderantemente atrelados a fatos passados ou já ocorridos.

Já o fator 2 será rotulado como *prospecções de ações futuras*, indicando que as informações ali descritas possuem, preponderantemente, aspectos atrelados a fatos futuros ou que deverão acontecer, enquanto que o fator 3, que carrega consigo itens que indicam aspectos formais na prestação de contas, isto é, o momento e a forma de disponibilização dessa informação, será rotulado como *acessibilidade*.

Para os itens que tiveram suas cargas fatoriais divididas em dois fatores distintos durante o período analisado (var003, var004, var007, var008 e var011), e sua classificação no fator 1 ou 2 ou 3, serão levados em consideração sua carga fatorial, a característica do fator, bem como seu comportamento (resultado) para os períodos em análise.

O item *descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais* (var003), foi classificado no ano de 2005 no fator 1 (carga fatorial = 0,783) e para os anos de 2008 e 2009 no fator 2 (carga fatorial = 0,644 e 0,783, respectivamente).

Sob o ponto de vista qualitativo, este item possui como característica a evidenciação de informações preditivas ou atreladas a um momento futuro, uma vez que trata-se da análise das ações necessárias que a empresa irá realizar para melhorar suas ações sociais no ano subsequente, o que indicaria sua inclusão no fator 2.

Analisando os resultados obtidos para esse item para o ano de 2005 o mesmo teve entre médio e amplo uma frequência total de 3,7%, enquanto que para o ano de 2008 (8,5%) e para 2009 (7,2%).

Pode-se constatar que, as empresas passaram a ter uma maior divulgação nos anos de 2008 e 2009, o que por sua vez indica uma melhor explicação deste item quanto à obtenção de informações atreladas às ações futuras no sentido de melhorar os

resultados dos programas sociais, justificando a alteração do fator 1 em 2005 para o fator 2 para os anos de 2008 e 2009.

Considerando sua característica qualitativa, sua tendência e resultados encontrados para os anos de 2008 e 2009, o item *descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais* (var003), será classificado no fator 2 – *prospecções de ações futuras*.

O item *descrição dos programas sociais futuros e em andamento* (var004), foi classificado no ano de 2005 no fator 1 (carga fatorial = 0,646), 2008 no fator 1 (carga fatorial = 0,618) e no fator 2 (carga fatorial = 0,452) e no ano de 2009 no fator 1 (carga fatorial = 0,434) e no fator 2 (carga fatorial = 0,679).

Sob o ponto de vista qualitativo, este item possui preponderantemente um aspecto preditivo relacionado a ações sociais que serão realizadas no ano seguinte, muito embora também contenha aspectos das ações direcionadas para as ações sociais já em andamento.

O resultado desse item para o ano de 2005 é de 59% com uma tendência restrita, isto é, não existe informação a respeito das ações sociais que serão realizadas. Essa tendência diminui para os anos de 2008 (53%) e 2009 (50,60%), justificando uma maior carga fatorial para o ano de 2009 no fator 2, uma vez que há uma maior nível de evidenciação e, portanto, explicação sobre as ações futuras dos programas sociais patrocinados.

Os itens *valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado* (var007) e *valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais* (var 008), revelam cargas fatoriais no segundo fator em 2005 e no primeiro fator para os anos 2008 e 2009.

Ocorre que, para o ano de 2005 é o momento de toda série, considerando 2008 e 2009, em que há uma maior concentração desse tipo de informação classificada como uma tendência restrita (var007 – 35,8%; var008 – 59,3%), enquanto que, para os anos de 2008 e 2009 essa tendência diminui (var007 – 30,1% e 31,3% e var008 – 51,8% e 50,6%, 2008 e 2009 respectivamente).

Como a classificação “restrito” é a ausência da informação avaliada, verifica-se que há uma melhor qualidade da informação para os anos de 2008 e 2009, possibilitando dessa forma uma melhor aferição de suas características.

Considerando que os itens var007 e var008 possuem preponderantemente uma característica de informações relacionadas à eventos passados, e que as cargas fatoriais para os anos de 2008 e 2009 são significativas e encontram-se no fator 1, estas deverão permanecer classificadas na dimensão – *informações passadas*.

Por fim o item – *distribuição do valor adicionado* (var011) – inicialmente classificado na dimensão/direcionador – padrão de relatórios – o resultado de sua carga fatorial para o ano de 2005 foi positiva no fator 3, entretando, para o ano de 2009, sua carga fatorial foi negativa para este mesmo fator. Isso representa um sentido contrário, ao menos para o ano de 2009, entre o item ora avaliado se comparado com o fator 3. Para os anos de 2005 e 2009 observa-se uma carga fatorial positiva no fator 1, bem como no fator 3 para o ano de 2008.

Muito embora a distribuição do valor adicionado seja normalmente divulgada a partir de um padrão estabelecido e incentivada sua divulgação pela Comissão de Valores Mobiliários desde 1992 por intermédio do Parecer Orientação CVM 24/92, suas informações possuem preponderantemente um aspecto confirmatório ou relacionado à acontecimentos passados.

Desse modo, a partir das cargas fatoriais para o período analisado, e inclusive, pela carga fatorial negativa encontrada para o ano de 2009 para o fator 3, inclui-se o item – *distribuição do valor adicionado* – no fator 1 – *informações passadas*, com o direcionador padrão de relatórios.

Com os ajustes realizados a partir da análise fatorial exploratória, o índice de *social disclosure*, fica disposto:



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

**Quadro 7 – Índice de *social disclosure* ajustado após a análise fatorial exploratória**

As dimensões *informações passadas*, *prospecções de ações futuras* e *acessibilidade* representam as características intrínsecas de cada item, ao passo que avaliação, mensuração e padrão de relatórios passam a caracterizar o item quanto ao modo em que ela se apresenta, servindo como direcionadores da coleta de dados.

Adicionalmente, como etapa da validação por meio da análise fatorial, Hair *et al.* (2009) comentam a análise a partir da segmentação da amostra e análise dos fatores extraídos por meio dessa subamostra. Essa etapa considera-se alcançada uma vez que foi encontrada estabilidade nos fatores extraídos para os períodos analisados (2005, 2008 e 2009), resultando no modelo apresentado no quadro anterior.

De forma complementar, à análise fatorial exploratória mas ainda como etapa no processo de validação do índice de *social disclosure*, foi extraído do Alfa de *Cronbach*, que avalia a consistência interna de toda a escala. Seus resultados são apresentados na tabela a seguir.

Tabela 6 – Testes de confiabilidade (alfa) para o período de 2005 e 2009

Ano	Alfa de Cronbach
2005	0,846933035
2006	0,830145467
2007	0,848955962
2008	0,859825839
2009	0,860795597

Pelos resultados de alfa obtidos para todo o período, pode-se avaliar que o índice de *social disclosure* possui uma boa consistência interna, haja vista que os alfas estão todos acima de 0,80 (HAIR *et. al.*, 2009).

#### 4.1.4 Teste de validação confirmatório por meio dos determinantes do *social disclosure*

Como etapa final na validação do índice de *social disclosure* foi realizado teste de significância por meio de regressão linear seccional entre os determinantes do *social disclosure* e o nível de evidenciação obtido para o período de 2005 a 2009.

Inicialmente foram realizadas regressões lineares para cada ano. Entretanto, foram obtidos diferentes resultados dentro de um mesmo período, com variáveis significativas em diferentes equações de acordo com a combinação das variáveis que compunham o modelo.

Diante dessa situação, optou-se por estimar uma equação do tipo “*pooled regression*” com todas as 409 observações, que correspondem ao total de empresas coletadas no período de 2005 a 2009. O modelo que alcançou o melhor ajuste é demonstrado na tabela a seguir.

Tabela 7 – Resultados da estimação em “*pooled regression*” dos determinantes do *social disclosure* no período de 2005 a 2009 – Variável dependente - Índice *Social Disclosure*

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
C	-3.639427	2.442107	-1.490281	0.1369
T	1.899312	0.167895	11.31249	0.0000
S	1.491461	0.550733	2.708138	0.0071
I	1.811185	0.604036	2.998473	0.0029
D	2.724031	0.713481	3.817947	0.0002
F	3.693802	0.720120	5.129423	0.0000
R-quadrado	0.514924	R-quadrado ajustado		0.508906
Estatística F	85.55965	Prob. Jarque-Bera		0.455025
Prob(Estatística F)	0.000000			
Durbin-Watson	1.860030			

\* Corrigido pela Matriz de *White* para Heterocedasticidade

onde:

$T_{it}$  = tamanho da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

$S_i$  = setor da  $i$  – *ésima* empresa;

$I_{it}$  = internacionalização da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

$D_{it}$  = auditoria da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

$F_{it}$  = fundos socialmente responsáveis da  $i$  – *ésima* empresa no período  $t$ ;

$\beta_i$  = coeficientes das variáveis explanatórias,  $i = 1, \dots, 6$ .

No modelo inicial, a variável alavancagem não foi significativa, e por essa razão foi excluída. Esse resultado vai ao encontro de pesquisas anteriores que demonstraram que o fato de a empresa ter uma maior alavancagem não representa necessariamente um estímulo a melhores práticas de evidenciação tampouco quanto ao nível de *social disclosure* (REVERTE, 2008; BRANCO; RODRIGUES, 2008).

Com a exclusão da variável alavancagem, o modelo final apresentado na tabela 7 é como um todo estatisticamente significativo (p-valor da estatística F <0,05); não possui problemas de autocorrelação dos resíduos (DW = 1,860030); não apresenta problema de ausência de normalidade dos resíduos (p-valor JB >0,05); e por apresentar problemas de heterocedasticidade, o mesmo foi estimado com correção pela Matriz de *White*.

Os resultados apontam que as variáveis consideradas como determinantes para o nível de *social disclosure* foram: tamanho (p-valor <0,01), setor (p-valor <0,01), internacionalização (p-valor <0,01), auditoria (p-valor <0,01) e fundos socialmente responsáveis (p-valor <0,01), e explicam aproximadamente 51% (R-quadrado) das características que motivam as empresas terem um maior nível de *social disclosure*.

O sinal obtido pelos coeficientes das variáveis explanatórias foram todos positivos, isto é, todos os fatores contribuem positivamente para que as organizações obtenham um maior nível de *social disclosure*, como era esperado e consistente com pesquisas anteriores (RICHARDSON; WELKER, 2001; CAMPBELL; MOORE; SHRIVES, 2006; CLARKSON *et al.*, 2008; REVERTE, 2008; BRANCO, RODRIGUES, 2008; SIMNETT; VANSTRAELEN; CHUA, 2009; MURCIA; SANTOS, 2009; CHIH; CHIH; CHEN, 2010; GAMERSCHLAG; MOELLER; VERBEETEN, 2011).

A variável que chama atenção como um dos principais determinantes do *social disclosure* é a inclusão da empresa em fundos socialmente responsáveis, uma vez que

seu resultado foi superior inclusive às variáveis mais usualmente significativas como tamanho, setor e internacionalização. Uma possível explicação para esse resultado está relacionada ao fato de que a empresa para alcançar sua inclusão nesse tipo de fundo passa a rever suas práticas internas buscando um maior aperfeiçoamento de suas ações de responsabilidade social e, conseqüentemente, sua evidenciação.

O Banco Bradesco, por exemplo, demonstrou em 2005 um planejamento específico quanto à organização de seus programas sociais, com o envolvimento de “100 funcionários de 23 Departamentos, sob coordenação da Diretoria Executiva e com o auxílio de consultorias externas” com o objetivo de buscar a adequação de suas práticas e atender às exigências para inclusão no Índice *Dow Jones* de Sustentabilidade (IDJS) (BRADESCO, 2005, p.39).

Como consequência desse planejamento, no ano de 2006 a empresa foi inserida no Índice *Dow Jones* de Sustentabilidade (IDJS) o que teve uma repercussão positiva, sob a ótica da empresa nas palavras de seu presidente: “a inclusão, entre as seis empresas brasileiras que integram o seleto grupo mundial de 318 do *Dow Jones Sustainability World Index* ressoou, junto ao numeroso elenco de acionistas e de colaboradores da Organização” (BRADESCO, 2006, p.12).

Sob a ótica do nível de evidenciação, o Banco Bradesco é uma das empresas que possui o maior nível de *social disclosure*, alcançando 40 pontos em 2006, de um total de 52, enquanto que para o ano de 2009 alcançou quase que sua totalidade, com a obtenção de 51 pontos, o que demonstra o esforço empreendido pela organização na melhoria de sua prestação de contas.

Adicionalmente, dentre as variáveis que possuem uma repercussão positiva no nível de *social disclosure* e que chama a atenção é o fato da escolha da empresa de auditoria. Esse resultado corrobora o fato que, as empresas ao submetem-se à avaliação das maiores empresas de auditoria são impelidas pela busca de melhores práticas de evidenciação (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003; SIMNET; VANSTRAELEN; CHUA, 2009).

Com base nos resultados e evidências encontrados, pode-se constatar que o índice de *social disclosure* é indicador válido para mensurar o nível de evidenciação em empresas brasileiras. Nesse sentido, proceder-se-á as análises subsequentes para testar a relação do *social disclosure* e o custo de capital próprio.

## 4.2 ANÁLISE DO NÍVEL DE *SOCIAL DISCLOSURE*

Esta seção tem por objetivo realizar análise qualitativa dos resultados obtidos pelas empresas a partir dos segmentos que a caracterizam, tais como: setor (sensíveis – alto impacto ambiental – e não sensíveis – demais); internacionalização (listadas em bolsas internacionais, não listadas em bolsas nacionais); empresa de auditoria (*big four*, demais); tamanho (maiores – composta por aquelas cujo ativo está acima da mediana da amostra e menores).

Para a realização da análise qualitativa, foi elaborada a classificação dos itens por nível de evidenciação (ruim, baixo, médio e alto) considerando o resultado total encontrado no período de 2005 a 2009, divididos em quartis, conforme a seguir. Vale destacar que o nível de *social disclosure* possui uma pontuação que inicia-se em 13 pontos (todos os resultados restritos) a 52 pontos (todos os resultados amplos).

<b>Quartis</b>	<b>Pontuação</b>	<b>Nível de Disclosure</b>
Primeiro	até 24 pontos	Ruim
Segundo	de 25 a 30 pontos	Baixo
Terceiro	de 31 a 36 pontos	Médio
Quarto	acima de 37 pontos	Alto

**Quadro 8 – Quartis do nível de *social disclosure* – total**

A classificação ora proposta, a partir do nível de *social disclosure*, é equivalente ao conjunto dos itens que compõe o índice. Para que fosse possível uma análise e classificação individualizada dos itens, a pontuação obtida em cada quartil foi dividida pelo número dos itens que é igual a 13, conforme a seguir.

<b>Quartis</b>	<b>Pontuação</b>	<b>Nível de Disclosure</b>
Primeiro	até 1,85 pontos	Ruim
Segundo	de 1,86 a 2,31 pontos	Baixo
Terceiro	de 2,32 a 2,77 pontos	Médio
Quarto	acima de 2,78 pontos	Alto

**Quadro 9 – Quartis do nível de *social disclosure* – individual**

Considerando a classificação obtida individualmente, foi realizada a análise dos itens a partir dos segmentos já comentados. Destaca-se que, a pontuação individual dada pela escala tem uma variação que vai de 1 ponto (restrito) a 4 pontos (amplo).

#### 4.2.1 Análise da dimensão – informações passadas

A dimensão – *informações passadas* – traz consigo informações que possuem um aspecto relacionado à eventos passados e é composta por 8 itens sendo destes 2 itens com direcionador avaliação (aspectos qualitativos da informação), 5 itens com direcionador mensuração (aspectos quantitativos da informação) e 1 item com o direcionador padrão de relatórios.

O primeiro item – *relação dos programas sociais com os valores da empresa* – tem por objetivo avaliar os motivos que levaram a empresa a apoiar os programas sociais, como forma de encontrar justificativas de escolha entre um programa social em detrimento de outros, tem seus resultados demonstrados a seguir.

Segmento de Análise	Nível de <i>Social Disclosure</i>					
Empresa de Auditoria	2005	2006	2007	2008	2009	Total
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Auditadas por <i>Big Four</i>	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Empresas Listadas	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Listadas em Bolsas Internacionais	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Sector</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Impacto Ambiental – sensíveis	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Tamanho</b>						
Menores	Baixo	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Maiores	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto

**Quadro 10 – Resultados do nível de *social disclosure* do período de 2005 a 2009 – relação dos programas sociais com os valores da empresa**

Com exceção do ano de 2005 para as empresas menores cujo resultado é baixo, para todos os demais anos e segmentos, o resultado encontrado é *médio* (auditadas por não *Big Four*, empresas não listadas, somente BM&FBOVESPA, não sensíveis e menores) e *alto* para – auditadas por *Big Four*, empresas listadas, listadas em bolsas internacionais, sensíveis e maiores.

De um modo geral o que se constata é uma tendência das empresas em justificarem os motivos de sua atuação social, como forma de reduzir a incerteza do usuário externo por suas escolhas.

É nesse sentido que Baron (2001), Porter e Kramer (2002), Saiia, Carrol, Buchholtz (2003) e Heal (2004) comentam acerca da necessidade da promoção da

programas sociais como forma de atenuar o impacto negativo causado pela atividade operacional, fazendo parte de um conjunto de ações que guardam relação entre o que a empresa acredita (valores) e o que ela busca promover por meio dos referidos programas na comunidade.

Apesar de ser um item importante, há informações que carecem de melhores esclarecimentos neste tópico como, por exemplo, o trecho extraído do relatório de responsabilidade social da Forjas Taurus, que ao buscar esclarecer os motivos pelos quais apoia programas sociais comenta: “somos parceiros nos projetos que envolvem o desenvolvimento de ações responsáveis, apoiando instituições e associações que desenvolvem projetos na área” (FORJAS TAURUS, 2005, p.21).

O conteúdo apresentado pela Forjas Taurus no ano de 2005 demonstra que a empresa apóia programas sociais realizados por outras instituições, sem contudo, justificar o porque da escolha das instituições apoiadas, sem demonstrar os valores por ela preservados, tampouco o porque das áreas e dos projetos que busca realizar para que tais valores se materialize em suas ações.

Por outro lado, empresas como a Alpargatas chega a comentar e justificar as áreas de atuação bem como os programas sociais realizados, conforme transcrito a seguir:

“O talento da Alpargatas também ajuda a criar um futuro melhor para milhares de crianças. Com a missão de melhorar, por meio do esporte, qualidade da educação de crianças e adolescentes de 7 a 17 anos **nas comunidades em que a Empresa opera**, o Instituto Alpargatas atua em três frentes: Educação por meio do Esporte, Voluntariado Corporativo e Doações. [...] Ação Escola, em que a prática esportiva qualificada é adotada como instrumento metodológico para a melhoria da educação durante o período escolar”. (ALPARGATAS, 2006, p.56) [grifo nosso]

Como pode-se notar nas informações extraídas do relatório de responsabilidade social do ano de 2006 da empresa Alpargatas, há uma relação entre o que ela tem por missão realizar e seus programas sociais, sendo estes utilizados como forma de melhorar sua imagem nas comunidades em que opera, o que por sua vez, espera-se que traga uma diminuição no risco reputacional, o que contribuiria para a diminuição do custo de captação de recursos (RICHARDSON; WELKER, 1999; BARON, 2001; ORLITZKY; BENJAMIN, 2001; HEAL, 2004; McWILLIAMS, SIEGEL, WRIGHT; 2006; UDAYASANKAR, 2007).

O segundo item – *avaliação das necessidades locais para a realização dos programas sociais* – tem por objetivo avaliar se os programas sociais realizados ou apoiados pelas organizações realmente são dotados de demandas locais e ainda possibilita sua confrontação com os valores que esta preserva para a realização dos mesmos. Os resultados estão a seguir demonstrados.

<b>Segmento de Análise</b>	<b>Nível de Social Disclosure</b>					
<b>Empresa de Auditoria</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Total</b>
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Auditadas por <i>Big Four</i>	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Ruim	Baixo	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Empresas Listadas	<b>Baixo</b>	<b>Baixo</b>	<b>Médio</b>	<b>Médio</b>	<b>Médio</b>	<b>Médio</b>
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Listadas em Bolsas Internacionais	Médio	Médio	Médio	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Sector</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Impacto Ambiental – sensíveis	Baixo	Baixo	Médio	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Tamanho</b>						
Menores	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Maiores	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo

**Quadro 11 – Resultados do nível de social disclosure do período de 2005 a 2009 – avaliação das necessidades locais para a realização dos programas sociais**

Os resultados apontam uma melhor tendência de evidenciação por parte das empresas listadas em fundos socialmente responsáveis uma vez que há uma predominância de resultados *médios* (anos – 2007, 2008 e 2009) bem como o resultado final é assim considerado (resultado total = *médio*).

Essa tendência demonstra que as empresas ao buscarem a inclusão em fundos socialmente responsáveis precisam rever suas práticas de evidenciação, inclusive quanto aos aspectos sociais, sendo essa variável (empresas listadas em fundos socialmente responsáveis) aparentemente mais relevante inclusive do que a listagem ou não em bolsas internacionais, cujo resultado para esse item foi igual a *baixo* em seu resultado total.

Além disso, verifica-se que a quantidade de empresas listadas em fundos socialmente responsáveis aumentou mais que 45% entre 2005 e 2009, passando de 19 empresas para 28 empresas, demonstrando que há uma expectativa de uma repercussão positiva ao serem listadas em tais fundos.

O resultado dessa repercussão foi constatada por Silva e Quelhas (2006) para uma amostra de empresas brasileiras, no qual constataram que estas, ao aderirem à



padrões de sustentabilidade, tiveram uma diminuição do risco corporativo que foi medido pelo beta, ocasionando uma diminuição do custo de capital próprio.

Em razão dessa tendência pode-se observar que as empresas ao buscarem a listagem nos referidos fundos buscam uma melhoria em suas práticas de *disclosure*, como é o caso da Usiminas, que alcançou a listagem no Índice Dow Jones Global de Sustentabilidade no ano de 2007.

Apesar de ter alcançado a listagem somente em 2007 verifica-se que, pelo menos, desde 2005 há uma busca pela melhoria na qualidade do *social disclosure*, e mais especificamente quanto a avaliação das necessidades locais. A exemplo disso, a empresa

“realiza reuniões mensais com líderes comunitários, representantes dos poderes municipais, instituições de ensino, entidades classistas e organizações não-governamentais, quando as expectativas da comunidade são metodicamente identificadas. Um grupo multi-disciplinar da COSIPA analisa essas e outras expectativas, planejando, implantando ou dando encaminhamento a projetos sociais e relativos ao meio ambiente” (USIMINAS, 2005, p.94).

Além disso a empresa, ao identificar as demandas locais, busca conciliá-los com os programas sociais existentes como forma de atender as necessidades da comunidade e ainda otimizar seus recursos por meio de sua atuação local. É neste aspecto que Porter e Kraemer (2002) comentam acerca da necessidade da identificação e avaliação das necessidades locais como forma de produzir um maior e melhor impacto das ações sociais.

O terceiro item – *descrição de objetivos e metas para os programas sociais* – busca identificar como os programas sociais uma vez definidos são planejados sob o aspecto da tradução de objetivos e metas quantitativas que devem ser perseguidas. Os resultados estão demonstrados a seguir.

<b>Segmento de Análise</b>	<b>Nível de Social Disclosure</b>					
<b>Empresa de Auditoria</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Total</b>
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Ruim	Baixo	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Auditadas por <i>Big Four</i>	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Empresas Listadas	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Listadas em Bolsas Internacionais	Médio	Baixo	Médio	Médio	Médio	Médio
<b>Setor</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Baixo	Ruim	Ruim	Baixo	Baixo	Baixo
Impacto Ambiental – sensíveis	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Tamanho</b>						
Menores	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Maiores	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio

**Quadro 12 – Resultados do nível de social disclosure do período de 2005 a 2009 – descrição de objetivos e metas para os programas sociais**

De um modo geral, não é possível extrair uma tendência de evidenciação para os grupos uma vez que, para os segmentos – *auditadas por não Big Four*; *empresas não listadas em fundos socialmente responsáveis*; *listadas somente na BM&FBOVESPA*; *impacto ambiental – não sensíveis* e *tamanho – menores* – estas tendem a não evidenciar os objetivos pelos quais realizam ou apóiam programas sociais externos.

Esse comportamento por parte das empresas é que pode gerar dúvidas acerca das intenções do gestor em alocar recursos em programas sociais externos, dado que não informa ao usuário externo os objetivos pelos quais um determinado programa é realizado, tampouco, as metas pretendidas face às intenções declaradas no item – *relação dos programas sociais com os valores da empresa* – cuja tendência é de ao menos ter uma informação desses valores e os programas por área de atuação.

Nesse sentido é que Riordan (1984) e Zylbersztajn (2001) comentam que a realização de programas sociais abre espaço para a expropriação da riqueza do acionista, uma vez que os mesmos não encontram relação com as atividades organizacionais.

Para Ramanathan (1976) o esforço na busca de determinar as estratégias e práticas sociais, e ainda alinhá-las com os interesses tanto das organizações como dos desejos/aspirações da sociedade é um dos objetivos que a Contabilidade Social Corporativa deve exercer.

A despeito desse resultado, nos segmentos de empresas listadas em fundos socialmente responsáveis e em bolsas internacionais, bem como as de maior porte, há uma tendência *média* no nível de *social disclosure*, o que representa que há pelo menos

a preocupação na divulgação dos objetivos por cada programa social realizado ou apoiado.

No caso do Banco Bradesco, é evidenciado no ano de 2009 os objetivos e metas por programa social, comentando o que foi realizado e ainda as metas para o ano de 2010 (BANCO BRADESCO, 2009, p.55-57).

A apresentação das metas de cada programa social demonstra a maturidade e o envolvimento que a organização possui com a sua atuação, uma vez que torna público o seu compromisso e ainda permite por conseguinte a avaliação de sua atuação, à medida que é possível a análise do alcance ou não das referidas metas propostas, e ainda a confrontação destas com os recursos dispendidos para a realização dos programas sociais.

O quarto item *recursos financeiros alocados nos programas sociais* tem por objetivo identificar a quantia de recursos alocados, permitindo avaliar se o mesmo é divulgado por programa social, por área ou somente por seu valor total.

Segmento de Análise	Nível de <i>Social Disclosure</i>					
	2005	2006	2007	2008	2009	Total
<b>Empresa de Auditoria</b>						
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Baixo	Médio	Baixo	Ruim	Ruim	Baixo
Auditadas por <i>Big Four</i>	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
Empresas Listadas	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
Listadas em Bolsas Internacionais	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Sector</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
Impacto Ambiental – sensíveis	Médio	Alto	Médio	Alto	Alto	Médio
<b>Tamanho</b>						
Menores	Ruim	Ruim	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
Maiores	Alto	Alto	Médio	Alto	Alto	Alto

**Quadro 13 – Resultados do nível de *social disclosure* do período de 2005 a 2009 – recursos financeiros alocados nos programas sociais**

Como observado, há segmentos que apesar de realizarem ou apoiarem programas sociais sequer mencionam a quantia de recursos alocados (resultado = *ruim*) como é o caso nos anos de 2005 e 2006 para as empresas de tamanho *menor* e nos anos de 2008 e 2009 para as empresas auditadas por não *Big Four*.

Esse cenário pode ser considerado como uma situação de ausência de prestação de contas, uma vez que há uma alocação de recursos em programas sociais externos, no entanto não há ao menos a menção da quantia alocada, podendo levar ao que Jensen e

Meckling (1976) denominam de problema de agência, corroborando inclusive ao que Carr e Outhwaite (2009) denominam de “corrupção nas práticas de responsabilidade social corporativa”.

Apesar de haver ausência de informação nesses anos para os segmentos ora mencionados, essa não é uma tendência generalizada inclusive para os mesmos, uma vez que estes tiveram um resultado total equivalente a *baixo*, isto é, há informação da quantia total de recursos alocados, o que ainda é um nível de evidenciação pouco desejável.

De certa forma esse comportamento vai ao encontro aos achados de Peliano *et. al.* (2002, 2006) ao constatarem que as empresas brasileiras, apesar de buscarem realizar ações de responsabilidade social, estas por sua vez não contam com orçamento próprio, o que na realidade aponta para uma carência de planejamento, isto é, a alocação de recursos é feita de acordo com as demandas, o que aponta por conseguinte para uma ausência de comprometimento por parte das que apóiam ou realizam tais ações.

Sob esse aspecto, Porter e Kraemer (2002) afirmam que as organizações ao se proporem a realizar ou apoiar ações filantrópicas, devem, para que haja uma eficaz alocação de recursos, uma avaliação quanto *onde* focar sua atuação bem *como* exercê-las ou realizá-las. Para tanto, presume-se planejamento quanto à definição de onde alocar os recursos, e ainda, como operacionalizar tais ações.

Ainda neste item pode-se destacar que os segmentos de empresas listadas em bolsas internacionais e em fundos socialmente responsáveis, apresentam um nível de *social disclosure alto* para todo o período analisado. Esse resultado equivale ao fato das empresas deixarem claro os valores alocados para cada programa social, o que é um caminho desejável para todas as empresas que buscam realizar esse tipo de ação.

O quinto item – *valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas sociais* – tem por objetivo identificar gastos sejam eles econômicos (horas dispendidas) ou financeiros para a realização ou apóio aos programas sociais.

Cabe destacar que a avaliação deste item leva em consideração se a empresa declara inclusive que não apóia tal iniciativa, uma vez que o objetivo é ter conhecimento de gastos adicionais às contribuições realizadas de forma direta. Os resultados são apresentados a seguir.

<b>Segmento de Análise</b>	<b>Nível de <i>Social Disclosure</i></b>					
<b>Empresa de Auditoria</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Total</b>
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Ruim	Ruim	Baixo	Ruim	Ruim	Ruim
Auditadas por <i>Big Four</i>	Baixo	Ruim	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Empresas Listadas	Ruim	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Listadas em Bolsas Internacionais	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Sector</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Impacto Ambiental – sensíveis	Ruim	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Tamanho</b>						
Menores	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Maiores	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo

**Quadro 14 – Resultados do nível de *social disclosure* do período de 2005 a 2009 – valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas sociais**

Observa-se uma tendência de evidenciação entre *ruim* (ausência da informação avaliada) e *baixo*, onde a informação avaliada prestada sinaliza que há o apoio a iniciativas de voluntariado, no entanto, não menciona os valores alocados e tampouco para quais áreas ou programas tal apoio foi realizado.

De certa forma, a informação acerca dos recursos humanos envolvidos em programas sociais ou voluntariado é encontrada predominantemente no Balanço Social, no qual as empresas demonstram que apóiam tais iniciativas, contudo não é possível inferir como se dá esse apoio, deixando o usuário externo sem uma conclusão acerca da atuação empresarial nesta temática.

A informação acerca de como se dá o apoio organizacional aos programas de voluntariado é importante à medida que demonstra o envolvimento interno para com as ações realizadas e ainda busca esclarecer ao usuário externo quanto aos gastos adicionais com os programas sociais, que em princípio é divulgado em horas de trabalho dos colaboradores, que também possuem repercussão no resultado econômico da empresa.

A exemplo disso, a CPFL comenta como realiza seu programa de voluntariado, comentando as áreas de atuação, valor gasto e ainda metas para o ano subsequente.

Programa Corporativo implantado em 2005 na CPFL Energia, reúne mais de 2.000 colaboradores, que desenvolvem ações voluntárias – educacionais, culturais e sociais – nas comunidades da área de atuação das empresas do grupo. Principais realizações em 2006 [...]. Em 2006, a CPFL investiu R\$ 150.000,00 no Programa. Metas para 2007: Implantação de Comitês de Voluntários nas Regionais [...]. (CPFL ENERGIA, 2006, p.136-137)

No relato da CPFL é possível identificar o comprometimento da empresa por meio de seus colaboradores ao mencionar metas para o ano de 2007, além da possibilidade de mensurar a repercussão de tal iniciativa no resultado do exercício de 2006. Essa informação complementa o item que menciona o gasto direto por meio de contribuições e doações.

O sexto item, *valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais*, tem um objetivo muito semelhante ao anterior, pois busca identificar as contribuições indiretas realizadas por doações de materiais ou ainda os gastos internos para a promoção de campanhas dessa natureza. Os resultados são demonstrados a seguir.

Segmento de análise	Nível de <i>Social Disclosure</i>					
	2005	2006	2007	2008	2009	Total
<b>Empresa de Auditoria</b>						
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Auditadas por <i>Big Four</i>	Ruim	Ruim	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Empresas Listadas	Ruim	Baixo	Médio	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Listadas em Bolsas Internacionais	Baixo	Baixo	Médio	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Sector</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Ruim	Ruim	Baixo	Ruim	Ruim	Ruim
Impacto Ambiental – sensíveis	Ruim	Baixo	Baixo	Ruim	Ruim	Baixo
<b>Tamanho</b>						
Menores	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Maiores	Baixo	Baixo	Médio	Baixo	Baixo	Baixo

**Quadro 15 – Resultados do nível de *social disclosure* do período de 2005 a 2009 – valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais**

Os resultados acerca da alocação de recursos materiais em programas sociais é semelhante ao item relativo ao voluntariado, com uma tendência que varia entre *ruim* (ausência da informação) e *baixo* – informação que menciona que há doações de recursos materiais sem, contudo, mencionar o custo atribuído à estes ou ainda à organização para sua obtenção.

Apesar dessa tendência, a Klabin menciona em seu relatório de responsabilidade social no ano de 2006 que realizou a doação de recursos materiais (papel e outros materiais) mencionando seu valor e às entidades às quais foram beneficiadas.

O conjunto dos itens – *recursos financeiros alocados, recursos humanos e recursos materiais* – permite ao usuário externo ter uma dimensão mais acurada dos gastos envolvidos na promoção dos programas sociais, o que por sua vez dá-lhe

condições para estabelecer relações entre o total de recursos alocados, os objetivos e metas estabelecidos e os resultados sociais produzidos pela atuação social.

O sétimo item – *resultados sociais obtidos nos programas sociais* – busca identificar como a atuação das empresas se materializou em termos de resultados, considerando que os referidos programas buscam reduzir as externalidades geradas por sua atividade operacional e bem como o risco reputacional (MACHADO FILHO; ZYLBERSZTAJN, 2003). Os resultados são demonstrados a seguir.

<b>Segmento de análise</b>	<b>Nível de Social Disclosure</b>					
<b>Empresa de Auditoria</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Total</b>
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Baixo	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Auditadas por <i>Big Four</i>	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Médio	Médio	Médio	Médio	Baixo	Médio
Empresas Listadas	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Listadas em Bolsas Internacionais	Alto	Alto	Médio	Alto	Alto	Alto
<b>Setor</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Impacto Ambiental – sensíveis	Alto	Alto	Médio	Alto	Alto	Alto
<b>Tamanho</b>						
Menores	Baixo	Baixo	Baixo	Médio	Médio	Baixo
Maiores	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto

**Quadro 16 – Resultados do nível de social disclosure do período de 2005 a 2009 – resultados sociais obtidos nos programas sociais**

Os resultados apontam uma tendência cujo nível de *social disclosure* encontra-se entre *médio* (os resultados sociais são divulgados por área de atuação) e *alto*, no qual os resultados sociais são divulgados por programa social patrocinado.

De certa forma essa tendência é esperada à medida que essa informação de forma isolada tende a repercutir de modo positivo, uma vez que trata-se de resultados de sua atuação social. Entretanto, o resultado social de forma isolada não permite ao usuário externo avaliar o sucesso da atuação organizacional na comunidade, uma vez que por si só não representa uma adequada alocação dos recursos alocados pelos investidores.

Vale ressaltar que, para os segmentos das empresas – *auditadas por não Big Four, não listadas em fundos socialmente responsáveis, listadas somente na BM&FBOVESPA e menores* – tiveram um nível de evidenciação considerado como *ruim* no item – *descrição dos objetivos e metas para os programas sociais*, o que não permite realizar relação entre o que esta esperava de sua atuação social ao apresentar seus resultados.

É nesse sentido que Machado Filho e Zylbersztajn (2003) comentam acerca da ausência de estruturas sejam elas formais ou informais que dêem uma adequada sustentação para a implementação dos programas sociais, bem como de seu monitoramento, afinal, não há como ter monitoramento de uma ação sem o estabelecimento de objetivos e metas a serem alcançados.

Peliano *et al.* (2002, 2006) corroboram os resultados encontrados por Machado Filho e Zylbersztajn (2003) ao identificarem que grande parte das empresas brasileiras não possuíam qualquer sistema que permitisse avaliar o impacto de suas ações sociais.

Apesar dessa tendência para as empresas desses segmentos, aquelas listadas em bolsas internacionais e em fundos socialmente responsáveis, bem como aquelas de maior porte, possuem a evidenciação dos objetivos (resultado = *médio*) para os programas sociais e posteriormente divulgam os resultados quantitativos que estão atrelados à esses objetivos. No relato da Petrobrás é mencionada a existência de indicadores como forma de acompanhamento dos resultados dos programas sociais.

O acompanhamento do desenvolvimento dos projetos apoiados é realizado por meio de um conjunto de indicadores e metas de desempenho que tornam possível monitorar e avaliar de forma integrada os resultados [...] Os resultados dos projetos são acompanhados em termos físicos e financeiros por meio de ferramentas padronizadas como o Relatório Trimestral de Acompanhamento [...] Além disso, são realizadas visitas técnicas presenciais, contatos telefônicos e o acompanhamento do Indicador de Resultados do Investimento Social (Iris). (PETROBRAS, 2008, p. 41-42)

Como mencionado pela Petrobrás no ano de 2008, nota-se que há uma preocupação na avaliação dos resultados como forma de acompanhamento dos programas sociais a partir dos objetivos e metas anteriormente estabelecidos.

Ainda assim, espera-se para uma melhor avaliação que as empresas divulguem as metas de forma quantitativa para os programas sociais, uma vez que há como o usuário externo fazer uma análise melhor acerca do sucesso do empreendimento realizado bem como dos recursos alocados, o que contribui para uma melhor prestação de contas entre empresa e demais usuários, principalmente os investidores.

Ao divulgar essas informações acredita-se que a empresa e o gestor cumpram ao menos em parte o que Riahi-Belkaoui (2004) comenta acerca da salvaguarda dos ativos por meio de uma atuação gerencial responsável na salvaguarda do bem-estar social.



Para finalizar a dimensão – *informações passadas* – tem-se o item – *distribuição do valor adicionado* – que possui importância à medida que informa a riqueza gerada pela organização sob o aspecto econômico de sua atividade operacional, possui um padrão de divulgação (demonstração do valor adicionado) e ainda é passível de verificabilidade por terceiros (HAMMOND; MILES, 2004). Os resultados são demonstrados a seguir.

Segmento de Análise	Nível de <i>Social Disclosure</i>					
	2005	2006	2007	2008	2009	Total
<b>Empresa de Auditoria</b>						
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Médio	Médio	Médio	Alto	Alto	Alto
Auditadas por <i>Big Four</i>	Médio	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Médio	Médio	Alto	Alto	Alto	Alto
Empresas Listadas	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Médio	Médio	Alto	Alto	Alto	Alto
Listadas em Bolsas Internacionais	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Sector</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Médio	Médio	Alto	Alto	Alto	Alto
Impacto Ambiental – sensíveis	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Tamanho</b>						
Menores	Baixo	Médio	Médio	Alto	Alto	Alto
Maiores	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto

**Quadro 17 – Resultados do nível de *social disclosure* do período de 2005 a 2009 – distribuição do valor adicionado**

Observa-se que a partir da exigência imposta pela lei 11.638/2007 da elaboração da demonstração do valor adicionado, bem como sua verificabilidade por meio de auditoria, há um nível de evidenciação considerado *alto* em todos os segmentos a partir de 2008. Isso equivale que as empresas divulgaram a distribuição do valor adicionado, bem como tal informação foi auditada.

Dentre as informações sociais incluídas no índice de *social disclosure*, o valor adicionado é o único item passível de verificação por terceiros, e por isso de sua importância no conjunto de informações, haja vista que esta verificação agrega confiabilidade ao usuário externo (HAMMOND; MILES, 2004).

#### 4.2.2 Análise da dimensão – *prospecções de ações futuras*

A dimensão – *prospecções de ações futuras* – traz consigo informações que possuem predominantemente um aspecto relacionado à eventos futuros e é composta por 3 itens sendo destes 2 itens com direcionador avaliação (aspectos qualitativos da

informação) e 1 item com direcionador mensuração (aspectos quantitativos da informação).

O primeiro item dessa dimensão é a *descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais*, cujo objetivo é identificar como as empresas avaliam os resultados alcançados e o tratamento dado à estes considerando os objetivos e metas previamente estabelecidos.

É nesse aspecto que Porter e Kraemer (2002) comentam sobre a necessidade do acompanhamento e avaliação dos resultados como etapa necessária a melhoria do que eles denominam de estratégia filantrópica, sobretudo, quanto à sua implementação. Essa etapa está realacionada ao monitoramento e controle para que ações corretivas sejam implementadas. Os resultados são demonstrados a seguir.

<b>Segmento de análise</b>	<b>Nível de Social Disclosure</b>					
<b>Empresa de Auditoria</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Total</b>
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Auditadas por <i>Big Four</i>	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Empresas Listadas	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Listadas em Bolsas Internacionais	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
<b>Setor</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Impacto Ambiental – sensíveis	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
<b>Tamanho</b>						
Menores	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Maiores	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim

**Quadro 18 – Resultados do nível de social disclosure do período de 2005 a 2009 – descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais**

Ao comentar suas fragilidades e apontar soluções alternativas como forma de corrigir ações futuras, demonstra neutralidade e imparcialidade na prestação de contas, entretanto, não é uma tendência observada nas empresas ora avaliadas, dado que o resultado para o nível de *social disclosure* é considerado como *ruim* para todos os segmentos.

Para Hammond e Miles (2004) é nesse momento em que são realizadas revisões acerca dos processos internos, seus indicadores e objetivos, a fim de que sejam avaliados se os programas sociais estão alinhados aos propósitos para os quais foram criados ou apoiados.

Na Eletropaulo, por exemplo, como forma de revisar seus procedimentos internos quanto à atuação social, a mesma realizou uma pesquisa, como forma de aferir como deveria realizar sua atuação para o ano de 2009.

De acordo com a pesquisa, entre os pontos de melhoria estão o reforço dos temas sobre uso seguro e adequado da energia elétrica, assim como o aumento de oficinas e cursos profissionalizantes voltados para os adultos e com foco na geração de renda. Esses e outros pontos de melhoria serão trabalhados ao longo de 2009. (ELETROPAULO, 2008, p.75)

Ao definir os pontos que necessitam de maior atenção e melhorias, a empresa passa a definir prioridades, realiza uma revisão em seus objetivos e metas, e como consequência poderá atender de uma forma mais adequada as expectativas e demandas da comunidade, contribuindo desse modo para uma melhoria em sua imagem institucional.

O segundo item dessa dimensão é a *descrição dos programas sociais futuros e em andamento*, cujo objetivo é identificar as ações que serão realizadas pelas empresas. Os resultados são demonstrados a seguir.

<b>Segmento de Análise</b>	<b>Nível de Social Disclosure</b>					
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Total</b>
<b>Empresa de Auditoria</b>						
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Auditadas por <i>Big Four</i>	Baixo	Ruim	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Empresas Listadas	Baixo	Baixo	Médio	Médio	Médio	Médio
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Listadas em Bolsas Internacionais	Médio	Baixo	Médio	Médio	Médio	Médio
<b>Setor</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Impacto Ambiental – sensíveis	Ruim	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo	Baixo
<b>Tamanho</b>						
Menores	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Maiores	Baixo	Baixo	Médio	Baixo	Baixo	Baixo

**Quadro 19 – Resultados do nível de social disclosure do período de 2005 a 2009 – descrição dos programas sociais futuros e em andamento**

Confirmando a tendência dos itens anteriores, as empresas listadas em bolsas internacionais e em fundos socialmente responsáveis, possuem um melhor nível de *social disclosure* (resultado = *médio*) quando comparado com os demais. Esse resultado aponta ao menos que essas empresas buscam evidenciar as áreas que terão apoio quanto a continuidade ou novas ações para o atendimento das demandas da comunidade.

O Banco Bradesco no relatório de 2009, por exemplo, ao comentar das ações a serem realizadas na área de educação, reforça o objetivo pelo qual irá continuar

realizando o referido programa, bem como estabelece o que realizará no ano de 2010, como forma de dar cumprimento ao objetivo estabelecido, conforme transcrito a seguir.

Tornar as escolas da Fundação Bradesco um polo de referência e de multiplicação nas suas comunidades [...] Ampliar o atendimento da Fundação Bradesco em Educação Infantil, favorecendo mais de 2 mil crianças, e dobrar o atendimento do Programa Educa+Ação (BRADESCO, 2009, p.7)

Ao assumir esta posição a organização demonstra o comprometimento de sua ação social, reduzindo a incerteza das pessoas atingidas por ele, e ainda maturidade, uma vez que tal posicionamento é reflexo de pelo menos outros dois pontos – *avaliação das necessidades locais e descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais*.

O terceiro item dessa dimensão é a *projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais*, cujo objetivo é identificar o valor financeiro destinado às ações que serão realizadas pelas empresas. Os resultados são demonstrados a seguir.

Segmento de Análise	Nível de Social Disclosure					
	2005	2006	2007	2008	2009	Total
<b>Empresa de Auditoria</b>						
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Auditadas por <i>Big Four</i>	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Empresas Listadas	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Listadas em Bolsas Internacionais	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
<b>Setor</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Impacto Ambiental – sensíveis	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
<b>Tamanho</b>						
Menores	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim
Maiores	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim	Ruim

**Quadro 20 – Resultados do nível de social disclosure do período de 2005 a 2009 – projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais**

Como observado, há uma tendência das empresas não divulgarem o valor a ser alocado em suas ações de responsabilidade social futura, o que por sua vez pode provocar uma incerteza quanto à expectativa da continuidade ou não dos programas sociais. Esse resultado corrobora os achados de Peliano *et. al.* (2002, 2006) e Machado Filho e Zylbersztajn (2003).

Sob esse aspecto Ramanathan (1976) afirma que a informação social deve permitir ao usuário a identificar a responsabilidade pública que as organizações

possuem para com os seus *stakeholders* e ainda contribuir para que os mesmos tenham conhecimento acerca das decisões e escolhas quanto aos programas sociais bem como quanto a alocações dos recursos.

A Usiminas, por exemplo, comenta em seu relatório anual no ano de 2009 o orçamento destinado para 2010 e 2011 aos programas sociais apoiados, os quais contarão com um recurso na quantia total de R\$ 21.444.400,00 e R\$ 9.952.200,00, respectivamente.

Nesse sentido, a informação acerca dos valores destinados a programas sociais futuros cumprem um importante papel à medida que permite a avaliação inclusive da repercussão dessa decisão no resultado econômico futuro da empresa.

#### 4.2.3 Análise da dimensão – acessibilidade

A dimensão *acessibilidade* traz consigo um aspecto relacionado ao modo em que o *social disclosure* é divulgado para as partes interessadas. Composto por dois itens que estão atrelados ao direcionador *padrão de relatórios* busca identificar como a informação é disponibilizada e com que frequência é realizada.

O primeiro item dessa dimensão é a *disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social*, cujo objetivo é identificar os meios pelos quais os relatórios são alcançados pelos usuários externos. Os resultados são demonstrados a seguir.

Segmento de Análise	Nível de <i>Social Disclosure</i>					
	2005	2006	2007	2008	2009	Total
<b>Empresa de Auditoria</b>						
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
Auditadas por <i>Big Four</i>	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
Empresas Listadas	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
Listadas em Bolsas Internacionais	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Setor</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
Impacto Ambiental – sensíveis	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Tamanho</b>						
Menores	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
Maiores	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto

**Quadro 21 – Resultados do nível de *social disclosure* do período de 2005 a 2009 – disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social**

Nota-se uma tendência comum à todos os segmentos com um resultado *alto*. Isso significa que os relatórios de responsabilidade social encontram-se disponíveis no *site* das empresas como forma de dar amplo acesso às informações elaboradas acerca dos programas sociais.

Essa tendência pode contribuir para que a mesma seja tempestiva para a avaliação do usuário externo, o que por sua vez agrega valor quando de sua tomada de decisão.

De forma a confirmar a tempestividade da informação, é importante que seja divulgada em intervalos e datas previamente estabelecidos. Nesse sentido o segundo item dessa dimensão – *frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social* – tem por objetivo identificar se há por parte das empresas declaração do momento em que os relatórios serão ou foram disponibilizados. Os resultados são demonstrados a seguir.

<b>Segmento de Análise</b>	<b>Nível de <i>Social Disclosure</i></b>					
	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Total</b>
<b>Empresa de Auditoria</b>						
Auditadas por não <i>Big Four</i>	Baixo	Médio	Médio	Médio	Alto	Médio
Auditadas por <i>Big Four</i>	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Fundos Socialmente Responsáveis</b>						
Empresas não Listadas	Médio	Médio	Alto	Alto	Alto	Alto
Empresas Listadas	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Listagem em Bolsa de Valores</b>						
Somente BM&FBOVESPA	Médio	Médio	Alto	Alto	Alto	Alto
Listadas em Bolsas Internacionais	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Setor</b>						
Impacto Ambiental – não sensíveis	Médio	Médio	Alto	Alto	Alto	Alto
Impacto Ambiental – sensíveis	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto
<b>Tamanho</b>						
Menores	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio	Médio
Maiores	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto	Alto

**Quadro 22 – Resultados do nível de *social disclosure* do período de 2005 a 2009 – frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social**

Apesar de haver uma tendência *alta* para a maioria dos segmentos, destaca-se negativamente as empresas auditadas por não *Big Four* e as *menores*, com uma tendência *média* para este item.

Essa tendência demonstra que, apesar de as empresas terem uma data previamente definida para que o relatório seja disponibilizado, o mesmo é observado somente em seu *site*, não havendo, portanto, qualquer documento oficial que garanta que os relatórios subsequentes serão disponibilizados na mesma data.

A declaração formal da organização da data da disponibilização dos relatórios, seja por meio de sua política de divulgação ou por meio de um calendário de eventos, é importante à medida que estabelece um compromisso desta para com os usuários externos, o que por sua vez têm conhecimento prévio do momento em que poderão realizar a análise de tais informações.

#### 4.2.4 Análise do índice de *social disclosure* total

Este item tem por objetivo analisar os resultados totais alcançados pelas empresas no conjunto do período de 2005 a 2009. Para isso, inicialmente foi identificada a quantidade de empresas por classificação de *social disclosure* alcançada, como demonstrado a seguir.

Ano	Nível de <i>Social Disclosure</i> por categoria				Total (% e Quant.)
	Ruim (% e Quant.)	Baixo (% e Quant.)	Médio (% e Quant.)	Alto (% e Quant.)	
2005	30,86% (25)	27,16% (22)	20,99% (17)	20,99% (17)	100% (81)
2006	27,16% (22)	19,75% (16)	32,10% (26)	20,99% (17)	100% (81)
2007	27,16% (22)	22,22% (18)	28,40% (23)	22,22% (18)	100% (81)
2008	24,10% (20)	21,69% (18)	30,12% (25)	24,10% (20)	100% (83)
2009	25,30% (21)	16,87% (14)	31,33% (26)	26,51% (22)	100% (83)

Quadro 23 – Evolução do nível de *social disclosure* por categoria do período de 2005 a 2009

Como se observa há um movimento das empresas na busca da melhoria do *social disclosure*, à medida que em 2005 tinha-se um total de 25 empresas cuja classificação foi considerada como *ruim*, diminuindo para 22 empresa nos anos de 2006 e 2007, para 20 empresas em 2008 e aumentando para 21 em 2009 – número ainda inferior se comparado com 2005.

Já as empresas que alcançaram um nível de *social disclosure* – alto – tiveram uma tendência inversa, uma vez que seu percentual passou de 20,99% em 2005, equivalente a 17 empresas, para 26,51% em 2009, equivalente a 22 empresas.

Considerando o conjunto de itens avaliados pelo índice de *social disclosure*, pode-se inferir que a preocupação das empresas analisadas está em prestar informações que contribuam com a tomada de decisão do usuário externo, à medida que traz à este usuário informações quanto ao modo em que planeja e executa os programas sociais, bem como avalia-os levando-se em conta seus objetivos e metas estabelecidos.

No que diz respeito ao perfil das empresas que têm uma maior preocupação com esse tipo de informação, pode-se inferir que são aquelas classificadas com um maior impacto ambiental (sensíveis), como observa-se no quadro a seguir.

<b>Ranking</b>	<b>Empresa</b>	<b>Nível de SD</b>	<b>Ranking</b>	<b>Empresa</b>	<b>Nível de SD</b>
1°	Petrobras	46,8	74°	Cyrela Realty	21,2
2°	Bradesco	45,6	75°	Fras-Le	20,8
3°	Usiminas	40,8	76°	Unipar	20,4
	Suzano Papel	40,8		Renar	20,4
4°	Coelce	40,2	77°	Coteminas	20,2
5°	Vale	39,4	78°	Saraiva Livraria	20,0
	Natura	39,4	79°	Kepler Weber	18,2
6°	Telesp	39,0		Inepar	18,2
7°	Banco do Brasil	38,8	80°	Tectoy	17,6
8°	Klabin	37,8	81°	Bombril	14,2

**Quadro 24 – Ranking por nível de social disclosure médio total do período de 2005 a 2009**

Das dez empresas com maior nível de *social disclosure* seis (Petrobras, Usiminas, Suzano Papel, Coelce, Vale e Klabin) são classificadas como pertencentes ao setor de alto impacto ambiental. Ainda, desse total, se forem excluídas as empresas do setor financeiro (Bradesco e Banco do Brasil) que normalmente possuem práticas de evidenciação superior aos demais setores, a representatividade de empresas de alto impacto ambiental é ainda maior. A partir dessa tendência pode-se inferir que tais empresas buscam por meio dos programas sociais reduzir o impacto negativo causado por sua atividade operacional, corroborando entendimento de Baron (2001) e Heal (2004).

Contribuindo tal tendência, das dez empresas com menor nível de *social disclosure* sete são empresas não classificadas como de alto impacto ambiental (Bombril, Coteminas, Fras-le, Kepler Weber, Renar, Saraiva Livraria e Tectoy).



### 4.3 ANÁLISE DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: NÍVEL DE *SOCIAL DISCLOSURE* E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Essa seção apresenta os resultados da análise da regressão com dados em painel, buscando respostas ao problema de pesquisa, de forma a corroborar ou não a hipótese central de pesquisa:

$H_a$  – Há relação entre nível de social disclosure e custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto.

Para tanto, foi realizada inicialmente a matriz de correlação entre as variáveis do estudo de forma a identificar possíveis variáveis em comum, haja vista que, caso existam, estas podem causar vieses na estimação do modelo.

VARIÁVEIS <sup>27</sup>	SDISC	CAPM	FUNDOS	INTER	LEGSOC	TAM <sub>1</sub>	TAM <sub>2</sub>	BM	ALAV
SDISC	1.00								
CAPM	0.02	1.00							
FUNDOS	0.49	0.012	1.00						
INTER	0.44	0.04	0.26	1.00					
LEGSOC	0.06	-0.29	0.029	-0.01	1.00				
TAM <sub>1</sub>	0.64	0.01	0.47	0.55	0.07	1.00			
TAM <sub>2</sub>	0.62	0.02	0.39	0.62	0.07	0.91	1.00		
BM	0.07	0.09	0.09	-0.05	-0.08	-0.03	0.03	1.00	
ALAV	0.11	-0.04	0.15	-0.01	0.06	0.27	0.17	0.59	1.00

Quadro 25 – Matriz de correlação das variáveis do estudo

Como esperado, as variáveis que representam tamanho – ativo e receita – possuem uma correlação acima de 0,8 (0,9063), o que sugere um possível problema de multicolinearidade entre elas ao se estimar a equação (GUJARATI, 2006; BROOKS, 2008). Apesar disso, elas serão testadas em conjunto e em separado para identificar qual delas apresentam um melhor ajuste ao modelo econométrico.

Para estimar a regressão com dados em painel, estes podem ser estimados segundo a abordagem dos efeitos aleatórios ou efeitos fixos. Inicialmente foi realizada uma estimação do modelo com efeitos aleatórios e realizado o teste de *Hausman* para identificar se essa abordagem é a que encontra o melhor ajuste para o modelo. O resultado do teste é demonstrado a seguir.

<sup>27</sup> TAM<sub>1</sub> – variável tamanho mensurado pelo total de ativos

TAM<sub>2</sub> – variável tamanho mensurado pelo total de receita operacional

**Tabela 8 – Teste de Hausman para estimação de modelo em painel com efeitos aleatórios em *cross-section***

Resultado do Teste	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Efeitos Aleatórios em <i>cross-section</i>	16.050473	7	0.0247

O resultado do teste de *Hausman* rejeita a hipótese nula para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios, portanto, o mesmo deve ser estimado com efeitos fixos.

A estimação do modelo em painel com efeitos fixos pode ser feita, segundo Gujarati (2006) das seguintes maneiras: a) os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia entre os indivíduos; b) os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia com os indivíduos e com o tempo; e c) todos os coeficientes variam entre os indivíduos.

Ao realizar a estimação do modelo o que encontrou melhor ajuste foi aquele no qual os coeficientes angulares foram constantes, mas o intercepto variou entre as empresas. Essa abordagem segundo Gujarati (2006) respeita a “individualidade” de cada empresa, isto é, no momento em que o modelo é estimado – neste caso, o efeito provocado pelo nível de *social disclosure* no custo de capital próprio – esse efeito é diferente para cada empresa, fazendo com que exista um modelo para cada uma delas.

Além disso, foi necessário que a estimação fosse realizada com a correção pela matriz de *White*, uma vez que o mesmo apresentou evidências de heterocedasticidade, conforme os testes de *Bartlett* (p-valor <0,0000) e *Levene* (p-valor <0,0003), bem como pelo teste de *Brown-Forsythe* (p-valor <0,0819) somente a 10%.

Apesar do teste de *Brown-Forsythe* não indicar heterocedasticidade no modelo, ao nível de significância de 5%, após a estimação com a correção pela matriz de *White* os coeficientes de cada empresa não apresentaram evidências de heterocedasticidade (vide Apêndice G).

Desse modo, a estimação do modelo de regressão com dados em painel foi realizada com efeitos fixos seccionais, com os coeficientes angulares constantes, variação do intercepto entre as empresas e corrigido pela matriz de *White* para heterocedasticidade, conforme a seguir.

**Tabela 9 – Resultados da estimação dos dados em painel com efeitos fixos seccionais para variável dependente custo de capital próprio**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística <i>t</i>	Prob.
SDISC	-0.003824	0.001818	-2.103226	0.0360
INTER	-0.101739	0.016790	-6.059681	0.0000
LEGSOC	-0.226861	0.018612	-12.18897	0.0000
TAM <sub>1</sub>	0.375762	0.087867	4.276472	0.0000
TAM <sub>2</sub>	-0.198691	0.061634	-3.223735	0.0014
BM	0.058011	0.008853	6.552619	0.0000
ALAV	-0.033917	0.006176	-5.491779	0.0000

\* Corrigido pela Matriz de *White* para Heterocedasticidade

Fixed Effects (Cross)		Fixed Effects (Cross)		Fixed Effects (Cross)	
_A1-C	-2.516001	_A29-C	-2.48863	_A57-C	-2.365831
_A2-C	-3.036077	_A30-C	-2.555846	_A58-C	-2.40488
_A3-C	-3.083434	_A31-C	-2.639295	_A59-C	-3.122049
_A4-C	-2.241513	_A32-C	-2.08487	_A60-C	-2.552841
_A5-C	-2.888937	_A33-C	-2.325791	_A61-C	-2.204571
_A6-C	-2.920663	_A34-C	-2.189246	_A62-C	-2.132897
_A7-C	-1.854323	_A35-C	-2.577241	_A63-C	-1.924661
_A8-C	-3.145458	_A36-C	-1.979748	_A64-C	-2.771558
_A9-C	-3.222751	_A37-C	-2.766171	_A65-C	-2.70998
_A10-C	-2.374188	_A38-C	-2.523374	_A66-C	-1.97889
_A11-C	-2.822588	_A39-C	-2.332224	_A67-C	-2.889252
_A12-C	-2.350504	_A40-C	-2.494677	_A68-C	-2.669826
_A13-C	-2.429365	_A41-C	-2.476987	_A69-C	-2.499825
_A14-C	-2.848534	_A42-C	-2.290891	_A70-C	-2.461833
_A15-C	-3.146021	_A43-C	-3.085367	_A71-C	-1.580782
_A16-C	-2.375221	_A44-C	-2.172307	_A72-C	-2.688615
_A17-C	-2.444419	_A45-C	-2.413932	_A73-C	-2.64656
_A18-C	-2.396324	_A46-C	-2.588316	_A74-C	-2.403614
_A19-C	-2.08231	_A47-C	-2.539084	_A75-C	-2.75131
_A20-C	-2.580823	_A48-C	-2.429129	_A76-C	-2.749096
_A21-C	-2.35565	_A49-C	-2.878135	_A77-C	-2.320548
_A22-C	-2.68985	_A50-C	-1.958941	_A78-C	-2.321547
_A23-C	-2.62614	_A51-C	-2.220138	_A79-C	-2.727344
_A24-C	-2.449642	_A52-C	-2.187566	_A80-C	-3.099164
_A25-C	-2.497227	_A53-C	-2.063415	_A81-C	-2.673254
_A26-C	-3.130649	_A54-C	-2.803439	_A82-C	-2.652078
_A27-C	-2.622441	_A55-C	-2.558862	_A83-C	-2.337002
_A28-C	-2.512199	_A56-C	-2.599929		

Effects Specification			
Cross-section fixed (dummy variables)			
Weighted Statistics			
R-squared	0.388949	Mean dependent var	0.200311
Adjusted R-squared	0.205221	S.D. dependent var	0.458635
S.E. of regression	0.408875	Sum squared resid	49.48493
F-statistic	0.000000		

Inicialmente, verifica-se que o modelo é significativo como um todo, considerando o resultado do *Teste F* (p-valor da estatística  $F < 0,01$ ). O que chama a atenção no modelo encontrado são as variáveis que representam tamanho – TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub> – serem significativas em conjunto e com sinais invertidos (TAM<sub>1</sub> – sinal positivo e TAM<sub>2</sub> – sinal negativo).

Como já mencionado, essas variáveis são positivamente correlacionadas entre si ( $> 0,9$ ), o que indicaria possíveis problemas de multicolinearidade. Entretanto, segundo Gujarati (2006, p.290) o fato dos coeficientes serem altamente correlacionados “são condição suficiente mas não necessária, para a existência de multicolinearidade” e ainda segundo este mesmo autor a análise das variáveis incluídas no modelo por meio de uma “alta correção parcial pode ser ineficaz em decorrência de diferentes padrões de multicolinearidade” (GUJARATI, 2006, p.290). Isso é o que pode estar ocorrendo, isto é, apesar de uma alta correlação parcial entre essas variáveis, elas não devem estar provocando vieses ao modelo estimado.

Em decorrência da possibilidade de haver multicolinearidade entre essas variáveis, é necessário analisar se os problemas decorrentes da multicolinearidade são encontrados neste modelo, que são principalmente: a) razão *t* de um ou mais coeficientes tende a ser estatisticamente insignificante; e b) a medida geral de ajustamento, R<sup>2</sup>, alto, isto é, superior a 0,8 (GUJARATI, 2006; BROOKS, 2008).

Analisando a razão *t* de todos os coeficientes em conjunto, incluindo TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>, o modelo teve um melhor ajuste haja vista que todos possuem uma probabilidade p-valor  $< 0,05$ . Além disso, foi realizada estimação segregada das variáveis TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>.

Na estimação somente com a variável TAM<sub>1</sub>, o resultado é positivo e significativo ao nível de significância de 5% e a variável *social disclosure* teve um sinal negativo e significativo ao nível de significância de 10%.

Já na estimação com a variável TAM<sub>2</sub> o resultado é positivo e não significativo ao nível de significância de 5% e a variável *social disclosure* teve um sinal negativo e significativo ao nível de significância de 10%. Como se observa, o sinal da variável *social disclosure* não se alterou com a estimação em separado de TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>.

Com a estimação em conjunto de TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>, o modelo encontra melhor ajuste à medida que os coeficientes tornam-se mais representativos, sentido inverso ao que é sugerido quando da existência de multicolinearidade.





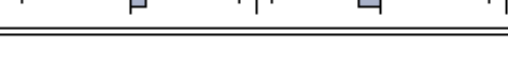
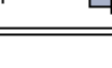
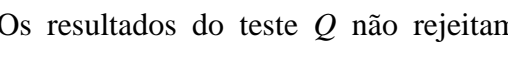
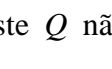
Quanto ao R<sup>2</sup> o resultado encontrado (0,389) é inferior ao nível sugerido para a existência de multicolinearidade que é a partir de 0,8 (GUJARATI, 2006; BROOKS, 2008). Diante disso, os resultados sugerem a não existência de multicolinearidade entre as variáveis TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>.

Considerando as evidências de não existência de multicolinearidade entre as variáveis TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>, observa-se que o sinal de TAM<sub>1</sub> é positivo, contrariando a expectativa inicial. Esse resultado leva a inferir que, empresas com ativos elevados requerem um maior esforço para a obtenção do retorno esperado do investimento, representando desse modo uma medida de risco quando da análise pelo mercado.

De forma contrária, TAM<sub>2</sub> que é representado pelo total de receitas operacionais, tente a representar uma medida de eficiência na utilização dos recursos, uma vez que a combinação de maiores receitas com menores ativos provocará um maior retorno para o investidor.

Em relação a normalidade dos resíduos, foi realizado teste de *Jarque-Bera* para cada uma das equações com um p-valor >0,05 para todas as empresas, o que indica normalidade (vide Apêndice H). Quanto a existência de autocorrelação, foi realizado do teste *Q* de *Box e Pierce*, conforme demonstrado a seguir:

**Tabela 10 – Teste de autocorrelação dos resíduos de *Box e Pierce***

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.364	-0.364	1.1574	0.282
		2	0.033	-0.115	1.1699	0.557
		3	-0.299	-0.383	2.7381	0.434
		4	0.130	-0.184	3.3315	0.504

Os resultados do teste *Q* não rejeitam a hipótese nula de não existência de autocorrelação e, portanto, sugerem a não existência de autocorrelação dos resíduos (todos os p-valores são maiores que 0,05). Corroborando a não existência de autocorrelação dos resíduos, os valores encontrados para autocorrelação parcial (PAC) e autocorrelação (AC) estão em torno de zero.

Por fim, para identificar se a série é estacionária, foi realizado o teste de raiz unitária de Levin, Lin e Chut (p-valor <0,00); Im, Pesaran e Shin (p-valor <0,00); ADF-Fisher (p-valor <0,00) e PP-Fisher (p-valor <0,00) os quais rejeitam a hipótese nula, indicando a não existência de raízes unitárias, isto é, a série é estacionária.

A partir dos testes realizados e dos resultados encontrados, o modelo estimado é significativo e corrobora a hipótese central da pesquisa indicando que *há relação entre o nível de social disclosure e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto.*

A seguir será apresentado um resumo dos resultados esperados em relação aos resultados encontrados.

Variáveis Independentes	Sinal Esperado	CAPM	
		Sinal Observado	Sig
<i>Social Disclosure (SDISC)</i>	(-)	(-)	Sim**
Internacionalização (INTER)	(-)	(-)	Sim*
Efeito da Alteração na Legislação Societária (LEGSOC)	não previsto	(-)	Sim*
Tamanho – ativo – (TAM <sub>1</sub> )	(-)	(+)	Sim*
Tamanho – receita operacional – (TAM <sub>2</sub> )	(-)	(-)	Sim*
Razão entre valor patrimonial e valor de mercado (BM)	(+)	(+)	Sim*
Alavancagem (ALAV)	(+)	(-)	Sim*
List – Empresas listadas em fundos socialmente responsáveis	(-)	Retirada do modelo	Não

\* Significativa ao nível de significância de 1%

\*\* Significativa ao nível de significância de 5%

#### **Quadro 26 – Resumo dos resultados – custo de capital próprio (CAPM) e variáveis independentes**

Antes mesmo de comentar de forma mais detalhada os resultados apresentados no quadro anterior, vale ressaltar que o modelo apresentado foi estimado com dados em painel com efeitos fixos na forma seccional. Outras estimações foram realizadas, como por exemplo, da variável *social disclosure* do período anterior (p.e., ano 2005) com a variável custo de capital em momento posterior (p.e., primeiro semestre de 2006), sob a hipótese que a informação somente teria repercussão na variável dependente após sua divulgação, hipótese esta não corroborada.

Quanto aos resultados obtidos, contrariando expectativa inicial, o sinal observado para a variável alavancagem é negativa.

Uma hipótese para a ocorrência desse resultado pode ser o fato de que empresas com maior endividamento passam a ter uma maior cobertura por parte dos analistas, que por sua vez exigem maior transparência das ações gerenciais e prestação de contas, ocasionando dessa forma uma maior confiabilidade ao mercado face as medidas

tomadas para que isso ocorra. Esse resultado não corrobora estudos anteriores como o de Richadson e Welker (2001), bem como o de Rover e Murcia (2010) para uma amostra de empresas brasileiras.

Um outro resultado que chama a atenção é o fato de a variável tamanho, medida pelo logaritmo natural do total dos ativos, ter um sinal positivo para o custo de capital, indicando que empresas com ativos maiores podem representar um risco para o alcance do retorno esperado, enquanto que empresas com maiores receitas demonstram melhores expectativas de retorno. Esse resultado vai ao encontro dos achados de Dhaliwal *et. al.* (2009) e Rover e Murcia (2010) para os quais a variável tamanho, mensurado pelo total de ativos teve uma correspondência positiva para com o custo de capital.

A variável *dummy* – efeitos da legislação societária – inserida no modelo foi significativa, demonstrando que as mudanças promovidas pelas leis 11.638/2007 e 11.941/2009 tiveram impacto no resultado econômico das organizações, bem como na percepção do mercado ao precificar o custo de capital próprio, fazendo com que seja necessária sua inclusão em modelos econométricos que se valem de séries temporais, como forma de atenuar eventuais distorções.

No caso da variável internacionalização, que representa empresas que buscam captar recursos via bolsa de valores internacionais, o resultado alcançado vai ao encontro dos estudos anteriores (STULZ, 1999; BRUNI, 2002; ALENCAR, 2007; ROVER; MURCIA, 2010) à medida que corrobora a hipótese de que tais empresas ao buscarem tais mercados são percebidas como organizações com melhores práticas gerenciais, incluindo as de evidenciação, o que por sua vez diminui o risco percebido pelo mercado financeiro.

A variável *list*, que representa as empresas listadas em fundos socialmente responsáveis, ao ser incluída no modelo, não foi significativa, e por isso foi excluída, dado que o modelo estimado sem esta variável encontrou melhor ajuste.

Esse resultado de certa forma não era esperado, uma vez que um dos fatores determinantes para as empresas melhorarem seu nível de *social disclosure* é justamente o fato de estarem listadas em fundos socialmente responsáveis. Desse modo, esse resultado contraria os achados de Silva e Quelhas (2006) para o mercado brasileiro à medida que não reconhece que empresas ao serem listadas em fundos socialmente

responsáveis criam uma imagem reputacional positiva a ponto de captarem recursos com taxas mais atrativas se comparado com aquelas que não são listadas.

Em relação a variável *social disclosure*, cabe inicialmente destacar que há uma tendência na melhoria da qualidade desse tipo de informação, uma vez que, durante o período observado (2005 a 2009) a quantidade de empresas classificadas com um nível de evidenciação – alto – subiu de 17 (20,99%) para 22 (26,51%), enquanto que aquelas classificadas como – ruim – reduziu de 25 (30,86%) para 21 (25,30%).

Essa tendência demonstra o interesse e o empenho das empresas no sentido de dar maior transparência à suas ações gerenciais no que tange ao planejamento, execução e controle de seus programas sociais, corroborando dessa forma pesquisa realizada pela KPMG INTERNATIONAL (2008).

Além disso, as empresas estão utilizando os relatórios sociais como um caminho para prover melhorias na qualidade em sua prestação de contas, trazendo para esses relatórios informações úteis como já mencionado por Ramanathan (1976), tais como: a) objetivos dos programas sociais; b) políticas de apoio aos programas sociais; c) desempenho e contribuições por meio dos programas sociais. Tais ações não somente acabam equilibrando os conflitos de interesses (RAMANATHAN, 1976) como também exercem um papel de redução dos custos de agência como mencionam Riahi-Belkaoui (2004), Gray *et. al.* (2001) e Heal (2004).

Com isso, acaba-se criando um círculo virtuoso, dado que a empresa se vale dos programas sociais como instrumento de redução de suas externalidades na comunidade (BARON, 2001; HAMMOND; MILES, 2004; McWILLIAMS; SIEGEL; WRIGHT, 2006), reduz o risco reputacional (JENSEN, 2001; MACHADO FILHO; ZYLBERSZTAYN, 2003; SAIA; CARROL; BUCHOOLTZ, 2003) e por consequência o custo de captação de recursos (PODDI; VERGALLI, 2009; DHALIWAL *et. al.*, 2009).

Esse comportamento torna-se mais relevante se contrastado com o aumento na entrada de recursos estrangeiros no país, ocorrido na última década (LIMA Jr; JAYME Jr, 2008) bem como de transações médias diárias envolvendo o mercado de ações à vista na BM&FBOVESPA, que passou de pouco mais de 550 milhões de dólares no ano de 2005 para 2,43 bilhões de dólares em 2009 (BM&FBOVESPA, 2011).



Esse ambiente de maior desenvolvimento do mercado acionário, bem como da relevância do papel das informações sociais, traz consigo uma maior responsabilidade por parte dos elaboradores dos relatórios de responsabilidade social, incluindo os profissionais da área contábil.

Ainda no que diz respeito ao resultado encontrado, cabe mencionar que, a informação relacionada aos programas sociais é capturada pelo mercado antes mesmo de ser divulgada, à medida que estes foram significativos contemporaneamente, isto é, na data-base do relatório de responsabilidade social e não a partir da data de sua divulgação.

Isso demonstra que tem havido uma cobertura por parte do mercado quanto às decisões gerenciais acerca dos programas sociais, não somente no momento em que as informações são divulgadas, mas ao longo do ano, premiando o comportamento de longo prazo das empresas que possuem um maior nível de *social disclosure* à medida em que estas captam recursos à taxas mais atrativas.

Essa situação vai ao encontro ao que McWilliams, Siegel e Wright (2006) comentam acerca da necessidade de mecanismos que direcionem o gestor à possuir um padrão para a destinação de recursos, o que por sua vez é visto como uma forma de antecipar as ações que serão realizadas e com isso se antecipar a divulgação.

Além disso, o fato de que o mercado se antecipa e precifica as informações sociais contidas nos relatórios, indica a existência, para o mercado brasileiro, da versão semi-forte da hipótese de eficiência de mercado (FAMA, 1970) corroborando estudos anteriores para este mercado (BELO; BRASIL, 2006; LIMA; TERRA, 2004; SARLO NETO, 2004; BRUNI; FAMÁ, 2003).

Essa constatação é importante em decorrência dos cuidados que as organizações devem possuir ao elaborar sua prestação de contas, em especial acerca de suas ações de responsabilidade social, dado que a ausência de tais informações ou seu baixo nível de evidenciação acarretará um maior custo de captação de recursos.

No que diz respeito às informações analisadas, muito embora aquelas relacionadas à ações futuras ainda careçam de melhorias, o que se nota é que as empresas de uma forma geral buscam deixar transparente sua atuação quanto aos objetivos dos programas sociais e os resultados alcançados, criando desse modo um

comportamento ao longo do tempo que permite ao mercado financeiro antecipar a divulgação da informação e precificá-la.

Com isso, apesar de haver uma alocação de recursos em ações que fogem ao escopo de sua atividade operacional, o mesmo não diminui sua competitividade como mencionam Coase (1960), Friedman (1970) e Dahlman (1979), haja vista que tais ações são consideradas como uma política de estratégia a longo prazo (JENSEN, 2001; SAIA; CARROL; BUCHHOLTZ, 2003), o que por sua vez pode criar uma propensão de os analistas indicarem tais empresas como investimento, como afirmam Ioannou e Serafim (2009).

Por fim, verifica-se que as empresas que buscam melhorias na qualidade de seu *social disclosure* cumprem não somente uma obrigação natural de prestar contas dos recursos investidos por terceiros (COVELLO, 1996; MOISSET DE ESPANES, 1998) como também com o seu contrato econômico (CARROLL, 1979), via geração de lucros, como seu contrato social (RAMANATHAN, 1976), via realização ou promoção de programas sociais.

## 5 CONCLUSÕES

Com objetivo de testar se há relação entre o nível de *social disclosure* com o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto, este estudo construiu e validou indicador que permitiu a avaliação e mensuração do nível de *social disclosure* no que concerne as ações discricionárias em programas sociais.

O referido indicador, sustentado nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel, (1989) e Hammond e Miles (2004) teve por objetivo avaliar a informação de natureza social sob a vertente das ações discricionárias empreendidas por empresas através de programas sociais na comunidade.

Para validação do mesmo, este foi submetido à análise de especialistas que julgaram os itens que o compõem sob os aspectos relacionados a pertinência e relevância, a testes de consistência interna (análise fatorial exploratória e Alfa de Cronbach), bem como foi submetido a análise confirmatória por meio dos determinantes do *social disclosure*.

Nesta etapa, foi constatado que, das seis variáveis consideradas como determinantes do *social disclosure*, cinco delas foram significativas (tamanho, setor, internacionalização, empresa de auditoria e listagem em fundos socialmente responsáveis) o que por sua vez permitiu validar o indicador ora proposto.

Em relação aos resultados encontrados na validação do índice de *social disclosure*, destaca-se que, apesar de os relatórios analisados não terem sido submetidos à um processo de certificação por terceiros, o fato deste ter sido auditado pelas quatro maiores empresas de auditoria faz com que seja um fator de credibilidade no *disclosure*.

Quanto a avaliação do nível de *social disclosure*, foi constatado que as empresas objeto deste estudo, tiveram, ao longo do período analisado, melhorias quanto à evidenciação dessa informação, uma vez que, durante o período observado (2005 a 2009), a quantidade de empresas classificadas com um nível de evidenciação – alto – subiu de 17 (20,99%) para 22 (26,51%), enquanto que, aquelas classificadas como – ruim – reduziu de 25 (30,86%) para 21 (25,30%), ratificando estudo da KPMG INTERNATIONAL (2008) quanto à importância dada pelas empresas aos relatórios de responsabilidade social.

Em relação ao teste da hipótese principal do estudo – *há relação entre o nível de social disclosure e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto* – a hipótese foi corroborada à medida que a variável *social disclosure* foi significativa, bem como seu sentido foi inverso ao custo de capital próprio.

Esse resultado corrobora a hipótese subjacente do estudo, à medida que o *social disclosure* pode ser visto como um instrumento na redução da assimetria entre as ações discricionárias do gestor e as expectativas dos investidores, bem como de governança corporativa, à medida que reduz os custos de agenciamento, servindo por um lado como instrumento de monitoramento das ações gerenciais e por outro como redução do custo de captação de recursos.

Os resultados também evidenciam que as informações sociais são capturadas pelo mercado via precificação das ações, corroborando a versão semi-forte da hipótese de eficiência de mercado, que se refere à incorporação aos preços das ações, e conseqüentemente aos retornos, das informações disponíveis (passadas e presentes) de forma eficiente.

Além de precificar as informações disponíveis (passadas e presentes) o mercado se antecipa na precificação do custo de capital, uma vez que as mesmas foram significativas contemporaneamente, isto é, na data-base do relatório social, indicando que as empresas ao buscarem reduzir suas externalidades via programas sociais, devem fazê-lo de forma a sustentar suas ações no longo prazo, dado que os analistas acompanham as decisões tomadas ao longo do tempo.

Essa tendência traz importantes indicativos acerca da relevância da informação social e da necessidade do desenvolvimento desta enquanto instrumento de prestação de contas, dado que no Brasil não há instrumentos válidos disponíveis que norteiem tanto o elaborador dos relatórios de responsabilidade social, e tampouco o usuário externo quanto a qualidade de tais informações.

Portanto, as principais contribuições deste estudo à literatura da área são: a) elaboração de um índice robusto para a mensuração do *social disclosure*, b) um índice que reúne informações úteis ao processo decisório do investidor externo, e c) evidência empírica que o mercado leva em consideração o *social disclosure* ao precificar as ações.

Quanto às sugestões para trabalhos futuros, pode-se indicar a realização de pesquisas por meio de estudo de eventos para identificar se o mercado financeiro reage antecipadamente ou não à divulgação das informações de natureza social, à medida que esta foi significativa no *cross section* para este estudo. Além disso, poder-se-á realizar estudo que identifique outras informações que possam ser agregadas ao indicador ora proposto como forma de ampliar a avaliação das ações discricionárias em programas sociais, bem como realizar testes entre *social disclosure* e outras medidas de desempenho econômico.

## REFERÊNCIAS

ALENCAR, Roberta Carvalho. Custo de Capital Próprio e Nível de *Disclosure* nas Empresas Brasileiras. **Brazilian Business Review**, jan./jun., 2005, pp. 01-12.

ALENCAR, Roberta Carvalho. **Nível de *Disclosure* e Custo de Capital Próprio no Mercado Brasileiro**. São Paulo. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FEA-USP, 2007.

ALENCAR, Roberta Carvalho; LOPES, Alessandro Broedel. **Custo do Capital Próprio e Nível de *Disclosure* nas Empresas Brasileiras**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5, 2005, São Paulo. Anais... Disponível em: <<http://www.congerssoeac.locaweb.com.br/artigos52005/162.pdf>> acesso em 05 abr 2010.

ALENCASTRO, Denilson. **Análise Empírica do CAPM Básico para o Brasil após a Implantação do Plano Real**. Porto Alegre. Dissertação (Mestrado). Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul – PUC/RS, 2009.

ANDERSON, John C.; FRANKLE, Alan W. *Voluntary social reporting: an iso-beta portfolio analysis*. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 55, n. 3, p.467-479, Jul. 1980.

ARAÚJO, Eurilton; FAJARDO, José; TAVANI, Leonardo C. Di. CAPM Usando uma Carteira Sintética do PIB Brasileiro. **Estudos Econômicos**, v.36, n.3, jul./set., 2006, pp.465-505.

ARCHAMBAULT, Jeffrey J.; ARCHAMBAULT, Marie E. *A multinational test of determinants of corporate disclosure*. **The International Journal of Accounting**, vol.38, 2003, p.173-194.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano Guasti; ARAÚJO, Adriana Maria Procópio de. Uma Proposta Metodológica para o Cálculo do Custo de Capital no Brasil. **RAUSP**, v.43, n.1, jan./fev./mar., 2008, p.72-83.

BALL, Ray; BROWN, Philip. *An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers*. **Journal of Accounting Research**, vol. 6, 1968, p.159-177.

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

BARNEA, Amir; RUBIN, Amir. *Corporate Social Responsibility as a Conflict between Shareholders*. **EFA 2006 Zurich Meetings**. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=686606](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=686606)> em 10 fev. 2010.

BARON, David P. *Managerial Contracting and Corporate Social Responsibility*. **Stanford GSB Research Paper No. 1945**, Rock Center for Corporate Governance Working Paper No. 20, Set., 2006, Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=937945](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=937945)>.

BARON, David P. *Private Politics, Corporate Social Responsibility, and Integrated Strategy*. **Journal of Economics and Management Strategy**, vol. 10, n. 1, Spring, 2001.

BARTH, Mary E.; BEAVER, William H.; LANDSMAN, Wayne R. *The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: another view*. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 31, 2001, p.77-104.

BARTH, Mary E.; LANDSMAN, Wayne R.; LANG, Mark H. *International Accounting Standards and Accounting Quality*. **Journal of Accounting Research**, vol. 46, n. 3, 2008, p.467-498.

BASTOS, Bárbara Eduarda Nóbrega; LESSA, Ana Karina Marques da. **Responsabilidade Social Empresarial e o Propósito Organizacional Sob Um Olhar Cognitivista: O Caso da Itamaracá Transportes**. In. Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós graduação em Administração (ENANPAD), 32., 2008, Rio de Janeiro, Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008, 1 CD-ROM.

BAUMANN, Ursel; NIER, Erlend. *Disclosure, Volatility, and Transparency: An Empirical Investigation into the Value of Bank Disclosure*. **FRBNY Economic Policy Review**, set., 2004.

BECCHETTI; Leonardo; CICIRETTI, Rocco; HASAN; Iftekhat. *Corporate Social Responsibility and Shareholder's Value: An Empirical Analysis*. **Bank of Finland Research Discussion Papers**, 1, 2009.

BEEST; Ferdy van; BRAAM, Geert; BOELEN, Suzanne. *Quality of Financial Reporting: measuring qualitative characteristics*. **Nice Working Paper 09-108**, April, 2009, disponível em <<http://www.ru.nl/nice/workingpapers>> em 17 set. 2009.

BELO, Neuza Maria; BRASIL, Haroldo Guimarães. **Assimetria Informacional e Eficiência Semiforte do Mercado**. **RAE**, vol. 46, edição especial, 2006.

BM&FBOVESPA. **Volumes Médios Diários Negociados por Mercado**. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>> em 10 mar 2011.

BORBA, Paulo da Rocha Ferreira. **Relação entre Desempenho Social Corporativo e Desempenho Financeiro de Empresas no Brasil**. 2005. 127 f. Dissertação (mestrado)

– Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

BOTOSAN, Christine A. *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*. **The Accounting Review**, Vol. 72, nº 3, July, p.323-349, 1997.

BOTOSAN, Christine A. *Discussion of a framework for the analysis of firm risk communication*. **The International Journal of Accounting**, vol. 39, 2004, p.289-295.

BOTOSAN, Christine A.; PLUMLEE, Marlene A. *A Re-examination of Disclosure Level the Expected Cost of Equity Capital*. **Jornal of Accounting Research**, vol. 40, n.1, mar., 2002, pp.21-40.

BRANCO, Manuel Castelo; RODRIGUES, Lúcia Lima. *Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by Portuguese Companies*. **Journal of Business Ethics**, vol. 83, 2008, p.685-701.

BRIGHAM, Eugene F.; GAPENSKI, Louis C.; EHRHARD, Michel C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução: Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara, José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.

BROOKS, Chris. **Introductory Econometrics for Finance**. 2ª edition. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

BROWN, William O.; HELLAND, Eric; SMITH, Janet Kiholm. *Corporate Philanthropic Practices*. **Journal of Corporate Finance**, vol. 12, 2006, p.855-877.

BRUNER, Robert F.; EADES, Kenneth; HARRIS, Robert S.; HIGGINS, Robert C. *Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Sunthesis*. **Financial Practice and Education**, spring/summer, 1998, p.13-28.

BRUNI, Adriano Leal. **Globalização financeira, eficiência informacional e custo de capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001**. São Paulo. Tese (Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade - FEA-USP, 2002.

BRUNI, Adriano Leal; FAMÁ, Rubens. **Uma Análise da Eficiência Informacional do Mercado de ADRs Brasileiros com Base em Testes de Auto-Correlação, Raiz Unitária e Cointegração**. Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós graduação em Administração (ENANPAD), 28., 2004, Curitiba, Anais... Curitiba/PR: ANPAD, 2004, 1 CD-ROM.



BUSHEE, G.; LEUZ, C. *Economics consequences of SEC disclosure regulation: evidence from the OTC bulletin board*. **Journal of Accounting and Economics**, vol. 39, p.233-264, 2005.

CAMPBELL, David; MOORE, Geoff; SHRIVES, Philip. *Cross-sectional Effects in Community Disclosure*. **Accounting, Auditing & Accountability, Journal**, vol. 19, n.1, 2006, p.96-114.

CAMPBELL, John L. *Why Would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility*. **Academy of Management Review**, vol. 32, n° 3, 2007, pp.946-967.

CARR, Indira; OUTHWAITE, Opi. *Investigating the Impact of Anti-Corruption Strategies on International Business: An Interim Report*. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1410642>> em 18 set. 2009.

CARROLL, Archie B. A three-dimensional conceptual model corporate performance. **Academy of Management Review**, Biarcliff Manor, v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.

CHENG, Xinsheng; LI, Haiping. *Voluntary Disclosure Bringing about Information “Lemon” or “Transparent”*. **Information Reliability Perspective**, 2009.

CHIH, Hsiang-Lin; CHIH, Hsiang-Hsuan; CHEN, Tzu-Yin. *On the Determinants of Corporate Social Responsibility: International Evidence on the Financial Industry*. **Journal of Business Ethics**, vol.93, 2010, p.115-135.

CLARKSON, Peter M.; LI, Yue; RICHARDSON, Gordon D.; VASVARI, Florin P. *Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis*. **Accounting, Organizations and Society**, vol.33, 2008, p.303-327.

COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. **Economica**, New Series, vol. 4, n° 16, nov., 1937, pp. 386-405

COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. **Journal of Law and Economics**, October, 1960.

COCHRAN, Philip L.; WOOD, Robert A. *Corporate Social Responsibility and Financial Performance*. **Academy of Management Journal**, vol. 27, n° 1, p.42-56, 1984.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

COOPER, Stuart M. ; OWEN, David L. *Corporate social reporting and stakeholder accountability : The missing link*. **Accounting, Organizations and Society**, 32, 2007, p.649-667.

CORMIER, Denis; LEDOUX, Marie-Josée; MAGNAN, Michel. *Social and Environmental Disclosures: Substitutes or Complements?* **Chaire d'information financière et organisationnelle**, fev, 2009.

COSTI, R. M.; SOARES, R. O. **Determinantes do Custo de Capital Implícito das Empresas Negociadas na BOVESPA**. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 2008, Rio de Janeiro. Anais do VIII EBFIN, 2008.

COVELLO, Sergio Carlos. **Obrigação natural: elementos para uma possível teoria**. Sao Paulo: Leud, 1996.

COY, David; DIXON, Keith. *The Public Accountability Index: crafting a parametric disclosure index for annual reports*. **The British Accounting Review**, vol. 36, 2004, p.79-106.

CRONBACH, Lee J. *Coefficient Alpha and The Internal Structure of Tests*. **Psychometrika**, vol. 16, n.3, sept, 1951, p.297-334.

DAHLMAN, Carl J. *The Problem of Externality*. **Journal of Law and Economics**, vol. 22, nº1, Apr., 1979, pp. 141-162.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DE MEDEIROS, Otávio Ribeiro; SILVEIRA, Maria Lizete da. **Corporate Values and Stock Performance of Latin American Banks**. 2007. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=958897>> em 20 mar 2009.

DHALIWAL, Dan; LI, Oliver Zhen; TSANG, Albert; YANG, Young George. *Voluntary Non-Financial Disclosure and the Cos of Equity Capital: The Case of Corporate Social Responsibility Reporting*. February (2009), Disponível em SSRN: <[papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1343453](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1343453)> acesso em 07 abr 2010.

DIAMOND, D. W.; VERRECCHIA, Robert E. *Disclosure, liquidity, and the cost of capital*. **The Journal of Finance**. Cambridge, v. 46, n. 4, sep., 1991. p. 1325-360.

- EPSTEIN, Marc J.; FREEDMAN, Martin. *Social Disclosure and the Individual Investor*. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, Vol. 7 N. (4), pp. 94-109, 1994.
- ESTES, Ralph W. *Socio-Economic Accounting and External Diseconomies*. **The Accounting Review**, April, 1972, p.284-290.
- FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. **The Journal of Finance**, vol. 25, n.2, may, 1970, p.383-417.
- FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. **Journal of Finance**, vol. 47, n.2, jun., 1992, pp.427-465.
- FASB. *Conceptual Framework for Financial Reporting: The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics and Constraints of Decision-Useful Financial Reporting Information*. **Exposure Draft**, may, 2008.
- FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; SANTIAGO, Wagner de Paulo. Hipótese da Eficiência de Mercado: Um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. *Gestão & Regionalidade - Vol. 25 - Nº 75 - set-dez/2009*.
- FORTUNATO, Graziela Xavier; MOTTA, Luiz Felipe Jacques; RUSSO, Giuseppe. **Custo de Capital Próprio em Mercados Emergentes: Uma Abordagem Empírica no Brasil com Dowside Risk**. *Revista de Administração do Mackenzie*, v.11, n.1, jan./fev., 2010, pp. 92-116.
- FRANCIS, Jennifer; NANDA; Dhananjay; OLSSON, Per. *Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital*. **Journal of Accounting Research**, vol. 46, n. 1, mar, 2008, p.53-99.
- FRANCIS, Jere; KHURANA, Inder; PEREIRA, Raynolde. *Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world*. **The Accounting Review**, v. 80, p. 1125-1162, 2005.
- FREGNANI, C. A.; FANECO, R. M.; FAMÁ, R. **Avaliação do desempenho, em termos de risco e retorno, das ações value e growth no mercado acionário brasileiro no período pós-inflacionário, de 1995 a 2005**. In: XI SEMEAD, 2008, São Paulo. XI SEMEAD, 2008.
- FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. **The New York Times Magazine**, vol. 13, Sep., 1970.

GAMERSCHLAG, Ramin; MOELLER, Klaus; VERBEETEN, Frank. *Determinants of Voluntary CSR Disclosure: Empirical Evidence from Germany*. **Review of Managerial Science**, Vol. 4, 2011.

GARRÁN, Felipe Turbuk; MARTELANC, Roy. **Metodologias em Uso no Brasil para Determinação do Custo de Capital Próprio**. Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós graduação em Administração (ENANPAD), 31., 2007, Rio de Janeiro, Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007, 1 CD-ROM.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

GLAUTIER, M. W. E.; UNDERDOWN, B. **Accounting theory and practice**. 5th ed. London: Pitman, 1994.

GLAUTIER, M. W. E.; UNDERDOWN, B. **Teoria e Prática de Contabilidade e Gestão**. Lisboa: Rés, 1983.

GLIEM, Joseph A.; GLIEM, Rosemary R. *Calculating, Interpreting, and Reporting Cronbach's Alpha Reliability Coefficient for Likert-Type Scales*. **Midwest Research to Practice Conference in Adult, Continuing, and Community Education**, 2003, p.82-88.

GRAHAM, John; HARVEY, Campbell. *How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?* **Journal of Applied Corporate Finance**, vol. 15, n.1, 2002, p.7-23.

GRAY, Rob; JAVAD, Mohammed; POWER, David M.; SINCLAIR, C. Donald. *Social and Environmental Disclosure and Corporate Characteristics: A Research Note and Extension*. **Journal of Business Finances & Accounting**, Vol. 28, nº 3, April/May, p.327-356, 2001.

GRAY, Rob; KOUHY, Reza; LAVERS, Simon. *Corporate social and environmental reporting: A review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure*. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Vol. 8 No. 2, pp. 47-77, 1995.

GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica**. 4ª Edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GUTHRIE, James; ABEYSEKERA; Indra. *Content analysis of social, environmental reporting: what is new?* **Journal of Human Resource Costing & Accounting**, vol.10, n.2, 2006, p.114-126.

HAIL, Luzi; LEUZ, Christian. *International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?* **Journal of Accounting Research**. June. Chicago: v.44, n.3, jun, 2006, pp.485-531.

HAIR, Joseph F.; BABIN, Barry; MONEY, Arthur H.; SAMOUEL, Phillip. **Fundamentos de Métodos de Pesquisa em Administração**. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HAIR, Joseph F.; BLACK, William C.; BABIN, Barry; ANDERSON, Rolph J.; TATHAM; Ronald L. **Análise Multivariada de Dados**. 6ª Edição. Porto Alegre: Bookman, 2009.

HAMMOND, Kim; MILES, Samantha. *Assessing quality assessment of corporate social reporting: UK perspectives*. **Accounting Forum**, vol. 28, 2004, p.61-79.

HART, Oliver; MOORE, John. *Incomplete Contracts and Renegotiation*. **Econometrica**, vol. 56, nº 4, Jul., 1988, pp. 755-785.

HARTE, George; LEWISB, Linda; OWENC, David. *Ethical investment and the corporate reporting function*. **Critical Perspectives on Accounting**, Vol. 2, Issue 3, pp. 227-253, Sept, 1991.

HAYDEL, Belmont F. A Administração Estratégica de Programas de Responsabilidade Social em Empresas Multinacionais: Percepções da Alta Diretoria. **Revista de Administração de Empresas**, n.29, vol.3, jul./set., 1989, p.5-29.

HEAL, Geoffrey. *Corporate Social Responsibility - An Economic and Financial Framework*. Dec., 2004, Disponível em SSRN: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=642762](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=642762)>.

HILLMAN, Amy J.; KEIM, Gerald D. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's bottom line? **Strategic Management Journal**, vol.22, p.125-139, 2001.

HOLM, Claus; SCHOLER, Finn. *Reduction of Asymmetric Information Through Corporate Governance Mechanisms – The Importance of Ownership Dispersion and Exposure toward the International Capital Market*. **Corporate Governance: An International Review**, vol. 18, n.1, jan., 2010, p.32-47.

IOANNOU, Ioannis; SERAFEIM, George. *The Impact of Corporate Social Responsibility on Investment Recommendations*. 2009. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1507874>> Acesso em 03 mar. 2010.

JENSEN, M. C. **A theory of the firm**: governance, residual claims, and organizational forms. Cambridge: Harvard University Press, 2003.

JENSEN, M. C. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **Journal of Applied Corporate Finance**, Fall, 2001.

\_\_\_\_\_; MECKLING, W. H. A theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms. **Journal of Financial Economics**, Amsterdam, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

JENSEN, Robert E. **Phantasmagoric Accounting: Research and Analysis of Economic, Social and Environmental Impact of Corporate Business**. *American Accounting Association*, 1976.

JENSEN, Robert E.; CAMPFIELD, William L.; FRANK, Werner G.; LUOMA, Garay A.; MANES, Rene P.; OLIVER, Bruce L.; ONSI, Mohamed; FRANCIS, Mildred. *Report of the Committee on Measures of Effectiveness for Social Programs*. **The Accounting Review**, Supplement to Volume XLVII, vol.47, 1972, p.337-396.

JONAS, Gregory J.; BLANCHET, Jeannot. Assessing Quality of Financial Reporting. **Accounting Horizons**, vol. 14, n.3, sept, 2000, p.353-363.

KPMG INTERNACIONAL. **KPMG Internacional Survey of Corporate Responsibility Reporting 2008**. Disponível em <http://kpmg.com> em 02 Ago. 2009.

LAMBERT, Richard; LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. *Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital*. **Journal of Accounting Research**, vol. 45, n.2, may, 2007, p.385-420.

LEUZ, Christian; SCHRAND, Catherine. *Disclosure and the Cost of Capital: Evidence from Firms' Responses to the Enron Shock*. 2009. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1319646>> acesso em 07 abr 2010.

LEVITT, Arthur. *The Importance of High Quality Accounting Standards*. **Accounting Horizons**, vol. 12, n.1, mar, 1998, p.79-82.

LIMA Jr; Antônio José, JAYME Jr; Frederico. **Investimento Direto Estrangeiro e Implicações Macroeconômicas no Brasil**. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, ano 26, n. 49, p. 87-114, março de 2008.

LIMA, Gerlando A. S. Franco de. Nível de Evidenciação x Custo da Dívida das Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**, vol. 20, n.49, janeiro/abril, 2009, p.95-108.

LIMA, João Batista Nast de; TERRA, Paulo Renato Soares. **A Reação do Mercado de Capitais Brasileiro à Divulgação das Informações Contábeis**. Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós graduação em Administração (ENANPAD), 28., 2004, Curitiba, Anais... Curitiba: ANPAD, 2004, 1 CD-ROM.

LINTNER, John. *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. **Review of Economics and Statistics**, vol. 47, n.1, feb., 1965, pp.13-37.

MACHADO FILHO, Cláudio Antonio Pinheiro; ZYLBERSZTAJN, Décio. Responsabilidade Social Corporativa e a Criação de Valor para as Organizações. **Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Série de Working Papers, Working Paper n.03/024**. 2003. Disponível em <<http://www.ead.fea.usp.br/wpapers>> Acesso em 31 mar. 2010.

MALHOTRA, Naresh K. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. Tradução Laura Bocco. 4ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MATHEWS, M. R. **Social Responsible Accounting**. London: Chapman & Hall, 1993.

MATIAS-PEREIRA, José. **Manual de metodologia da pesquisa científica**. São Paulo: Atlas, 2007.

McWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald S.; WRIGHT; Patrick M. *Corporate Social Responsibility: Strategic Implications*. **Journal of Management Studies**, vol. 43, nº. 1, Jan., 2006, pp. 1-18.

McWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald. *Corporate social responsibility and financial Performance: correlation or misspecification?* **Strategic Management Journal**, Hoboken, v. 21, n. 5, p. 603-609, May 2000.

MILANI FILHO, Marco Antonio Figueiredo. Internacionalização de Empresas e Investimentos Sociais Privados: Uma Relação Inversa? **RC&C – Rev. Cont. e Controladoria**, v.2, n.1, jan./abr., 2010, p.1-14.

MILANI FILHO, Marco Antonio Figueiredo. Responsabilidade Social e Investimento Social Privados: entre o discurso e a evidenciação. **Revista Contabilidade e Finanças**, vol. 19, n.47, maio/agosto, 2008, p.89-101.

MINARDI, Andrea Maria Accioly Fonseca. **Retornos Passados Prevêem Retornos Futuros?** *RAE-eletrônica*, v. 3, n. 2, Art. 14, jul./dez. 2004.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. **The American Economic Review**, vol. 48, nº 3, jun., 1958, p.261-297.

MOISSET DE ESPANES, Luis. **Obligaciones naturales y deberes morales**. Buenos Aires: Zavalia, 1998.

MORSING, Mette; SCHULTZ, Majken. *Corporate social responsibility communication: stakeholder information, response and involvement strategies*. **Business Ethics: A European Review**, vol. 15, n.4, oct., 2006, p.323-338.

MURCIA, F. D. R.; SANTOS, Ariovaldo dos. Fatores Determinantes do Nível de *Disclosure* Voluntário das Companhias Abertas no Brasil. **REPeC – Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, vol.3, n.2, art.4, mai-ago, 2009, p.72-95.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; SOUZA, Flávia Cruz de . **Discretionary-Based Disclosure: The Case of Social and Environmental Reporting in Brazil**. In: 9º Congresso de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2009.

NASER, Kamal; NUSEIBECH, Rana. Quality of financial reporting: evidence from the listed Saudi nonfinancial companies. **The International Journal of Accounting**, vol. 38, 2003, p.41-69.

NOBES, Christopher W. Rules-Based Standards and the Lack of Principles in Accounting. **Accounting Horizons**, vol. 19, n.1, p.25-34, 2005.

NOSSA, Valcemiro; CEZAR, Jesuína Figueira; NOSSA, Sílvia Neris. **A Relação entre o Retorno Anormal e a Responsabilidade Social e Ambiental: um Estudo Empírico na Bovespa no Período de 1999 a 2006**. Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós graduação em Administração (ENANPAD), 32., 2008, Rio de Janeiro, Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2008, 1 CD-ROM.

OBAIDAT, Ahmad N. Accounting Information Qualitative Characteristics Gap: Evidence from Jordan. **International Management Review**, vol. 3, n.2, 2007, p.26-32.

ORLITZKY, Marc; BENJAMIN, John D. *Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review*. **Business Society**, vol. 40, n.4, 2001, p.369-396.

PASQUALI, Luiz. **Psicometria: teoria dos testes na psicologia e na educação**. Petrópolis: Vozes, 2003.



PAUL, Catherine J. Morrison; SIEGEL, Donald S. **Corporate Social Responsibility and Economic Performance**. Jan., 2006, Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=900838](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900838)>

PELIANO, Anna Maria T. Medeiros (coord.) *et al.* **A iniciativa privada e o espírito público: um retrato da ação social das empresas no Brasil**. Brasília: Ipea, 2002.

PELIANO, Anna Maria T. Medeiros (coord.) *et al.* **A iniciativa privada e o espírito público: a evolução da ação social das empresas privadas no Brasil**. Brasília: Ipea, 2006.

PEREIRA, Alexandre. **Guia Prático de Utilização do SPSS – Análise de Dados para Ciências Sociais e Psicologia**. 6ª edição. Lisboa: Edições Silabo, 2006.

PETERSON, Robert A. A Meta-analysis of Cronbach's Coefficient Alpha. **The Journal of Consumer Research**, vol. 21, n.2, sep., 1994, p.381-391.

PODDI, Laura; VERGALLI, Sergio. *Does Corporate Social Responsibility Affect the Performance of Firms?* **Nota Di Lavoro 52.2009**. 2009. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1444333>>.

PORTER; Michael E.; KRAEMER, Mark R. The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy. **Harvard Business Review**, Dec, 2002.

RAMANATHAN, Kavasseri V. *Toward a theory of corporate social accounting*. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 51, n. 3, p. 516-528, Jul. 1976.

REIS, C. F.; COSTA, O. L. V. Generalização do CAPM aplicada ao mercado de telefonia celular do Brasil. **Rev. Ciênc. Admin.**, v. 14, n.1 , ago. 2008, p. 89-104.

REVERTE, Carmelo. *Determinants of Corporate Social Responsibility Disclosure Ratings by Spanish Listed Firms*. **Journal of Business Ethics**, vol. 88, 2008, p. 351-366.

REZENDE, Idália Antunes Cangussú *et al.* **Um Estudo sobre o Desempenho Financeiro do Índice Bovespa de Sustentabilidade Empresarial**. Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós graduação em Administração (ENANPAD), 31., 2007, Rio de Janeiro, Anais... Salvador: ANPAD, 2007, 1 CD-ROM.

RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. **Accounting Theory**. 5ª edition. London: Thomson Learning, 2004.

RIAHI-BELKAOUI, Ahmed; KARPIK, Philip G. *Determinants of the Corporate Decision to Disclosure Social Information*. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, Vol. 1 No. (1), pp. 36-51, Dec, 1988.

RICHARDSON, Alan J.; WELKER, Michael. Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost Capital of Equity Capital. **Accounting Organizations and Society**, Vol. 26, 2001, p.597-616.

RICHARDSON, Alan J.; WELKER, Michael; HUTCHINSON, Ian R. Managing capital market reactions to corporate social responsibility. **International Journal of Management Reviews**, Vol. 1, 1999, p.17-43.

RICHARDSON, Jarry Roberto *et al.* **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

RIORDAN, Michael H. Uncertainty, Asymmetric Information and Bilateral Contracts. **The Review of Economic Studies**, vol. 51, nº 1, Jan., 1984, pp. 83-93.

RIZK, Riham; DIXON, Robert; WOODHEAD, Anne. *Corporate social and environmental reporting: a survey of disclosure practices in Egypt*. **Social Responsibility Journal**, vol. 4, n.3, 2008, p.306-323.

ROCKNESS, Joanne; WILLIAMS, Paul F. A descriptive study of social responsibility mutual funds. **Accounting, Organizations and Society**, Vol. 13, Issue 4, Pages 397-411, 1988.

RODRIGUEZ, Linda C.; LeMASTER, Jane. Voluntary corporate social responsibility disclosure – SEC “CSR Seal of Approval”. **Business & Society**, vol. 45, n.3, p.370-383, 2007.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa. **Justificativa de se Incorporar o Índice de Risco Brasil no Modelo CAPM**. In: IV Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2004, São Paulo, 2004.

ROGERS, Pablo; SECURATO, José Roberto. **CAPM Teórico versus CAPM Empírico: Sugestão para Estimativa do Beta nas Decisões Financeiras**. In: VIII Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2008.

ROGERS, Pablo; SECURATO, José Roberto. Estudo Comparativo no Mercado Brasileiro do Capital Asset Pricing Model (CAPM), Modelo 3-Fatores de Fama e French e Reward Beta Approach. **RAC Eletrônica (Online)**, v. 3, p. 159-179, 2009.

ROVER, Suliani; MURCIA, Fernando Dal-Ri. **Influência do *Disclosure* Voluntário Econômico e Socioambiental no Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras**. In. Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós graduação em Contabilidade (ANPCONT), 4., 2010, Natal, Anais... Natal: ANPCONT, 2010, 1 CD-ROM.

SAIIA, David H.; CARROLL, Archie B.; BUCHHOLTZ, Ann K. Philanthropy as Strategy: when Corporate Charity “Begins at Home”. *Business & Society*, vol. 42, n.2, Jun, 2003, p.169-201.

SALEH, Mustaruddin. Corporate Social Responsibility Disclosure in an Emerging Market: A longitudinal Analysis Approach. *International Business Research*, vol. 2, n.1, jan, 2009, p. 131-141.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. **A Relevância de Prêmios por Risco Soberano e Risco Cambial no Uso do CAPM para Estimação do Custo de Capital das Empresas**. In. IV Encontro Brasileiro de Finanças, 4., 2004, São Paulo, Anais... São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2004.

SARLO NETO, Alfredo. **A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro**. Dissertação (Mestrado). 243 p. Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE). 2004.

SAUDAGARAN, S. M.; BIDDLE, G.. C. *Foreign listing location: a study of MNCs and stock exchanges in eight countries*. *Journal of Informational Business*, vol. 23(2), p.319-341, 1995.

SCOTT, D. R. The basis of accounting principles. *The Accounting Review*, Sarasota, v.16, n.4, p. 341-349, Dec. 1941.

SCOTT, William Robert. **Financial Accounting Theory**. 5th edition. Toronto: Pearson Prentice Hall, 2009.

SEIDLER, Lee J.; SEIDLER, Lynn L. **Social Accounting: Theory, Issues, and Cases**. Los Angeles: Melville Publishing Co., 1975.

SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*, vol. 19, n.3, sep., 1964, p.425-442.

SIEGEL, Donald S.; VITALIANO, Donald F. An Empirical Analysis of the Strategic Use of Corporate Social Responsibility. April, 2006, Disponível em <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=900521](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=900521)>

SILVA, Lílian Simone Aguiar da; QUELHAS, Osvaldo Luiz Gonçalves. **Sustentabilidade Empresarial e o Impacto no Custo de Capital Próprio das Empresas de Capital Aberto.** *Gestão & Produção*, v.13, n.3, set/dez, 2006, PP.385-395.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa e estrutura de propriedade:** determinantes e relação e desempenho das empresas no Brasil. 2004. 250 f. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ; Rubens. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Revista Brasileira de Finanças**, vol. 4, n.1, 2005, p.1-30.

SILVEIRA, H. P.; BARROS, L.A.; FAMA, R. **Conceito de Taxa Livre de Risco e sua Aplicação no Capital Asset Pricing Model - Um Estudo Exploratório para o Mercado Brasileiro.** In: 2º Encontro Brasileiro de Finanças, 2002, Rio de Janeiro. 2º Encontro Brasileiro de Finanças, 2002.

SIMNETT; Roger; VANSTRAELEN, Ann; CHUA, Wai Fong. *Assurance on Sustainability Reports: An International Comparison.* **The Accounting Review**, vol. 84, n.3, 2009, p.937-967.

SMITH, Joyce van der Laan; ADHIKARI, Ajay; TONDKAR, Rasoul H. *Exploring differences in social disclosure internationally: A stakeholder perspective.* **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 24, p.123-151, 2005.

SMITH, Joyce van der Laan; ADHIKARI, Ajay; TONDKAR, Rasoul H; ANDREWS, Robert L. *The impact of corporate social disclosure on investment behavior: A cross-national study.* **J. Account. Public Policy**, vol.29, 2010, p.177-192.

STERNBERG, Elaine. *The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine.* **Foundation for Business Responsibilities**, Issue Paper No. 4, November 1999. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=263144>> em 21 jun 2007.

STOCKEN, Phillip C. *Credibility of voluntary disclosure.* **RAND Journal of Economics**, vol.31, n.2, summer, 2000, p.359-374.

STULZ, René M. Globalization, Corporate Finance, and the Cost of Capital. **Journal of Applied Corporate Finance**, vol. 12, n.3, Fall, 1999, p.8-25.

TAMBOSI FILHO, Elmo; GARCIA, Fábio Gallo; BERTUCCI, Luiz Alberto. Testando Empiricamente o CAPM Condicional dos Retornos Esperados de Carteiras dos Mercados Brasileiro, Argentino e Norte-Americano. **Revista de Gestão USP**, v.14, n.4, out./dez., 2007, pp.63-75.

TIAN, Yu; CHEN, Jingliang. *Concepto f Voluntary Information Disclosure and a Review of Relevant Studies*. **International Journal of Economics and Finance**, vol. 1, n.2, aug., 2009, p.55-59.

UDAYASANKAR, Krisna. *Corporate Social Responsibility and Firm Size*. **Journal of Business Ethics**, springer, 2007.

UNERMAN, Jeffrey. Methodological issues: Reflections on quantification in corporate social reporting content analysis. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, vol.13, n/5, 2000, p.667-680.

UTTING, P. Regulating business via multistakeholder initiatives: a preliminary assessment. 2005. **Voluntary approaches to corporate responsibility**. Disponível em < <http://www.unrisd.org/>> em 25 ago 2008.

VANSTRAELEN, Ann; ZAZERSKI, Marilyn T.; ROBB, Sean W. G. Corporate Nonfinancial Disclosure Practices and Financial Analyst Forecast Ability Across Three European Countries. **Journal of Internacional Financial Management and Accounting**, p.249-278, 2003.

WADDOCK, Sandra A.; GRAVES, Samuel B. The corporate social performancefinancial performance link. **Strategic Management Journal**, vol. 18, 4, p.313-319, 1997.

WILLIAMS, Paul F. The Evaluative Relevance of Social Data. **The Accounting Review**, vol. LV, n° 1, jan., 1980.

WILLIAMSON, Oliver E. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **Journal of Economic Perspectives**, v. 16, n° 3, Summer 2002, pp.171–195.

WISEMAN, Joanne. An evaluation of environmental disclosures made in corporate annual reports. **Accounting, Organizations and Society**, Vol. 7, Issue 1, Pages 53-63, 1982.

ZYLBERSZTAJN, Décio. Organização Ética: um Ensaio sobre Comportamento e Estrutura das Organizações. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, v.6, n° 2, mai/ago, 2001, p.123-143.

**APÊNDICE A – Estudos anteriores e o uso variáveis sociais externas (comunidade)**

<b>Estudo</b>	<b>Variáveis</b>	<b>Mensuração</b>
Bauer e Fenn (1972) <i>appud</i> Glautier e Underdown (1983)	1) Levantamento de todas as atividades da empresa que tenham impacto social; 2) Analisar as circunstâncias que necessitam dessas atividades; 3) Avaliar, o melhor possível, o tipo de programas sociais que seriam mais relevantes para as atividades da empresa; 4) Avaliar a maneira como esses programas sociais se harmonizam com os próprios objetivos da empresa e os da sociedade em geral.	Não se aplica.
Ramanathan (1976)*	1) Efeito do desenvolvimento econômico na comunidade; 2) Efeito da educação, treinamento, prevenção contra criminalidade, etc, na comunidade; 3) Efeito do deslocamento das pessoas no trânsito, congestionamento, poluição, etc.	Não se aplica
Mathews (1993)*	Indicadores específicos de serviço à comunidade, tais como: 1) Bolsas de estudos; 2) Oferta de equipamentos e pessoal; 3) Patrocínio, etc.	Não se aplica
Haydel (1989)*	1) Estabelecimento de objetivos/metasp; 2) Análise ambiental; 3) Estratégia e estrutura; 4) Implementação e impacto de programas em ambientes fora dos Estados Unidos; 5) Técnicas de avaliação.	Não se aplica
Epstein e Freedman (1994)**	1) Creches para uso das crianças dos empregados; 2) Aumento da participação da comunidade na solução dos problemas, como habitação e educação; 3) Contribuir com mais dinheiro para a caridade; 4) Melhoria de programas para benefício das mulheres; 5) Melhoria de programas para benefício das minorias.	Questionário com escala de 1 a 10, sendo 1 para mais importante e 10 para menos importante.
Gray, Kouhy e Lavers (1995)*	1) Exclusão de instituições de caridade; 2) Qualquer referência à comunidade e/ou envolvimento social fora por parte dos empregados; 3) Escolas, artes, esporte, patrocínio; 4) Negócios na comunidade, programa de voluntariado; 5) Doações em espécie para instituições de caridade registrada na Lei de Empresas; 6) Doações através de empregados; 7) Referências e quantidades de doações políticas.	Foram utilizadas 4 tipos de categorização: 1) de 3 pontos, sendo 1 inf. descrit.; 2 inf. quant. e não monetária; 3 inf. monetária; 2) Porcentagem de infor. contida no relatório; 3) Verificabilidade por auditores; 4) Informação classificada como boa, ruim ou neutra.
Hillman e Keim (2001)**	1) Doações de caridade; 2) Apoio a agências sem fins lucrativos; 3) Programas educacionais; 4) Programas de treinamento; 5) Participação em iniciativas públicas ou privadas.	Escala de -2 a +2 pontos

continua página seguinte

**continuação – Apêndice A – Estudos anteriores e o uso variáveis sociais externas (comunidade)**

<b>Estudo</b>	<b>Variáveis</b>	<b>Mensuração</b>
Naser e Nuseibech (2003)***	1) Informação de transações que afetaram o resultado corrente; 2) Informação de transações que podem afetar o resultado futuro; 3) Informação de expansão futura; 4) Informação sobre doações para universidades e instituições de caridade.	Entrevista com uma escala de 1 a 5.
Hammond e Miles (2004)****	1) Informações de dados quantitativos; 2) Verificabilidade por terceiros; 3) Revisão metodológica de protocolos; 4) Estabelecimento de metas apropriadas ou indicadores de desempenho-chave; 5) Adoção de guias e padrões; 6) Capacidade de avaliar com precisão o desempenho da evidenciação; 7) Declaração clara da visão do Presidente; 8) Cobertura de questões significativas; 9) Amplo acesso; 10) Frequência de divulgação; 11) Prêmios/reconhecimento.	Não se aplica
Smith, Adhikari e Tondkar (2005)*	1) Programas educacionais oferecidos; 2) Apoio a escolas, atividades esportivas e culturais; 3) Programas de voluntariado; 4) Apoio a programas sociais.	Análise de conteúdo pela mensuração de sentenças, palavras e páginas.
Hossain, Islam e Andrew (2006)*	1) Doações de caridade, artes, esportes, etc; 2) Relacionamento com a população local; 3) Bem-estar social; 4) Transporte, e creches para as crianças dos empregados; 5) Programas de reabilitação; 6) Instituição(ões) de ensino; 7) Estabelecimentos médicos; 8) Parques e jardins; 9) Auditório público.	Escala dicotômica, com a ponderação entre os itens evidenciados e não evidenciados para identificar o total de itens evidenciados.
Rizx, Dixon e Woodhead (2008)*	1) Missão, propósito ou código de conduta; 2) Saúde pública, segurança e proteção; 3) Políticas de envolvimento público; 4) Relação com a comunidade; 5) Investimentos sociais e doações.	Escala dicotômica, sendo considerado como item atendido qualquer menção seja qualitativa ou quantitativa.
Cormier, Ledoux e Magman (2009)*	1) Criação de posto de trabalho; 2) Desenvolvimento regional; 3) Doações e patrocínios; 6) Desenvolvimento de produtos e ambiente; 7) Ética no negócio; 8) Alianças estratégicas; 9) Envolvimento com a comunidade; 10) Atividades sociais;	Escala de 3 pontos, sendo: 1) discussão em geral; 2) descrição de um item específico; e 3) descrição de um item em termos monetários ou quantitativo.

\* descrição como dimensão específica do *social disclosure* e relação com a comunidade

\*\* descrição das principais variáveis do *social disclosure* e relação com a comunidade

\*\*\* descrição das principais variáveis sob o aspecto de informação voluntária

\*\*\*\* atributos necessários para determinação da qualidade dos relatórios sociais corporativos na opinião de executivos ingleses

## **APÊNDICE B – Categorização dos itens evidenciados**

### **Direcionador – avaliação**

#### **Item – relação dos programas sociais com os valores da empresa**

Restrito – não evidencia os valores da empresa tampouco sua importância para com a proposição dos programas sociais;

Baixo – evidencia os valores da empresa, porém não explica como estes são influenciados na proposição dos programas sociais;

Médio – evidencia os valores da empresa e como estes influenciam na proposição de todos os programas sociais por área de atuação;

Amplamente – evidencia os valores da empresa e de forma individualizada explica a como estes influenciaram na proposição dos programas sociais.

#### **Item – avaliação das necessidades locais para a realização dos programas sociais**

Restrito – não evidencia se realizou a avaliação das necessidades locais para a proposição dos programas sociais;

Baixo – evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais, porém não explica como foi realizada e tampouco como determinaram a proposição dos programas sociais;

Médio – evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais e como estes determinam a proposição para a proposição de todos os programas sociais por área de atuação, ou somente de alguns programas sociais;

Amplamente – evidencia que realizou a avaliação das necessidades locais e de forma individualizada explica a como estes determinaram a proposição dos programas sociais.

#### **Item – descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais**

Restrito – não evidencia os pontos que requerem melhorias na atuação dos programas sociais;

Baixo – evidencia a necessidade de melhorias no desempenho dos programas sociais, mas não comenta quais, ou ainda, revela que realiza a avaliação dos programas mas não revela que melhorias devem ser realizadas;

Médio – evidencia os pontos necessários para melhoria a partir de cada área de atuação, de forma não individualizada por programa social, ou ainda o faz somente para alguns programas sociais;



Ampla – evidencia por programa social os pontos que requerem melhorias para obtenção de um melhor desempenho.

**Item – descrição de programas sociais futuros e em andamento**

Restrito – não evidencia quais serão os programas sociais a serem desenvolvidos no ano subsequente;

Baixa – evidencia que continuará realizando os programas sociais, mas não comenta quais serão;

Médio – evidencia por área de atuação a continuidade e/ou proposição de novos programas para o ano subsequente, porém não o faz de forma individualizada ou ainda o faz somente para alguns programas sociais;

Ampla – evidencia por programa social aqueles que serão apoiados no ano subsequente, bem como a proposição ou não de novos programas sociais.

**Direcionador – mensuração**

**Item – descrição de objetivos e metas para os programas sociais**

Restrito – não evidencia os objetivos e metas dos programas sociais;

Baixa – evidencia os objetivos para proposição dos programas sociais, no entanto, não os discute por área de atuação, tampouco por programa realizado;

Médio – evidencia os objetivos e metas por área de atuação dos programas sociais, ou ainda comenta os objetivos dos programas sociais e algumas metas qualitativas;

Ampla – evidencia os objetivos e metas quantitativas para cada programa social.

**Item – recursos financeiros alocados nos programas sociais**

Restrito – não evidencia os valores alocados para os programas sociais no exercício do relatório social;

Baixa – evidencia que realizou alocações de recursos para os programas sociais, mas não revela seus valores, ou somente o valor total dos recursos alocados;

Médio – evidencia a alocação de recursos financeiros por área de atuação dos programas sociais;

Ampla – evidencia a alocação de recursos financeiros por área de atuação e por programa social.

**Item – valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado**

Restrito – não evidencia se possui programa de voluntariado, tampouco seu custo de organização;

Baixo – evidencia que possui programa de voluntariado, porém não revela se sua organização possui custo para empresa;

Médio – evidencia que possui programa de voluntariado, comentando o seu custo por área de atuação, ou se o mesmo não possui custo para empresa;

Amplamente – evidencia que possui programa de voluntariado, comentando o seu custo ou não para cada programa social desenvolvido. Caso a empresa não possua programa de voluntariado, tal informação deverá ser divulgada e classificada como amplo, uma vez que deixa claro que a empresa não possui custos adicionais por não tê-lo;

**Item – valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais**

Restrito – não evidencia se destinou recursos materiais para os programas sociais;

Baixo – revela que destinou recursos materiais, porém não evidencia a quantia de tais recursos;

Médio – evidencia a destinação de recursos materiais aos programas sociais, bem como seus valores por área de atuação, sem a discriminação individualizada por programa social;

Amplamente – evidencia a destinação de recursos materiais, bem como seus valores de forma discriminada por programa social.

**Item – resultados sociais obtidos nos programas sociais**

Restrito – não evidencia os resultados obtidos nos programas sociais;

Baixo – evidencia que alcançou os resultados esperados, mas não evidencia quais foram;

Médio – evidencia os resultados alcançados por área de atuação, porém não o faz de forma individualizada por programa social, ou ainda o faz somente para alguns programas sociais, não abrangendo todas as ações desenvolvidas ou apoiadas;

Amplamente – evidencia por programa social os resultados obtidos.

**Item – projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais**

Restrito – não evidencia quais serão os valores financeiros a serem alocados nos programas sociais para o ano subsequente;

Baixo – evidencia que fará alocações de recursos financeiros aos programas sociais para o ano subsequente, porém não revela seus valores;

Médio – evidencia os valores financeiros a serem alocados para o ano subsequente por área de atuação, porém não o faz de forma individualizada por programa social;

Amplio – evidencia a projeção de alocação do fluxo de caixa para os programas sociais do ano subsequente, com a discriminação individualizada por programa social.

### **Direcionador – padrão de relatórios**

#### **Item – distribuição do valor adicionado.**

Restrito – não evidencia;

Baixo – evidencia somente o valor adicionado;

Médio – evidencia a distribuição do valor adicionado, porém ser a verificabilidade por uma empresa de auditoria;

Amplio – evidencia a do valor adicionado, com a verificabilidade por uma empresa de auditoria.

#### **Item – disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social**

Restrito – não possui informações sobre os programas sociais que patrocina, tampouco relatórios sociais;

Baixo – disponibiliza informações sobre os programas sociais em sua página na rede mundial de computadores (internet) porém não possui relatório social;

Médio – os relatórios foram encaminhados via correio uma vez que não disponibilizou os relatórios na rede mundial de computadores (internet);

Amplio – disponibiliza os relatórios em sua página na rede mundial de computadores (internet).

#### **Item – frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social**

Restrito – não possui uma política de divulgação que determine a periodicidade dos relatórios;

Baixo – dispõe de uma política de divulgação, porém não menciona de forma explícita a periodicidade em que seus relatórios sociais são divulgados;

Médio – dispõe de uma política de divulgação que evidencia a frequência em que seus relatórios sociais são divulgados, porém ela está divulgada somente em sua *web page*, ou é disponibilizado o calendário eventos somente em sua *web page* ou ainda os arquivos dos relatórios sociais são disponibilizados por data de divulgação;

Amplo – possui uma política de divulgação que evidencia a frequência em que seus relatórios sociais são divulgados, ou possui um calendário de eventos como um instrumento formal de disponibilização de seus relatórios.

## APÊNDICE C – Formulário para avaliação por juízes

### FORMULÁRIO PARA AVALIAÇÃO DE INSTRUMENTO POR JUÍZES

Estamos desenvolvendo um indicador para mensurar o **nível de social disclosure em empresas brasileiras, sob a vertente das ações discricionárias empreendidas na comunidade**. O *social disclosure* é definido como um instrumento de relacionamento entre empresa-sociedade, que envolve a empresa em projetos que visam à redução de externalidades por meio de programas sociais.

Por característica os programas sociais são atividades que fogem ao escopo da atividade operacional das empresas privadas, fazendo com que o gestor do recurso empresarial tenha que prestar contas acerca da alocação deste aos acionistas sobre os mais diversos aspectos, tais como: critério de alocação; avaliação de resultados; valores alocados; entre outros.

Dessa forma, o indicador ora proposto possui três dimensões que demonstram a característica o item a ser coletado.

Dimensões básicas:

- 1) Avaliação – o item evidenciado tem por característica básica aspectos qualitativos da informação social.
- 2) Mensuração – o item evidenciado tem por característica básica aspectos quantitativos da informação social.
- 3) Padrão de relatórios – o item evidenciado está relacionado a um padrão previamente estabelecido para a informação social, seja em termos de relatório ou em termos de periodicidade para sua publicação.

Considerando estas definições, solicitamos que:

- Avalie o grau de **clareza** dos itens;
- Avalie em que medida os itens são **pertinentes para abordar as dimensões básicas**;
- Assinale com um X a **qual dimensão o item pertence**;

ITEM EVIDENCIADO	DIMENSÃO		
	1	2	3
1- Relação dos programas sociais com os valores da empresa			
(CLAREZA) 1 Pouco claro 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Totalmente Claro			
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Totalmente pertinente			
2- Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais			
(CLAREZA) 1 Pouco claro 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Totalmente Claro			
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Totalmente pertinente			
3- Descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais			
(CLAREZA) 1 Pouco claro 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Totalmente Claro			
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Totalmente pertinente			
4- Descrição dos programas sociais futuros e em andamento			
(CLAREZA) 1 Pouco claro 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Totalmente Claro			
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente 2 3 4 5 6 7 8 9 10 Totalmente pertinente			

ITEM EVIDENCIADO	DIMENSÃO		
	1	2	3
5- Descrição de objetivos e metas para os programas sociais			
(CLAREZA) 1 Pouco claro	2	3	4
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente	2	3	4
6- Recursos financeiros alocados nos programas sociais.			
(CLAREZA) 1 Pouco claro	2	3	4
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente	2	3	4
7- Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado.			
(CLAREZA) 1 Pouco claro	2	3	4
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente	2	3	4
8- Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais			
(CLAREZA) 1 Pouco claro	2	3	4
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente	2	3	4
9- Resultados sociais obtidos nos programas sociais			
(CLAREZA) 1 Pouco claro	2	3	4
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente	2	3	4
10- Projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais			
(CLAREZA) 1 Pouco claro	2	3	4
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente	2	3	4
11- Distribuição do Valor Adicionado.			
(CLAREZA) 1 Pouco claro	2	3	4
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente	2	3	4
12- Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social.			
(CLAREZA) 1 Pouco claro	2	3	4
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente	2	3	4
13- Frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social.			
(CLAREZA) 1 Pouco claro	2	3	4
(PERTINÊNCIA) 1 Pouco pertinente	2	3	4

### Comentários

<b>Item 1</b> – Relação dos programas sociais com os valores da empresa
<b>Item 2</b> Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais
<b>Item 3</b> – Descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas Sociais
<b>Item 4</b> – Descrição dos programas sociais futuros e em andamento
<b>Item 5</b> – Descrição de objetivos e metas para os programas sociais

<b>Item 6</b> – Recursos financeiros alocados nos programas sociais
<b>Item 7</b> – Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado
<b>Item 8</b> – Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais
<b>Item 9</b> – Resultados sociais obtidos nos programas sociais
<b>Item 10</b> – Projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais
<b>Item 11</b> – Distribuição do Valor Adicionado
<b>Item 12</b> – Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social.
<b>Item 13</b> – Frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social.

### **Agradecemos sua colaboração!**

Rodrigo de Souza Gonçalves – [rgoncalves@unb.br](mailto:rgoncalves@unb.br)  
Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros, PhD – Orientador – [otavio@unb.br](mailto:otavio@unb.br)

**APÊNDICE D – Correlação parcial entre as itens evidenciados pelo índice de *social disclosure* – ano 2005**

		VAR001	VAR002	VAR003	VAR004	VAR005	VAR006	VAR007	VAR008	VAR009	VAR010	VAR011	VAR012	VAR013
VAR001	Pearson Correlation	1	,655(**)	,339(**)	,452(**)	,612(**)	,622(**)	,527(**)	,366(**)	,661(**)	,180	,438(**)	,226(*)	,127
	Sig. (2-tailed)		,000	,002	,000	,000	,000	,000	,001	,000	,109	,000	,042	,257
VAR002	Pearson Correlation	,655(**)	1	,461(**)	,525(**)	,505(**)	,458(**)	,400(**)	,202	,520(**)	,231(*)	,392(**)	,178	,110
	Sig. (2-tailed)	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,071	,000	,038	,000	,111	,327
VAR003	Pearson Correlation	,339(**)	,461(**)	1	,390(**)	,487(**)	,324(**)	,154	,046	,304(**)	,083	,237(*)	,064	,123
	Sig. (2-tailed)	,002	,000		,000	,000	,003	,170	,681	,006	,461	,033	,570	,274
VAR004	Pearson Correlation	,452(**)	,525(**)	,390(**)	1	,552(**)	,412(**)	,498(**)	,218	,435(**)	,324(**)	,227(*)	,130	,125
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,051	,000	,003	,042	,246	,268
VAR005	Pearson Correlation	,612(**)	,505(**)	,487(**)	,552(**)	1	,521(**)	,395(**)	,138	,657(**)	,096	,399(**)	,199	,226(*)
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,220	,000	,393	,000	,075	,042
VAR006	Pearson Correlation	,622(**)	,458(**)	,324(**)	,412(**)	,521(**)	1	,590(**)	,285(**)	,527(**)	,185	,499(**)	,207	,128
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,003	,000	,000		,000	,010	,000	,099	,000	,063	,255
VAR007	Pearson Correlation	,527(**)	,400(**)	,154	,498(**)	,395(**)	,590(**)	1	,426(**)	,537(**)	,179	,234(*)	,151	-,020
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,170	,000	,000	,000		,000	,000	,109	,036	,177	,861
VAR008	Pearson Correlation	,366(**)	,202	,046	,218	,138	,285(**)	,426(**)	1	,307(**)	,224(*)	,039	,096	-,121
	Sig. (2-tailed)	,001	,071	,681	,051	,220	,010	,000		,005	,044	,728	,392	,281
VAR009	Pearson Correlation	,661(**)	,520(**)	,304(**)	,435(**)	,657(**)	,527(**)	,537(**)	,307(**)	1	,182	,325(**)	,227(*)	,103
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,006	,000	,000	,000	,000	,005		,104	,003	,041	,361
VAR010	Pearson Correlation	,180	,231(*)	,083	,324(**)	,096	,185	,179	,224(*)	,182	1	,109	,053	-,020
	Sig. (2-tailed)	,109	,038	,461	,003	,393	,099	,109	,044	,104		,333	,637	,863
VAR011	Pearson Correlation	,438(**)	,392(**)	,237(*)	,227(*)	,399(**)	,499(**)	,234(*)	,039	,325(**)	,109	1	,231(*)	,189
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,033	,042	,000	,000	,036	,728	,003	,333		,038	,092
VAR012	Pearson Correlation	,226(*)	,178	,064	,130	,199	,207	,151	,096	,227(*)	,053	,231(*)	1	,350(**)
	Sig. (2-tailed)	,042	,111	,570	,246	,075	,063	,177	,392	,041	,637	,038		,001
VAR013	Pearson Correlation	,127	,110	,123	,125	,226(*)	,128	-,020	-,121	,103	-,020	,189	,350(**)	1
	Sig. (2-tailed)	,257	,327	,274	,268	,042	,255	,861	,281	,361	,863	,092	,001	

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed)

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed)



**Apêndice E – Correlação parcial entre as itens evidenciados pelo índice de *social disclosure* – ano 2008**

	VAR001	VAR002	VAR003	VAR004	VAR005	VAR006	VAR007	VAR008	VAR009	VAR010	VAR011	VAR012	VAR013
VAR001 Pearson Correlation	1	,664(**)	,347(**)	,510(**)	,701(**)	,567(**)	,426(**)	,409(**)	,801(**)	,141	,089	,244(*)	,213
VAR001 Sig. (2-tailed)		,000	,001	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,203	,425	,026	,054
VAR002 Pearson Correlation	,664(**)	1	,317(**)	,467(**)	,574(**)	,429(**)	,264(*)	,239(*)	,625(**)	,143	,068	,165	,082
VAR002 Sig. (2-tailed)	,000		,004	,000	,000	,000	,016	,030	,000	,196	,543	,135	,460
VAR003 Pearson Correlation	,347(**)	,317(**)	1	,467(**)	,542(**)	,347(**)	,298(**)	,330(**)	,342(**)	,348(**)	,107	,065	,121
VAR003 Sig. (2-tailed)	,001	,004		,000	,000	,001	,006	,002	,002	,001	,335	,557	,276
VAR004 Pearson Correlation	,510(**)	,467(**)	,467(**)	1	,556(**)	,587(**)	,353(**)	,233(*)	,523(**)	,351(**)	,008	,124	,131
VAR004 Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		,000	,000	,001	,034	,000	,001	,944	,264	,238
VAR005 Pearson Correlation	,701(**)	,574(**)	,542(**)	,556(**)	1	,521(**)	,425(**)	,490(**)	,672(**)	,303(**)	,139	,177	,206
VAR005 Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,005	,209	,110	,062
VAR006 Pearson Correlation	,567(**)	,429(**)	,347(**)	,587(**)	,521(**)	1	,518(**)	,432(**)	,513(**)	,199	,133	,199	,226(*)
VAR006 Sig. (2-tailed)	,000	,000	,001	,000	,000		,000	,000	,000	,072	,232	,072	,040
VAR007 Pearson Correlation	,426(**)	,264(*)	,298(**)	,353(**)	,425(**)	,518(**)	1	,454(**)	,405(**)	,169	,125	,177	,172
VAR007 Sig. (2-tailed)	,000	,016	,006	,001	,000	,000		,000	,000	,126	,261	,110	,119
VAR008 Pearson Correlation	,409(**)	,239(*)	,330(**)	,233(*)	,490(**)	,432(**)	,454(**)	1	,377(**)	,231(*)	,147	,123	,105
VAR008 Sig. (2-tailed)	,000	,030	,002	,034	,000	,000	,000		,000	,035	,184	,268	,346
VAR009 Pearson Correlation	,801(**)	,625(**)	,342(**)	,523(**)	,672(**)	,513(**)	,405(**)	,377(**)	1	,186	,136	,206	,133
VAR009 Sig. (2-tailed)	,000	,000	,002	,000	,000	,000	,000	,000		,093	,220	,062	,230
VAR010 Pearson Correlation	,141	,143	,348(**)	,351(**)	,303(**)	,199	,169	,231(*)	,186	1	,079	,048	,233(*)
VAR010 Sig. (2-tailed)	,203	,196	,001	,001	,005	,072	,126	,035	,093		,479	,666	,034
VAR011 Pearson Correlation	,089	,068	,107	,008	,139	,133	,125	,147	,136	,079	1	,319(**)	,145
VAR011 Sig. (2-tailed)	,425	,543	,335	,944	,209	,232	,261	,184	,220	,479		,003	,191
VAR012 Pearson Correlation	,244(*)	,165	,065	,124	,177	,199	,177	,123	,206	,048	,319(**)	1	,325(**)
VAR012 Sig. (2-tailed)	,026	,135	,557	,264	,110	,072	,110	,268	,062	,666	,003		,003
VAR013 Pearson Correlation	,213	,082	,121	,131	,206	,226(*)	,172	,105	,133	,233(*)	,145	,325(**)	1
VAR013 Sig. (2-tailed)	,054	,460	,276	,238	,062	,040	,119	,346	,230	,034	,191	,003	

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**APÊNCIDE F – Correlação parcial entre as itens evidenciados pelo índice de *social disclosure* – ano 2009**

	VAR001	VAR002	VAR003	VAR004	VAR005	VAR006	VAR007	VAR008	VAR009	VAR010	VAR011	VAR012	VAR013
VAR001 Pearson Correlation	1	,685(**)	,320(**)	,566(**)	,651(**)	,528(**)	,489(**)	,400(**)	,804(**)	,233(*)	,204	,164	,154
Sig. (2-tailed)		,000	,003	,000	,000	,000	,000	,000	,000	,034	,064	,140	,163
VAR002 Pearson Correlation	,685(**)	1	,403(**)	,481(**)	,574(**)	,451(**)	,405(**)	,246(*)	,597(**)	,306(**)	,164	,118	,020
Sig. (2-tailed)	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,025	,000	,005	,139	,288	,858
VAR003 Pearson Correlation	,320(**)	,403(**)	1	,494(**)	,441(**)	,329(**)	,221(*)	,112	,285(**)	,464(**)	,063	,039	,030
Sig. (2-tailed)	,003	,000		,000	,000	,002	,044	,315	,009	,000	,573	,728	,786
VAR004 Pearson Correlation	,566(**)	,481(**)	,494(**)	1	,642(**)	,494(**)	,446(**)	,267(*)	,519(**)	,491(**)	,075	,090	,171
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,015	,000	,000	,502	,419	,123
VAR005 Pearson Correlation	,651(**)	,574(**)	,441(**)	,642(**)	1	,459(**)	,559(**)	,380(**)	,634(**)	,561(**)	,171	,123	,037
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000		,000	,000	,000	,000	,000	,122	,267	,743
VAR006 Pearson Correlation	,528(**)	,451(**)	,329(**)	,494(**)	,459(**)	1	,566(**)	,321(**)	,436(**)	,374(**)	,181	,140	,238(*)
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,002	,000	,000		,000	,003	,000	,001	,101	,206	,031
VAR007 Pearson Correlation	,489(**)	,405(**)	,221(*)	,446(**)	,559(**)	,566(**)	1	,354(**)	,461(**)	,343(**)	,169	,127	,103
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,044	,000	,000	,000		,001	,000	,001	,126	,253	,353
VAR008 Pearson Correlation	,400(**)	,246(*)	,112	,267(*)	,380(**)	,321(**)	,354(**)	1	,469(**)	,250(*)	,141	,087	,054
Sig. (2-tailed)	,000	,025	,315	,015	,000	,003	,001		,000	,023	,204	,434	,628
VAR009 Pearson Correlation	,804(**)	,597(**)	,285(**)	,519(**)	,634(**)	,436(**)	,461(**)	,469(**)	1	,252(*)	,191	,141	,122
Sig. (2-tailed)	,000	,000	,009	,000	,000	,000	,000	,000		,022	,083	,205	,273
VAR010 Pearson Correlation	,233(*)	,306(**)	,464(**)	,491(**)	,561(**)	,374(**)	,343(**)	,250(*)	,252(*)	1	,056	,034	-,003
Sig. (2-tailed)	,034	,005	,000	,000	,000	,001	,001	,023	,022		,616	,757	,975
VAR011 Pearson Correlation	,204	,164	,063	,075	,171	,181	,169	,141	,191	,056	1	-,020	-,140
Sig. (2-tailed)	,064	,139	,573	,502	,122	,101	,126	,204	,083	,616		,859	,208
VAR012 Pearson Correlation	,164	,118	,039	,090	,123	,140	,127	,087	,141	,034	-,020	1	,297(**)
Sig. (2-tailed)	,140	,288	,728	,419	,267	,206	,253	,434	,205	,757	,859		,006
VAR013 Pearson Correlation	,154	,020	,030	,171	,037	,238(*)	,103	,054	,122	-,003	-,140	,297(**)	1
Sig. (2-tailed)	,163	,858	,786	,123	,743	,031	,353	,628	,273	,975	,208	,006	

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**APÊNCIDE G – Resultado dos coeficientes corrigidos pela matriz de White**

Variable	Count	Std. Dev.	Mean Abs. Mean Diff.	Mean Abs. Median Diff.
SER01	5	0.476122	0.325285	0.292538
SER02	4	0.101231	0.067767	0.067176
SER03	5	0.455415	0.341016	0.340416
SER04	5	0.577896	0.371623	0.371012
SER05	5	0.252460	0.180473	0.158285
SER06	5	0.126191	0.098846	0.094024
SER07	5	0.282288	0.198388	0.156907
SER08	5	0.352214	0.241654	0.238452
SER09	5	0.494069	0.337828	0.325260
SER10	4	0.214439	0.146155	0.132259
SER11	5	0.251903	0.193110	0.183906
SER12	5	0.269736	0.200926	0.178620
SER13	4	0.184672	0.152487	0.152487
SER14	4	0.142547	0.115387	0.115387
SER15	5	0.425175	0.289911	0.274872
SER16	5	0.268291	0.193815	0.185142
SER17	5	0.275394	0.189650	0.188427
SER18	5	0.389845	0.278004	0.276317
SER19	4	0.347978	0.249902	0.212446
SER20	5	0.228251	0.169386	0.150457
SER21	5	0.446635	0.336899	0.309123
SER22	5	0.125818	0.098392	0.087611
SER23	5	0.777337	0.525461	0.512273
SER24	5	0.291897	0.204773	0.164669
SER25	5	0.179086	0.139856	0.139338
SER26	5	0.154912	0.132606	0.114805
SER27	5	0.109553	0.074057	0.072248
SER28	5	0.091335	0.072497	0.066585
SER29	5	0.522700	0.370449	0.274985
SER30	4	0.343238	0.231167	0.225776
SER31	5	0.171688	0.144648	0.127495
SER32	5	0.390618	0.280718	0.260242
SER33	5	0.548261	0.383649	0.306184
SER34	5	0.565069	0.356788	0.356130
SER35	4	0.536173	0.382636	0.331735
SER36	4	0.174923	0.130904	0.094911
SER37	5	0.658807	0.426772	0.426276
SER38	5	0.177891	0.148490	0.134194
SER39	4	0.273333	0.210909	0.210909
SER40	5	0.505554	0.374124	0.350720
SER41	4	0.516709	0.395354	0.395354
SER42	4	0.749737	0.544227	0.486788
SER43	5	0.395243	0.273443	0.237689
SER44	4	0.499882	0.390082	0.390082
SER45	5	0.335827	0.242600	0.229685
SER46	4	0.120761	0.095334	0.095334
SER47	5	0.447316	0.329061	0.328581

continua página seguinte

continuação

SER48	5	0.528018	0.350405	0.341305
SER49	2	1.513081	1.069910	1.069910
SER50	4	0.516191	0.363314	0.363314
SER51	5	0.464863	0.314511	0.303095
SER52	4	0.439691	0.291723	0.291723
SER53	3	0.323078	0.243069	0.205101
SER54	5	0.294888	0.212624	0.196119
SER55	5	0.223063	0.173127	0.167647
SER56	5	0.445812	0.347195	0.301480
SER57	4	0.160139	0.124947	0.124947
SER58	5	0.768433	0.538027	0.525952
SER59	5	0.401698	0.277543	0.261964
SER60	5	0.325626	0.250653	0.235089
SER61	5	0.611760	0.392457	0.380325
SER62	4	0.459612	0.323551	0.279326
SER63	2	1.605178	1.135032	1.135032
SER64	5	0.299157	0.222445	0.203155
SER65	5	0.238978	0.163947	0.147040
SER66	4	0.425865	0.302789	0.302789
SER67	5	0.518048	0.366800	0.358428
SER68	5	0.097826	0.079143	0.076995
SER69	5	0.551558	0.385843	0.349209
SER70	5	0.173725	0.140551	0.133034
SER71	4	0.558329	0.472109	0.472109
SER72	5	0.135877	0.094588	0.088310
SER73	4	0.094418	0.060520	0.060167
SER74	5	0.358168	0.244109	0.242494
SER75	5	0.128991	0.088628	0.087791
SER76	4	0.075382	0.047929	0.047929
SER77	5	0.213777	0.144246	0.143217
SER78	5	0.643099	0.427587	0.399273
SER79	5	0.546556	0.360866	0.360068
SER80	5	0.333645	0.249845	0.246622
SER81	5	0.288779	0.224220	0.210435
SER82	5	0.369493	0.274842	0.253065
SER83	5	0.240210	0.194566	0.169031
All	386	0.365979	0.261025	0.245881

Bartlett weighted standard deviation: 0.412540

**APÊNCIDE H – Teste de Normalidade Jarque-Bera**

<b>RES_EMP</b>	<b>JB</b>	<b>Prob</b>	<b>RES_EMP</b>	<b>JB</b>	<b>Prob</b>	<b>RES_EMP</b>	<b>JB</b>	<b>Prob</b>
RES-_A1	1.1672	0.5579	RES-_A29	1.7081	0.4257	RES-_A57	0.3236	0.8506
RES-_A2	0.2982	0.8615	RES-_A30	0.3129	0.8552	RES-_A58	0.6472	0.7235
RES-_A3	0.3537	0.8379	RES-_A31	0.6619	0.7182	RES-_A59	0.7674	0.6813
RES-_A4	0.0806	0.9605	RES-_A32	0.8284	0.6609	RES-_A60	0.3243	0.8503
RES-_A5	1.1699	0.5571	RES-_A33	1.4860	0.4757	RES-_A61	0.1733	0.9170
RES-_A6	0.4999	0.7788	RES-_A34	0.0976	0.9524	RES-_A62	0.4833	0.7853
RES-_A7	1.5720	0.4557	RES-_A35	0.5688	0.7525	RES-_A63	0.3333	0.8465
RES-_A8	0.3584	0.8359	RES-_A36	0.9425	0.6242	RES-_A64	0.3648	0.8333
RES-_A9	0.1027	0.9499	RES-_A37	0.4896	0.7829	RES-_A65	1.2293	0.5408
RES-_A10	0.3367	0.8451	RES-_A38	0.6249	0.7317	RES-_A66	0.4092	0.8150
RES-_A11	0.4701	0.7905	RES-_A39	0.3018	0.8599	RES-_A67	0.2259	0.8932
RES-_A12	0.8110	0.6666	RES-_A40	0.2048	0.9027	RES-_A68	0.5519	0.7588
RES-_A13	0.4912	0.7822	RES-_A41	0.4925	0.7817	RES-_A69	0.8706	0.6471
RES-_A14	0.4778	0.7875	RES-_A42	0.7142	0.6997	RES-_A70	0.4618	0.7938
RES-_A15	0.3786	0.8275	RES-_A43	1.3498	0.5092	RES-_A71	0.5535	0.7582
RES-_A16	0.1972	0.9061	RES-_A44	0.4483	0.7992	RES-_A72	0.9728	0.6148
RES-_A17	0.1234	0.9402	RES-_A45	0.5858	0.7461	RES-_A73	0.1956	0.9068
RES-_A18	0.3709	0.8307	RES-_A46	0.3503	0.8393	RES-_A74	0.6126	0.7361
RES-_A19	0.6082	0.7378	RES-_A47	0.4204	0.8104	RES-_A75	0.6079	0.7379
RES-_A20	0.9418	0.6245	RES-_A48	0.0966	0.9528	RES-_A76	0.1692	0.9189
RES-_A21	0.4184	0.8112	RES-_A49	0.3333	0.8465	RES-_A77	0.1460	0.9296
RES-_A22	0.7421	0.6900	RES-_A50	0.2738	0.8720	RES-_A78	0.5245	0.7693
RES-_A23	0.1017	0.9504	RES-_A51	0.0930	0.9546	RES-_A79	0.5191	0.7714
RES-_A24	1.5357	0.4640	RES-_A52	0.1770	0.9153	RES-_A80	0.3195	0.8523
RES-_A25	0.4852	0.7846	RES-_A53	0.4421	0.8017	RES-_A81	0.3890	0.8233
RES-_A26	0.6901	0.7082	RES-_A54	0.7197	0.6978	RES-_A82	0.7455	0.6888
RES-_A27	0.1532	0.9263	RES-_A55	0.3722	0.8302	RES-_A83	0.6818	0.7111
RES-_A28	0.3423	0.8427	RES-_A56	0.7594	0.6841			