

AMBIENTE REGULATÓRIO E EVIDENCIAÇÃO SOCIAL: UMA ANÁLISE DAS DIVULGAÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

ELIENE APARECIDA DE MORAES

Universidade de Rio Verde
elienemoraes.cont@gmail.com

RODRIGO DE SOUZA GONÇALVES

UNB - Universidade de Brasília
rgoncalves@unb.br

Área Temática: Gestão Socioambiental

AMBIENTE REGULATÓRIO E EVIDENCIAÇÃO SOCIAL: UMA ANÁLISE DAS DIVULGAÇÕES DE EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Resumo

O objetivo deste artigo consiste em analisar a relação entre ambiente com maior regulação e o nível de evidenciação social das 90 maiores companhias listadas na BM&FBovespa, no período entre 2010 e 2012 através de pesquisa exploratória descritiva utilizando aspectos quantitativos. Para a análise do nível de evidenciação social foi utilizada uma métrica desenvolvida a partir dos estudos de Gonçalves (2011) e Rover (2013) composta por 11 itens que analisam informações atinentes aos programas sociais desenvolvidos e/ou apoiados pelas empresas. A última etapa da pesquisa buscou testar a hipótese formulada através de um modelo de regressão com dados em painel. A análise exploratória dos dados deu suporte para a constatação da existência da relação entre nível de evidenciação social e os setores inseridos em ambientes com maior regulação. O teste de hipótese constatou que todas as variáveis foram significantes no modelo, explicando 42% das variações ocorridas o nível de evidenciação social das empresas analisadas. Quanto ao ambiente regulatório, constatou-se que as empresas inseridas em ambientes com maior regulação possuem maior nível de evidenciação social, demonstrando que o ambiente com maior *enforcement* promovido pelas agências reguladoras impulsiona tais empresas a possuírem melhores práticas de divulgação voluntária.

Palavras-chave: Evidenciação Social. Projetos Sociais. Ambiente Regulatório.

Abstract

The objective of this study was to analyse the relationship between environment with greater regulation and the level of social disclosure of the 90 largest companies listed at BM&FBovespa, from 2010 to 2012 by using descriptive quantitative aspects. To analyse the level of social disclosure, we used a measurement system developed from the studies of Gonçalves (2011) and Rover (2013) composed by 11 items that analyse information related to the social programs developed and/or supported by companies. The last stage of the research tried to test the hypothesis formulated through a regression model with panel data. The exploratory data analysis gave support to the verification of a relationship between the level of social disclosure and the sectors inserted in environments with greater regulation. The hypothesis test confirmed that all the variables were significant in the model, explaining 42% of the variations that occurred in the level of social disclosure of the studied companies. In relation to the regulatory environment, it was verified that the companies inserted in environments with greater regulation have a higher level of social disclosure, demonstrating that the environment with greater enforcement promoted by the regulatory agencies impels such companies to better practices of voluntary disclosure.

Keywords: Social Disclosure. Social Projects. Regulatory Environment.

1 INTRODUÇÃO

A divulgação de informações pode trazer diversos benefícios às empresas, além de contribuir com a redução de assimetria informacional, pois é um elemento importante aos mercados de capitais, e esta deve ser completa e relevante (BELKAOUI, 1983). De acordo com Arruñada (2011) e Gonçalves *et. al.* (2013), empresas mais transparentes incorrem em custos de dívidas e de capital próprio mais baixos e a divulgação de informações financeiras seja por empresas de capital aberto ou não, é menos dispendioso que oferecer informações somente quando solicitadas.

Diante das discussões acerca da divulgação de informações, pode-se deparar com duas formas de divulgação, informações obrigatórias e informações voluntárias. As informações obrigatórias são aquelas reguladas, enquanto que, as informações voluntárias são aquelas divulgadas de forma adicional às reguladas. Porém, apesar de as informações voluntárias terem como característica serem uma informação complementar, estas podem não ser suficientes para suprir as necessidades dos usuários, carecendo da intervenção do Estado através da regulação que buscará corrigir a ausência de tais informações.

No caso do Brasil, segundo Sarlo Neto (2004), a regulação está dentre as principais características da contabilidade, sendo os agentes reguladores o principal elemento de *enforcement* de divulgação de informações econômico-financeiras. É nesse ambiente, cuja existência de órgãos reguladores delegados com o poder de editar normas contábeis, faz com que alguns setores possuam mais normas contábeis do que outros, a exemplo das empresas submetidas à Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e o Banco Central do Brasil (BACEN).

Por outro lado, em mercados ou áreas não regulados pelo Estado, para Stigler (1971), os investidores não têm acesso às informações de forma igualitária, e neste cenário a regulação assume o papel de justiça, protegendo os direitos dos menos informados, tendo assim, a função da regulação de proteger o mercado ou pelo menos parte dele.

A partir deste enfoque reforça-se a ideia de acesso igualitário às informações através da divulgação, pois usuários internos geralmente possuem acesso ilimitado às informações, ao contrário do que acontece com os usuários externos que dependem da política de divulgação da empresa (MURCIA, 2009).

Para tanto, a regulação procura corrigir tais falhas de mercado, e ainda promover a divulgação de informações sejam elas de natureza positiva ou negativa, a fim de que se possa avaliar as empresas não somente sob o ponto de vista econômico, mas também social. É nesse ponto que Vaz *et. al.* (2010) afirmam que, com a intenção de atrair novos investidores às empresas estão cada vez mais adotando a política de divulgação de informações adicionais com o intuito de conquistar a confiança das partes interessadas, informações estas acerca da gestão empresarial e ações de responsabilidade social e ambiental, indo além da divulgação apenas de informações obrigatórias.

Com isso, as empresas buscam utilizar a informação social como instrumento de interação entre empresa e sociedade, divulgando suas atividades junto à comunidade, as quais tem por objetivo reduzir os impactos negativos (externalidades) de suas atividades operacionais. Neste sentido, a evidenciação social possibilita a prestação de contas acerca de suas ações sociais demonstrando o comprometimento da empresa com a comunidade onde atua (RAMANATHAN, 1976; MACHADO FILHO; ZYLBERSZTAJN, 2003).

Neste contexto, informações obrigatórias e informações voluntárias são necessárias aos usuários, e não devem ser analisadas separadamente, pois acordo com Einhorn (2005) a

compreensão acerca da divulgação destas informações sejam obrigatórias ou voluntárias, só podem ser compreendidas se observadas conjuntamente.

Contudo, quando trata-se de informações reguladas, nota-se que em setores que possuem normatização específica emitidas por órgãos reguladores criados para normatizar e fiscalizar sobre certas atividades, cria ambientes regulatórios diferenciados (SARLO NETO, 2004; RIBEIRO *et. al.*, 2011). Estes ambientes regulatórios diferenciados podem ser segregados em ambiente com maior regulação e ambiente com menor regulação.

Neste sentido, Ribeiro *et. al.* (2011) afirmam que ambientes com maior regulação influenciam o nível de evidenciação das empresas, e não somente o nível de evidenciação de informações obrigatórias, mas também o nível de informações sociais voluntárias. E autores como Einhorn (2005), Kaizer *et. al.* (2008), Murcia (2009) e Rover (2013) apontam que o ambiente com maior regulação, traz incentivos para as empresas melhorarem suas práticas de divulgação tanto de informações obrigatórias como de informações sociais voluntárias.

Diante desse cenário, **o ambiente regulatório é fator determinante para aumentar o nível de evidenciação social voluntária em empresas brasileiras listadas?**

O objetivo do presente estudo consiste em analisar os efeitos da regulação no nível de evidenciação social voluntária das empresas listadas na BM&FBovespa. Como objetivos específicos tem-se: a) avaliar o nível de evidenciação social voluntária das empresas componentes do estudo; b) definir uma *proxy* que permita segregar setores de maior regulação dos demais; c) testar o comportamento da evidenciação social voluntária considerando o ambiente regulatório.

Este estudo justifica-se inicialmente em razão das características inerentes do mercado de capitais brasileiro com relação aos demais mercados de capitais, pois possui em geral um nível de evidenciação baixo, com controle acionário altamente concentrado e uma grande variabilidade de divulgação. Assim um melhor entendimento sobre a divulgação das empresas para com o mercado de capitais e agências reguladoras pode contribuir para melhorar suas ações acerca da evidenciação, neste caso, a de natureza social (ALENCAR, 2007; MURCIA, 2009; LOPES; ALENCAR, 2010).

Pesquisas realizadas anteriormente sobre regulação, como Ekelund e Higgins (1982), Sutton (1984), Francis (1987), Inchausti (1997), Zeff (2002), Yu (2006), Königsgruber (2010), procuraram relacioná-la com a teoria econômica da regulação ou com *lobbying* no processo de normatização contábil. Foi constatado também que estudos como o de Burh e Freedman (1996), Holland e Foo (2003), Cowan e Gadenne (2005) Jorgesen e Soderstrom (2006), Kaizer *et. al.* (2008), Costa *et. al.* (2009), Ribeiro *et. al.* (2011) e Ribeiro *et. al.* (2013) analisaram a regulação relacionando-a com a divulgação, porém, voltando-a para a área ambiental ou para o sistema legal do país.

O estudo de Ribeiro *et. al.* (2011) avaliou aspectos da regulação relacionados à evidenciação ambiental de caráter obrigatório, demonstrando que a evidenciação ambiental reage a estímulos regulatórios de países com maior regulação. Por outro lado, apesar de existirem trabalhos sobre a temática - evidenciação social, são escassas pesquisas que buscaram verificar os efeitos do ambiente regulatório sobre as práticas dessa evidenciação. Destaca-se também que, neste estudo, a variável evidenciação social é avaliada a partir de indicadores de natureza exclusivamente voluntária.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Divulgação de informações e sua origem: obrigatória ou voluntária

As empresas divulgam informações visando suprir a necessidade dos mais diversos tipos de usuários, e podem fazê-la de forma obrigatória ou voluntária. A divulgação obrigatória é aquela advinda de regulação, feita de forma impositiva, enquanto que a divulgação voluntária são informações adicionais, disponibilizadas conforme a vontade e decisão das empresas, não estando, portanto, no rol das divulgações obrigatórias.

Neste sentido, Bainbrigde (2000) afirma que existem argumentos a favor da divulgação voluntária sob o argumento que as forças de mercado produzem melhores níveis de divulgação em um regime voluntário; e a favor da divulgação obrigatória, onde o foco é na correção das falhas de mercado. O autor também esclarece que maiores níveis de divulgação reduz a possibilidade de assimetria da informação, sendo a divulgação de interesse direto da empresa que tem interesse em garantir níveis adequados de divulgação.

A regulação funciona como um pedido mínimo de divulgação de informações necessárias aos usuários e os regulamentos asseguram a divulgação de tais informações, enquanto que a divulgação voluntária pode não retratar o desempenho real das empresas, ao passo que esta poderá revelar tão somente informações de seu interesse, isto é, a divulgação de informações positivas sua imagem (WISEMAN, 1982; MALTBY, 1997; NISKANEN; NIEMINEN, 2001).

Wagenhofer (2011) ressalta que a evidenciação social de natureza voluntária pode não suprir as necessidades dos usuários e ainda apresentar falhas, tais como a falta de uniformidade e comparabilidade, o que por sua vez seria sanada pela regulação.

Corroborando esse entendimento, Cowan e Gadenne (2005) afirmam que as empresas possuem uma propensão em divulgar níveis mais elevados de informações voluntárias positivas para imagem da empresa, e que, a regulação pode intervir e requisitar a divulgação de informações menos favoráveis para a empresa. Desse modo, na ausência de regulação, a divulgação das empresas tendem a fornecer informações favoráveis a sua imagem corporativa (ADMATI; PFLEIDERER, 1999; DEEGAN *et. al.*, 2000; COWAN; GADENNE, 2005; ARRUÑADA, 2011).

Contudo, segundo Admati e Pfleiderer (1999) a divulgação obrigatória para ser considerada ótima, o regulador teria informações detalhadas sobre cada empresa e sobre sua interação com o exterior, porém se as empresas são diferentes, o regulador em tese deveria estabelecer uma norma específica para cada empresa, mas na prática isso não seria viável, por isto é útil que a regulação seja projetada para diferentes tipos de empresas, como por exemplo, diferenciadas por setor. Assim justifica-se a existência de regulação feita para alcançar determinados setores ou atividades econômicas, devido à dificuldade da existência de uma regulação específica para cada empresa.

No que tange o nível de divulgação voluntária, à medida que há uma maior divulgação, não significa que haverá melhoria em termos de comparabilidade ou confiabilidade destas, dado que não existem padrões para sua divulgação, e por isso ela não pode ser considerada incompleta, ou menos comparável ou até mesmo, menos compreensível (DEEGAN *et. al.*, 2000).

É diante de tais aspectos que o regulador se depara, à medida que tem sob sua responsabilidade assegurar um conjunto de informações úteis aos usuários, buscando equilibrar o custo-benefício de sua regulação ou não.

2.2 Caracterização do Ambiente Regulatório Brasileiro

Com o intuito de reduzir a burocratização existente na administração pública, através do Plano Nacional de Desestatização (PND) de 1990, iniciaram-se as privatizações das empresas de siderurgia, petroquímicas e fertilizantes. Em 1995, também houve privatizações estatais de outros serviços, como distribuição de energia elétrica e telecomunicações (KOMATSU, 2004; PÓ, 2004). Assim, o estado deixou de prover os serviços para tornar-se regulador de tais serviços (PÓ, 2004).

As privatizações estatais trouxeram a necessidade da implantação de agências reguladoras para os referidos setores, sendo as agências reguladoras responsáveis pela fiscalização dos novos agentes privados, após o processo de privatização (PÓ, 2004; PACHECO, 2006).

A independência normativa das agências reguladoras reflete em uma regulação diferente para os setores sob o jugo destas agências. Nota-se que o fato da criação de órgãos reguladores dotados de independência proporciona a determinadas atividades um ambiente com maior regulação que as demais atividades. Neste sentido, tratando-se de regulação contábil, mas especificamente de divulgação de informações, os órgãos reguladores são responsáveis pela imposição de evidenciação obrigatória a certos setores ou atividades. Assim, pode-se considerar que o ambiente regulatório brasileiro está dividido em um ambiente com maior regulação e outro com menor regulação.

Tratando-se de regulação contábil no Brasil, Sarlo Neto (2004) aponta que esta pode ser dividida em dois segmentos, a regulamentação da classe contábil exercida pelas organizações de classe, e a regulação sobre a apresentação das demonstrações financeiras, realizada através de legislação específica e obrigatória emitida pelos órgãos reguladores.

A regulação sobre a apresentação das demonstrações financeiras no Brasil é composta basicamente pela Lei nº 6.404/76, as normas emitidas pela CVM e normas emitidas por órgãos específicos (SARLO NETO, 2004). Desta maneira, alguns setores convivem com um elevado grau de regulação, pois sofrem incidência das normatizações seja da Lei nº 6.404/76 e CMV, como de órgãos específicos também, conforme Figura 1.

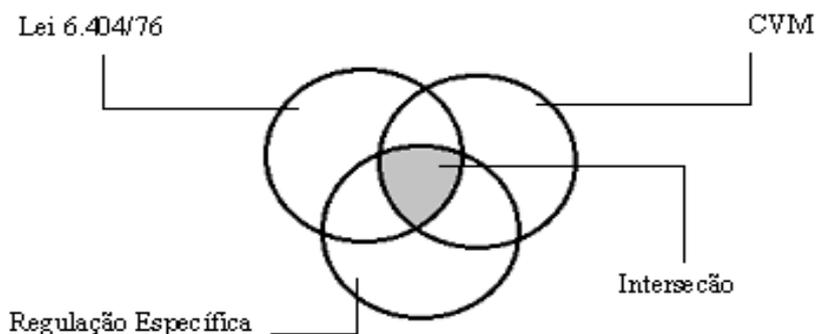


Figura 1 – Normatização Contábil Brasileira

Fonte: Sarlo Neto (2004)

Dentre os setores que sofrem a incidência de todas as normas citadas na Figura 1, têm-se as entidades financeiras (bancos, seguradoras e previdência privada), o setor de transportes, o setor de exploração e refino de petróleo e gás, e o setor de energia elétrica (geração, transmissão e distribuição).

Partindo do pressuposto de que o ambiente regulatório brasileiro está dividido em ambiente com maior regulação (normas contábeis gerais e específicas) e ambiente com menor regulação (normas contábeis gerais), pode-se então, efetuar a classificação dos setores de

energia elétrica, exploração e refino de petróleo e gás, instituições financeiras e transportes como ambientes com maior regulação, e os demais setores como ambientes com menor regulação.

Contudo, observa-se que a regulação por si só não tem o poder de aumentar ou melhorar as práticas de divulgação de informações sociais, porque estas são de caráter voluntário. Entretanto, acredita-se que, em setores aqui identificados como de maior regulação, em razão do maior *enforcement* adotado pelas agências reguladoras, poderá existir um ambiente no qual as empresas passam a possuir melhores práticas de evidenciação, o que por sua vez impulsionaria para uma maior divulgação das informações, incluindo aquelas de natureza voluntária.

Diante desse cenário, para fins desta pesquisa, é considerado como ambiente com maior regulação, os setores com órgãos reguladores que emitem legislação específica e com plano de contas padronizado, a exemplo dos setores ora mencionados (energia elétrica, exploração e refino de petróleo e gás, instituições financeiras e transportes).

2.3 Evidenciação Social e seus determinantes

A evidenciação social é aquela que vai além das informações obrigatórias, efetuada de forma voluntária e de acordo com as políticas de divulgação de cada empresa. De acordo com Murcia (2009 p. 48) “algumas empresas optam por complementar o *disclosure* obrigatório com informações específicas de suas operações, as quais não são requeridas pelas normas contábeis”.

Rover (2013) ressalta que a divulgação de informações de caráter social e ambiental é realizada de forma voluntária no Brasil, muito embora existam informações sociais atualmente de natureza obrigatória, seja pela legislação societária (DVA) ou por agências reguladoras, a exemplo do que é exigido pela ANELL.

Nesse escopo, tem-se as informações sociais acerca das ações sociais, que segundo Milani Filho (2008) são caracterizadas pela voluntariedade na transferência de recursos pelas empresas à programas sociais, ambientais e culturais. Através de suas ações sociais, as empresas buscam melhorar sua imagem, aumentar o seu valor econômico, diminuir riscos e aumentar suas vantagens em termos competitivos (MILANI FILHO, 2008; ORLITZKY; BENJAMIN, 2001; BROWN *et. al.*, 2006).

De um modo geral, esse tipo de informação está relacionada com fatores como setor, tamanho, auditoria, internacionalização, alavancagem, adesão a fundos socialmente responsáveis.

Setores de maior impacto ambiental estão mais sujeitos a opinião pública que os demais, como por exemplo, as empresas de papel e celulose, petroquímicas, geração e distribuição de energia elétrica e gás, e adotam a postura de divulgar mais informações de caráter social (RICHARDSON; WELKER, 2001; CLARKSON *et. al.*, 2008; BRANCO; RODRIGUES, 2008).

De acordo com Holm e Scholer (2010) os fatores como setor, tamanho, alavancagem e internacionalização contribuem para um nível mais alto de divulgação social por estarem diretamente ligados à reputação da empresa perante a sociedade. E devido a esta alta exposição, as empresas buscam divulgar informações na área social ou ambiental como forma de redução da assimetria informacional e transparência atraindo assim a confiança dos usuários externos (RIHI-BELKAOUI; KARPIK, 1988; PATTEN, 1991).

Já a auditoria independente é apontada como determinante da evidenciação social por influenciar de forma indireta pela melhoria das práticas de divulgação, dado que maiores

níveis de evidenciação podem diminuir o risco reputacional da empresa de auditoria (WALLACE; NASER, 1995; MURCIA, 2009).

A participação em fundos socialmente responsáveis é sugerido como um determinante da evidenciação social, porque através do atendimento dos requisitos para participarem de fundos socialmente responsáveis, passam a possuir melhores práticas internas, incluindo as relacionadas com a de divulgação (MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011).

Ainda como um dos determinantes da evidenciação social, aponta-se a regulação, à medida que em setores que haja um maior *enforcement* por parte das agências reguladoras, as empresas passam a ter melhores práticas de evidenciação, incluindo as de natureza voluntária.

Nota-se portanto que, a regulação é analisada como determinante da evidenciação social, em uma perspectiva que, se considerada individualmente não tem relação direta com a evidenciação social, uma vez que a regulação relaciona-se diretamente com informações obrigatórias. Contudo, o ambiente regulatório de maior cobrança (*enforcement*), pode impulsionar as empresas a divulgarem mais informações sociais (EINHORN, 2005; KAIZER *et. al.*, 2008; MURCIA, 2009; RIBEIRO *et. al.*, 2011; ROVER, 2013).

Observa-se então, que a regulação relaciona-se com a evidenciação social de forma indireta, pois as empresas ao se inserirem em ambientes de maior regulação, suas práticas internas para atender às diversas partes interessadas impulsiona-as a adotarem melhores práticas de evidenciação, inclusive a de natureza social (EINHORN, 2005; KAIZER *et. al.*, 2008; RIBEIRO *et. al.*, 2011).

De acordo com Murcia (2009), o ambiente regulatório parece favorecer o aumento do nível de evidenciação voluntária, inclusive de informações sociais, sejam elas internas ou externas. No entanto, ainda de acordo com o autor, não foram encontrados estudos que verificassem esse aspecto. Ainda na pesquisa de Rover (2013), foi identificado que dentre as dez empresas com melhores níveis de evidenciação socioambiental, sete pertencem ao setor de energia elétrica, o que vai ao encontro da ideia de que, o ambiente regulatório parece favorecer o aumento no nível de evidenciação voluntária.

Assim, o presente trabalho procura analisar a relação entre evidenciação social e o ambiente regulatório no mercado brasileiro. Para tanto a hipótese testada no estudo pode ser assim definida:

H₁ – Empresas listadas em setores altamente regulados divulgam um maior nível de informações voluntárias que empresas listadas em setores menos regulados.

3 PROCEDER METODOLÓGICO

A presente pesquisa é classificada como exploratória descritiva, com abordagem quantitativa através de regressão linear com a finalidade de refutar ou não a hipótese de pesquisa, e ainda, utilizando aspectos qualitativos na seleção das variáveis e análise dos resultados (WALLIMAN, 2001; GIL, 2002).

3.1 Seleção da Amostra e Período de Estudo

Foram selecionadas as cem maiores companhias listadas na BM&FBovespa, utilizando como critério para classificação das maiores empresas a Receita Líquida Operacional do exercício findo em 2012. Foram excluídas da amostra 10 (dez) empresas, pois, duas não divulgaram seus relatórios; três em razão de seus relatórios terem exercício social diferente de dezembro; e cinco, porque são controladoras, e as informações estão incluídas nos demonstrativos individuais de suas controladas e não no relatório consolidado. Assim, o universo pesquisado resultou em noventa empresas.

Após a definição da amostra da pesquisa, passou-se para a definição do período de estudo, optando-se por analisar as demonstrações contábeis das empresas selecionadas, nos exercícios de 2010, 2011 e 2012.

3.2 Métrica para análise da evidenciação social

A métrica utilizada para a análise da evidenciação social deste estudo foi elaborada a partir de estudos realizados anteriormente. O índice de evidenciação social levou em consideração procedimentos baseado em duas pesquisas realizadas anteriormente: Gonçalves (2011) e Rover (2013).

Os itens utilizados com intuito de fornecer evidências suficientes acerca da evidenciação e prestação de contas das ações sociais de caráter voluntário pelas empresas, são apresentados no quadro 1. O instrumento de pesquisa foi elaborado para capturar somente as informações sociais de caráter voluntário, sendo desconsideradas aquelas de natureza obrigatória. Para coleta das informações descritas em cada item analisado, foram avaliados os relatórios de responsabilidade social por meio da técnica de análise de conteúdo (BARDIN, 1977).

Para a avaliação quantitativa, foi utilizada Escala de *Likert* de quatro pontos, para quantificar as categorias teóricas, permitindo assim, a obtenção do índice de evidenciação e análises estatísticas, onde a categoria Restrito recebeu o valor de 1 (um), a categoria Baixo o valor 2 (dois), a categoria Médio o valor 3 (três) e a categoria Amplo o valor 4 (quatro), sustentado em Gonçalves (2011) e Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012).

Ordem	Item a ser avaliado
1	Descrição dos programas de voluntariado
2	Descrição de programas sociais futuros e em andamento
3	Descrição dos objetivos e metas para os programas sociais
4	Relação dos programas sociais com os valores da empresa
5	Avaliação das necessidades locais para realização dos programas sociais
6	Descrição de aspectos para melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais
7	Resultados sociais obtidos nos programas sociais
8	Frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social
9	Projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais
10	Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado
11	Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais

Quadro 1 – Métrica para análise da categoria das Informações Sociais

Fonte: Adaptado de Gonçalves (2011) e Rover (2013)

3.3 Caracterização da variável dependente e variáveis independentes

A variável dependente utilizada nesta pesquisa foi o Índice de Evidenciação Social (ISD) testado e validado por Gonçalves (2011), Gonçalves, De Medeiros e Gonçalves (2012) e Rover (2013), o qual se propõe capturar o nível de evidenciação social analisando o nível de transparência das informações dos programas sociais promovidos na comunidade.

As variáveis independentes utilizadas nesta pesquisa como determinantes da evidenciação social juntamente com suas *proxies* são demonstradas no Quadro 2.

Variáveis Independentes	Mensuração	Sustentação Teórica
Tamanho (TAM)	Ln do Ativo Total	Richardson e Welker (2001); Branco e Rodrigues (2008); Frost <i>et. al.</i> (2008); Clarkson <i>et. al.</i> (2008); Hossain (2008).
Setor (SET)	Binária – sendo 1 para sensíveis (alto impacto ambiental de acordo com a Lei n. 10.165/2000) e zero para não sensíveis	Murcia e Santos (2009), Murcia e Souza (2009).
Internacionalização (INT)	Binária – sendo 1 para empresas listadas na Nyse, e zero para não listadas.	Raffournier (1995); Ferguson <i>et. al.</i> (2002); Murcia e Souza (2009) e Rover (2013).
Auditoria (AUD)	Binária – sendo 1 para <i>Big Four</i> (Ernst & Young, Deloitte, Touche Thmatsu, KPMG e PricewaterhouseCoopers) e zero para demais.	Wallace e Nasser (1995); Archambault e Archambault (2003), Wang <i>et. al.</i> (2008).
Fundos socialmente responsáveis (FUN)	Binária – sendo 1 para empresas listadas no ISE BM&FBovespa, zero para demais.	Gonçalves (2011) e Rover (2013).
Alavancagem (END)	Passivo Exigível Total/Ativo Total	Frost <i>et. al.</i> (2008), Branco e Rodrigues (2008); Murcia e Santos (2009)
Regulação (REG)	Binária – sendo 1 para empresas classificadas em setores de maior regulação (energia elétrica, exploração e refino de petróleo e gás, instituições financeiras e transportes) e zero para demais.	Shleifer (2005) e Ribeiro <i>et. al.</i> (2011).

Quadro 2 – Resumo das variáveis independentes utilizadas para explicar o índice de evidência social

A partir das variáveis explanatórias acima, o modelo de regressão linear em painel utilizado para explicar a variável dependente - evidência social, está descrito a seguir:

$$ISD_{it} = \beta_1 + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 SET_i + \beta_4 INT_{it} + \beta_5 AUD_{it} + \beta_6 FUN_{it} + \beta_7 END_{it} + \beta_8 REG_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ISD_{it} = índice de evidência social da i – *ésima* empresa no período t ;

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

SET_i = setor da i – *ésima* empresa;

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

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

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

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

REG_{it} = regulação da i – *ésima* empresa no período t ;

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

β_i = coeficientes das variáveis explanatórias, $i = 1, \dots, 8$.

Através destas variáveis, espera-se que os coeficientes β_i , $i = 1, \dots, 8$ sejam positivos dado que estes determinam o nível de evidência social.

4 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Essa seção apresenta os resultados da análise da regressão com dados em painel, buscando corroborar ou não a hipótese central de pesquisa. Inicialmente foi realizada a verificação da correlação entre as variáveis do estudo, procurando identificar variáveis em comum, haja vista que, caso existam, poderá provocar vieses na estimação.

	ISD	TAM	SET	INT	AUD	FUN	END	REG
ISD	1,0000	0,3320	- 0,0176	0,1988	0,0712	0,4102	- 0,1671	- 0,0317
TAM		1,0000	0,1463	0,6367	- 0,0308	0,4169	0,0550	- 0,1280
SET			1,0000	0,1353	0,1021	0,1848	0,0267	0,3992
INT				1,0000	0,1077	0,4161	- 0,1043	- 0,0644
AUD					1,0000	0,0688	- 0,0619	0,0935
FUN						1,0000	- 0,1321	0,0266
END							1,0000	0,0034
REG								1,00

Quadro 3 – Matriz de correlação das variáveis do estudo

A partir dos dados expostos na matriz de correlação, acredita-se ser possível testá-las em conjunto dada a inexistência de correlações superiores a 0,8 (GUJARATI, 2006). Para estimar a regressão com dados em painel, 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 de Hausman apresentou um *p*-valor <0,01, rejeitando a hipótese nula, apontando que o modelo de efeitos fixos é mais adequado. Dado que o modelo apresentou heteroscedasticidade, uma vez que o teste de White que apresentou *p*-valor <0,01, a estimação foi realizada com a utilização dos mínimos quadrados ponderados.

Assim, o resultado da regressão com dados em painel com efeitos fixos ajustados pelos mínimos quadrados ponderados para heteroscedasticidade está demonstrado na Tabela 1.

Tabela 1 – Resultado da regressão em painel com efeitos fixos, corrigido pelo método dos mínimos quadrados ponderados para heteroscedasticidade. Variável dependente - Índice de *Social Disclosure*.

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob. (<i>p</i> -valor)	Significância
Const	-3,99503	4,59833	-0,8688	3,86E-01	
TAM	1,60199	0,253214	6,327	1,08E-09	***
SET	-1,66546	0,519425	-3,206	0,0015	***
INT	-2,38132	0,61311	-3,884	0,0001	***
AUD	2,47019	1,12048	2,205	0,0284	**
FUN	4,38763	0,426337	10,29	4,40E-21	***
END	-5,21035	1,71639	-3,036	0,0026	***
REG	0,989159	0,435234	2,276	0,0239	**
Soma resíduos quadrados		265,1939	E.P. da regressão		1,006077
R-Quadrado		0,419585	R-quadrado ajustado		0,404078
F (7,262)		27,05736	P-valor (F)		8,02E-28
Log da verossimilhança		-380,6887	Critério de Akaike		777,3774
Critério de Schwarz		806,1648	Critério Hannan-Quinn		788,9372
			Durbin-Watson		1,888400

Legenda: * = 10% de Significância
** = 5% de Significância
*** = 1% de Significância

Nota-se que o modelo como todo é significativo, conforme a Estatística F (*p*-valor <0,01), e as variáveis explicam aproximadamente, 42% do comportamento da variável dependente evidenciando social ($R^2=0,419$). Para a verificação de autocorrelação dos resíduos, foi aplicado o teste Durbin-Watson com resultado de 1,88, e portanto, não há indícios de autocorrelação.

Quanto ao nível de significância, constata-se que as variáveis independentes, tamanho, setor, internacionalização, fundo socialmente responsável e endividamento são significativas ao nível de significância de 1%, enquanto que as variáveis auditoria e regulação são significantes a um nível de significância de 5%.

A relação positiva entre a variável tamanho e o índice de evidência social era esperada, e corrobora os achados de pesquisas anteriores, tais como, Lang e Lundholm (1993), Raffournier (1995), Richardson e Welker (2001), Silva e Quelhas (2006), Branco e Rodrigues (2008), Frost *et. al.* (2008), Clarkson *et. al.* (2008), Murcia e Santos (2009), Murcia (2009), Murcia e Souza (2009), Gonçalves (2011) e Rover (2013). Tais pesquisas apontam que empresas de maior porte apresentam maior nível de evidência social.

A variável auditoria também apresentou relação positiva com o índice de evidência social, corroborando com os estudos de Wallace e Naser (1995), Raffournier (1995), Murcia (2009), Gonçalves (2011) e Rover (2013), ao passo que as empresas auditadas pelas *big four* apresentam maiores níveis de evidência social. No entanto, os resultados encontrados nesta pesquisa contrariam resultados de pesquisas, como, Wallace *et. al.* (1994), dado que apresentou relação negativa entre a variável auditoria e evidência social, ou seja, o fato da empresa ser auditada por uma das *big four* não eleva o nível de evidência social.

A variável fundos socialmente responsáveis apresentou relação positiva com o índice de evidência social, assim como nas pesquisas de Murcia e Souza (2009), Gonçalves (2011) e Rover (2013).

As variáveis independentes - setor, internacionalização e endividamento - apresentaram sinal diferente do esperado, demonstrando sinal negativo. O sinal negativo apresentado pela variável alavancagem corrobora com os resultados encontrados por Wallace e Naser (1995), Branco e Rodrigues (2008), Murcia e Souza (2009), Murcia e Santos (2009) e Rover (2013), que indicam a existência de menor nível de evidência social para as empresas mais alavancadas. Porém, contraria os resultados encontrados por Raffournier (1995), Richardson e Welker (2001), Clarkson *et. al.* (2008), Murcia (2009). Nota-se que ainda não há uma tendência acerca da relação da variável alavancagem e o índice de evidência social na literatura pesquisada.

A variável internacionalização também apresentou sinal diferente do esperado. A internacionalização representa aquelas empresas que buscam negociar suas ações em mercados internacionais, especificadamente, no caso deste estudo, ações negociadas na NYSE, porém o sinal negativo não corrobora com estudos realizados anteriormente, como Raffournier (1995), Murcia (2009), Murcia e Santos (2009), Murcia e Souza (2009) e Rover (2013). O resultado apresentado aponta que empresas com ações negociadas somente na BM&FBovespa, apresentam maior nível de evidência social, quando comparadas com as empresas que possuem dupla listagem. Uma possível explicação para esse resultado se deve ao fato de empresas *cross listed* apesar de normalmente terem melhores práticas de evidência, o foco dessa divulgação possa estar em informações de natureza financeira.

A variável regulação (REG) foi positiva e significativa no modelo, corroborando com a hipótese da pesquisa, indicando que empresas classificadas em setores de maior regulação possuem maiores nível de evidência social voluntária. Assim sendo, a partir do resultado apresentado, as empresas situadas em ambientes com maior regulação, seriam incentivadas através da obrigação de divulgar mais informações, em evidenciar também mais informações de caráter social.

Sob o ponto de vista descritivo, empresas situadas em ambientes com maior regulação apresentam em média um nível de evidência de 23 pontos (considerando uma escala de varia de 11 a 44 pontos) enquanto que em ambientes com menor regulação é de 18 pontos, corroborando a ideia de que empresas pertencentes a ambientes com maior regulação divulgam mais informações sociais que as demais.

Nota-se que em ambientes com maior regulação estão inseridas grandes empresas, e o tamanho está relacionado com a imagem e reputação corporativa, dado que tais empresas estão mais suscetíveis à opinião pública, e buscam práticas de maior *disclosure* a fim de tornarem-se mais transparentes em suas prestações de contas, e isso inclui a divulgação de informações sociais (ORLITZKY; BENJAMIM, 2001; RICHARDSON; WELKER, 2001; BROWN *et. al.*, 2006; CLARKSON *et. al.*, 2008).

Porém, embora o tamanho seja uma das variáveis que determinam o nível de evidenciação social, observa-se que se a amostra for segregada entre empresas com maior regulação e tamanho, e empresas com menor regulação e tamanho, verifica-se que o ambiente regulatório sobrepõe a variável tamanho.

Segregando as empresas em ambiente com maior regulação e ambiente com menor regulação, obteve-se uma amostra desmembrada de 53 e 37 empresas, respectivamente, e analisando os resultados, constatou-se que o ambiente com menor regulação tem mais empresas maiores que o ambiente com maior regulação, 51% e 43%. E nesse sentido, avaliando o nível médio de divulgação das empresas, nota-se que o nível médio de evidenciação social das empresas situadas no ambiente com maior regulação, mesmo com um número menor de empresas consideradas maiores, é mais alto que o nível médio de evidenciação social das empresas pertencentes a ambientes com menor regulação, 23 contra 18 pontos.

Observa-se ainda que, utilizando a amostra estratificada em ambiente com maior regulação e auditoria, e ambiente com menor regulação e auditoria, os resultados são semelhantes, dado que o ambiente regulatório também sobrepõe a variável auditoria. A diferença entre os percentuais do número de empresas auditadas pelas *big four* inseridas em ambiente com maior regulação e as empresas auditadas pelas *big four* pertencentes a ambiente com menor regulação é pequena, sendo, 97% a 93%, respectivamente, o que não justifica o maior nível médio de evidenciação social apresentado pelas empresas inseridas em ambientes com maior regulação.

Ainda, pode-se associar o ambiente regulatório com as variáveis, internacionalização e fundos socialmente responsáveis. Utilizando a amostra segregada em empresas pertencentes ao ambiente com maior regulação e empresas pertencentes ao ambiente com menor regulação, os resultados apontam que mesmo com menor quantidade de empresas internacionalizadas situadas em ambiente com maior regulação, tais empresas apresentam maior nível médio de evidenciação social que àquelas pertencentes a um ambiente com menor regulação.

Assim, nota-se que o aumento no nível de evidenciação social é incentivado pelo ambiente regulatório com maior *enforcement*, pois as empresas inseridas em ambientes com maior regulação apresentaram nível médio de evidenciação social maior que as empresas pertencentes a ambientes com menor regulação. Esse ambiente regulatório é caracterizado pela maior extensão da regulação, um maior nível de especificidade e maior *enforcement*, o que impulsiona as empresas a desenvolverem mecanismos que possam atender exigências mais específicas dos órgãos reguladores, assim como os demais usuários, e assim, melhorar suas práticas de evidenciação voluntária, e dentre elas, a divulgação de informações sociais (EINHORN, 2005; KAIZER *et. al.*, 2008; MURCIA, 2009; RIBEIRO *et. al.*, 2013; ROVER, 2013).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo principal analisar os efeitos da regulação no nível de evidenciação social das empresas brasileiras de capital aberto no Brasil através da identificação de uma métrica que tornou possível a avaliação e mensuração do nível de

evidenciação social no que diz respeito aos projetos sociais de cunho externos desenvolvidos e/ou apoiado pelas empresas.

Por meio de dados em painel, no período de 2010 a 2012, a hipótese de que empresas listadas em setores altamente regulados divulgam um maior nível de informações voluntárias que empresas listadas em setores menos regulados foi corroborada. Desse modo, pode-se inferir que o ambiente com maior regulação, propicia as empresas incentivos para a existência de uma melhor prática de divulgação de informações contábeis, e dentre elas, informações acerca de projetos sociais desenvolvidos e/ou apoiados pelas empresas.

Dentre as características que observadas nas empresas a terem uma maior divulgação tem-se o tamanho, listagem em fundos socialmente responsáveis e relatórios auditados pelas empresas de auditoria tipificadas como *big four*. Assim, constatou-se que a regulação por si só não é um incentivo para a divulgação de informações sociais, mas o ambiente com uma maior regulação associado às características já citadas, são aspectos que contribuem para a existência de um maior nível de evidenciação social.

Ressalta-se que, apesar da *proxy* utilizada para a variável regulação ser o Plano de Contas Padronizado, e não poder ser analisada separadamente sem considerar o ambiente regulatório, não foi encontrada na literatura *proxy* que melhor se ajustasse ao ambiente com maior regulação.

Assim, as principais contribuições deste estudo para a literatura contábil acerca de evidenciação social, é a constatação através do modelo elaborado para identificar os efeitos do ambiente regulatório na divulgação de informações sociais, bem como demais determinantes. E como sugestões para futuras pesquisas, poder-se-á realizar estudos que identifiquem outros determinantes para a evidenciação social, assim, como a realização de pesquisas que testem a regulação em relação à evidenciação voluntária avançando na definição da variável ambiente regulatório.

REFERÊNCIAS

ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P. Forcing Firms to Talk: Financial Disclosure Regulation and Externalities. **Review of Financial Studies**, v. 13, issue 3, p. 479-519, 1999.

ANEEL - Agência Nacional de Energia Elétrica. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br>>. Acesso em: 27 Set. 2013.

ANP – Agência Nacional de Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis. Disponível em: <<http://nxt.anp.gov.br>>. Acesso em: 10 Jan. 2014.

ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres. Disponível em: <<http://www.antt.gov.br>>. Acesso em: 07 Jan. 2014.

ARRUÑADA, B. Mandatory accounting disclosure by small private companies. **European Journal Law of Economics**, v. 32, p. 377-413, 2011.

BAINBRIDGE, S. M. Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis. **University of Cincinnati Law Review**, v. 68, p. 1023-1060, 2000.

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

BELKAOUI, A. Economic, Political, and Civil Indicators and Reporting and Disclosure Adquacy: Empirical Investigation. **Journal of Accounting and Public Policy**, 2, 2004-219, 1983.

BRANCO, M. C.; RODRIGUES, L. L. Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by Portuguese Companies. **Journal of Business Ethics**, vol. 83, issue 4, p. 685-701, 2008.

- BROWN, W. O.; HELLAND, E.; SMITH, J. K. Corporate Philanthropic Practices. **Journal of Corporate Finance**, v. 12, p. 855-877, 2006.
- CLARKSON, P. M.; LI, Y.; RICHARDSON, G. D.; VASVARI, F. P. Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: An empirical analysis. **Accounting, Organizations and Society**, vol. 33, issues 4-5, p.303-327, 2008.
- COASE, R. H. The Nature of the Firm. **Economica**, New Series, vol. 4, nº. 16, p. 386-405,1937.
- COWAN, S.; GADENNE, D. Australian corporate environmental reporting: a comparative analysis of disclosure practices across voluntary and mandatory disclosure systems. **Journal of Accounting & Organizational Change**, v. 1, n. 2, pp. 165-179, 2005.
- EINHORN, E. The Nature of the interaction between mandatory and voluntary disclosures. **Journal of Accounting Research**, vol. 43, n. 4, 2005.
- GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GONÇALVES, R. de S. **Social disclosure e Custo de Capital Próprio em empresas brasileiras de capital aberto**. 2011. 165 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). Faculdade de Economia, Administração e Ciências Contábeis e Atuariais, Universidade de Brasília, Brasília, DF, 2011.
- GONÇALVES, R. de S.; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; GONÇALVES, Andréa de Oliveira. Evidenciação social das empresas brasileiras de capital aberto: uma análise qualitativa das ações em programas sociais externos no período de 2005 a 2009. **Revista Universo Contábil**, ISSN 1809-3337, Blumenau, v. 8, n. 4, p. 97-118, 2012.
- GONÇALVES, Rodrigo de S.; DE MEDEIROS, O. R.; NIYAMA, J. K.; WEFFORT, E. F. J. Social disclosure e custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 62, p. 113-124, 2013.
- GUJARATI, D. **Econometria Básica**. 4ª Edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HOLM, C.; SCHOLER, F. 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, p. 32-47, 2010.
- JORGENSEN, B. N.; SODERSTROM, N. S. Environmental Disclosure Within Legal and Accounting Contexts: An International Perspective. New York, USA, 2006.
- KAIZER, C. V. C.; NOSSA, S. N.; BAPTISTA, É. C. S.; TEIXEIRA, A. J. C. O impacto da regulamentação contábil sobre o conservadorismo nas empresas do setor elétrico do Brasil. **In: 18º Congresso Brasileiro de Contabilidade**, 24 a 28 de Agosto de 2008, Gramado, RS.
- KOMATSU, S. A criação de um ambiente regulatório no Brasil: Mecanismos de controle social e o processo de institucionalização das agências reguladoras federais. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.
- LANG, M.; LUNDHOLM, R. Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 31, n. 2, p. 246-271,1993.
- MACHADO FILHO, C. A. P.; ZYLBERSZTAJN, D. 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.

MALTBY, J. Setting its own standards and meeting those standards: Voluntarism versus Regulation in Environmental Reporting. **Business Strategy and the Environment**, v. 6, issue 2, p. 83-92, 1997.

MILANI FILHO, M. A. F. Responsabilidade Social e Investimento Social Privado: Entre o Discurso e a Evidenciação. **Revista Contabilidade e Finanças**, Universidade de São Paulo, v. 19, n. 47, p. 89-101, 2008.

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

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. 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, F. D.; SOUZA; F. C. Discretionary-Based Disclosure: The Case of Social and Environmental Reporting in Brazil. In: 9º Congresso de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2009.

NISKANEN, J.; NIEMINEN, T. The Objectivity of Corporate Environmental Reporting: A Study of Finnish Listed Firms' Environmental Disclosures. **Business Strategy and the Environment**, v. 10, issue 1, p. 29-37, 2001.

ORLITZKY, M.; BENJAMIN, J. D. Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review. **Business Society**, v. 40, nº 4, p. 369-396, 2001.

PACHECO, R. S. Regulação no Brasil: desenho das agências e formas de controle. **Revista de Administração Pública**, 40 (4), p. 523-43, 2006.

PATTEN, D. M. Exposure, Legitimacy, and Social Disclosure. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 10, p. 297-308, 1991.

PÓ, M. V. A Accountability no modelo regulatório brasileiro: gênese e indefinições (os casos da ANATEL e ANS). Dissertação (Mestrado em Administração Pública), Escola de Administração de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2004.

PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em: 15 Jan. 2013.

RAFFOUNIER, B. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. **The European Accounting Review**, v. 4:2, 1995, p. 261-280.

RAMANATHAN, K. V. Toward a Theory of Corporate Social Accounting. **The Accounting Review**, v. LI, n. 3, 1976.

RIAHI-BELKAOUI, A.; KARPIK, P. G. Determinants of the Corporate Decision to Disclosure Social Information. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 1, nº 1, p. 36-51, 1988.

RIBEIRO, A. M.; BELLEN, H. M. V.; CARVALHO, L. N. G. Regulamentar faz diferença? O caso da evidenciação ambiental. **Revista Contabilidade e Finanças-USP**, São Paulo, v. 22, n. 56, p. 137-154, 2011.

RICHARDSON, A. J.; WELKER, M. Social disclosure, Financial Disclosure and the Cost Capital of Equity Capital. **Accounting Organizations and Society**, vol. 26, issues 7-8, 2001, p.597-616.

ROVER, S. **Disclosure Socioambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil**. 2013. 193 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SARLO NETO, A. **A Reação dos Preços das Ações à Divulgação dos Resultados Contábeis: Evidências Empíricas sobre a Capacidade Informacional da Contabilidade no Mercado Acionário Brasileiro**. 2004. Dissertação (Mestre em Ciências Contábeis) – Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, Espírito Santo.

SILVA, L. S. A.; QUELHAS, O. L. G.. 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.385395.

STIGLER, G. J. The Theory of economics regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, n. 2, p. 3-21, Spring, 1971.

VAZ, A. C.; GONÇALVES, R. S.; NIYAMA, J. K.; GONÇALVES, A. O. Análise comparativa sobre informações voluntárias divulgadas: o social disclosure das empresas latino-americanas listadas na NYSE. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 4, n. 1, art. 3, p. 38-59, jan/abr. 2010.

WAGENHOFER, A. Towards a theory of accounting regulation: A discussion of the politics of disclosure regulation along the economic cycle. **Journal of Accounting and Economics**, v. 52, issue 2-3, p. 228-234, 2011.

WALLACE, R. S. O.; NASER, K. Firm-Specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 14, issue 4, Winter, 1995, p. 311-368.

WALLACE, R. S. O.; NASER, K; MORA, A. The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. **Accounting and Business Research**, v. 25, nº 97, p. 41-53, 1994.

WALLIMAN, N. **Information, and how to deal with it. Your Research Project a step-by-step guide for the first-time researcher**. London: SAGE, 2001.

WILLIAMSON, O. E. The Theory of the Firm as Governance Structure: From Choice to Contract. **Journal of Economic Perspectives**, v. 16, nº 3, p.171–195, 2002.

WISEMAN, J. An Evaluation of Environmental Disclosures Made in Corporate Annual Reports. **Accounting, Organizations and Society**, v. 7, n. 1, p. 53-63, 1982.