

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA

DERMEVAL MARTINS BORGES JUNIOR

DIVULGAR O BEM FAZ BEM? EFEITO DO DISCLOSURE DE RESPONSABILIDADE  
SOCIAL CORPORATIVA NO DESEMPENHO DA FIRMA

UBERLÂNDIA  
2020

DERMEVAL MARTINS BORGES JUNIOR

DIVULGAR O BEM FAZ BEM? EFEITO DO DISCLOSURE DE RESPONSABILIDADE  
SOCIAL CORPORATIVA NO DESEMPENHO DA FIRMA

Tese apresentada ao Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Uberlândia, como requisito parcial para a obtenção do título de doutor em Ciências Contábeis.

Área de Concentração: Contabilidade e Controladoria.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias.

UBERLÂNDIA  
2020

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU  
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

B732 2020	<p>Borges Júnior, Dermeval Martins, 1993- Divulgar o bem faz bem? Efeito do disclosure de responsabilidade social corporativa no desempenho da firma [recurso eletrônico] / Dermeval Martins Borges Júnior. - 2020.</p> <p>Orientador: Rodrigo Fernandes Malaquias. Tese (Doutorado) - Universidade Federal de Uberlândia, Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Modo de acesso: Internet. Disponível em: <a href="http://doi.org/10.14393/ufu.te.2020.662">http://doi.org/10.14393/ufu.te.2020.662</a> Inclui bibliografia.</p> <p>1. Contabilidade. I. Malaquias, Rodrigo Fernandes, 1983-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Pós-Graduação em Ciências Contábeis. III. Título.</p> <p style="text-align: right;">CDU: 657</p>
--------------	--

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:

Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA**  
 Coordenação do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis  
 Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco 1F, Sala 248 - Bairro Santa Monica, Uberlândia-MG, CEP 38400-902  
 Telefone: (34) 3291-5904 - www.ppgcc.facic.ufu.br - ppgcc@facic.ufu.br



### ATA DE DEFESA - PÓS-GRADUAÇÃO

Defesa de:	Tese de Doutorado Acadêmico Número 015- PPGCC				
Data:	25 de setembro de 2020	Hora de início:	09h00min	Hora de encerramento:	12:40
Matrícula do Discente:	11813CCT003				
Nome do Discente:	Dermeval Martins Borges Júnior				
Título do Trabalho:	DIVULGAR O BEM FAZ BEM? EFEITO DO DISCLOSURE DE RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA NO DESEMPENHO DA FIRMA				
Área de concentração:	Contabilidade e Controladoria				
Linha de pesquisa:	Contabilidade Financeira				
Projeto de Pesquisa de vinculação:	PPGCC04 - Contabilidade Internacional e Financeira				

Reuniu-se, por meio do sistema de web conferência, a Banca Examinadora, designada pelo Colegiado do Programa de Pós-graduação em Ciências Contábeis, assim composta: Professores Doutores: Lísia de Melo Queiroz (UFU); Maria Elisabeth Moreira Carvalho Andrade (UFU); Orleans Silva Martins (UFPB); Moacir Manoel Rodrigues Júnior (FURB) e Rodrigo Fernandes Malaquias (UFU), orientador do candidato.

Iniciando os trabalhos o presidente da mesa, Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias, apresentou a Comissão Examinadora e o candidato, agradeceu a presença do público, e concedeu ao discente a palavra para a exposição do seu trabalho. A duração da apresentação do discente e o tempo de arguição e resposta foram conforme as normas do Programa.

A seguir o senhor presidente concedeu a palavra, pela ordem sucessivamente, aos(às) examinadores(as), que passaram a arguir o candidato. Ultimada a arguição, que se desenvolveu dentro dos termos regimentais, a Banca, em sessão secreta, atribuiu o resultado final, considerando o candidato: APROVADO.

Esta defesa faz parte dos requisitos necessários à obtenção do título descrito na tabela acima. O competente diploma será expedido após cumprimento dos demais requisitos, conforme as normas do Programa, a legislação pertinente e a regulamentação interna da UFU.

Nada mais havendo a tratar foram encerrados os trabalhos. Foi lavrada a presente ata que após lida e achada conforme foi assinada pela Banca Examinadora.



Documento assinado eletronicamente por **Rodrigo Fernandes Malaquias, Professor(a) do Magistério Superior**, em 25/09/2020, às 12:54, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).

Documento assinado eletronicamente por **Lísia de Melo Queiroz, Professor(a) do Magistério Superior**, em 25/09/2020, às 23:23, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º,



§ 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Maria Elisabeth Moreira Carvalho Andrade, Professor(a) do Magistério Superior**, em 26/09/2020, às 08:31, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Orleans Silva Martins, Usuário Externo**, em 26/09/2020, às 17:01, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Moacir Manoel Rodrigues Junior, Usuário Externo**, em 06/10/2020, às 10:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site

[https://www.sei.ufu.br/sei/controlador\\_externo.php?](https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0)

[acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](https://www.sei.ufu.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **2233024** e o código CRC **35626A33**.

À Irma Rodrigues da Cunha Medeiros  
(*in memoriam*)

## AGRADECIMENTOS

Entendo que no desenvolvimento de uma tese de doutorado o papel desempenhado pelo professor orientador é fundamental para o êxito da pesquisa. Este trabalho só foi possível graças à colaboração do professor Rodrigo Fernandes Malaquias. Eu o agradeço por ter aceitado ser o orientador deste projeto e, especialmente, por sua disponibilidade e presteza ao esclarecer as minhas dúvidas e propor alternativas para as dificuldades que surgiram no decorrer de meus estudos e pesquisa. Também o agradeço pela maneira extremamente profissional com que conduziu o processo de orientação e por sua paciência e compreensão para comigo.

Muito grato aos professores e professoras que aceitaram participar da banca de qualificação e defesa desta tese. Agradeço às professoras Lísia de Melo Queiroz e Maria Elisabeth Moreira Carvalho Andrade e aos professores Moacir Manoel Rodrigues Junior e Orleans Silva Martins pela avaliação do manuscrito e, principalmente, por suas relevantes sugestões e contribuições para a melhoria da pesquisa. Cada ponto por eles levantado foi cuidadosamente avaliado e, dentro das possibilidades, incorporado ao trabalho em sua versão final.

Agradeço a todos os docentes que ministraram as disciplinas que cursei durante o curso: Denise Mendes da Silva, Edvalda Araújo Leal, Gilvânia de Sousa Gomes, Ilírio José Rech, Janser Moura Pereira e Lara Cristina Francisco de Almeida Fehr. Em especial, agradeço às professoras Patrícia de Souza Costa e Sirlei Lemes pelas contribuições a esta pesquisa nas disciplinas de Seminários I e Seminários II. Também sou grato à professora Fernanda Maciel Peixoto por debater meu projeto de tese no Consórcio de Pesquisa do 10º Congresso do Instituto Franco-Brasileiro de Administração de Empresas.

Não poderia deixar de agradecer aos meus colegas pós-graduandos. Agradeço a todos aqueles com os quais compartilhei momentos, seja durante as disciplinas que cursamos, nos trabalhos que desenvolvemos em conjunto ou nas breves conversas que tivemos. Em especial, expressei minha gratidão aos demais discentes do curso de doutorado da turma de 2018 por terem sido os primeiros leitores desta tese, ainda que em seus estágios iniciais, e por suas anotações e contribuições durante os debates nas disciplinas de Epistemologia de Pesquisa, Seminários I e Seminários II.

Agradeço ao professor Kleber Carlos Ribeiro Pinto por me incentivar a cursar o doutorado e por se colocar sempre à disposição para me auxiliar. Minhas primeiras pesquisas foram desenvolvidas quando eu estava na graduação sob sua supervisão. Por isso, a conclusão desta tese se deve muito a ele.

Agradeço à Faculdade de Computação (FACOM) da Universidade Federal de Uberlândia (UFU), na pessoa de seu diretor, professor Mauricio Cunha Escarpinati. Eu o agradeço pela compreensão e apoio, os quais foram fundamentais para que eu conseguisse cursar o doutorado sem me afastar de minhas atividades laborais. Agradeço também aos demais colegas de trabalho da FACOM, em especial Ludimila Andrade Gonçalves, Renato Bernardo da Silva, Victor Marques Oliveira e Vinícius Soares Oliveira de Sousa Gervásio.

Por fim, mas talvez o mais importante, agradeço aos meus pais, Cleusa Rodrigues da Cunha Borges e Dermeval Martins Borges, por sempre me apoiarem e fornecerem as condições possíveis para que eu pudesse me dedicar aos estudos. Também agradeço à minha irmã e melhor amiga Maria Aparecida Rodrigues da Cunha Borges por me ouvir, incentivar e auxiliar sempre que precisei de sua ajuda.



*“[...] a negative disclosure could rub salt in the wound,  
but a positive disclosure may soften the blow [...]”*

(CAO; FANG; LEI, 2019, p. 9)

## RESUMO

O objetivo deste trabalho é avaliar a relação entre o *disclosure* de responsabilidade social corporativa (RSC) e o desempenho da firma, considerando as especificidades das dimensões que compõem a RSC, bem como o tom da divulgação. Assim, o estudo avança ao fornecer evidências do efeito que a publicação de informações ambientais, sociais e econômicas exercem nas métricas de desempenho, especialmente ao abordar a influência com que a perspectiva otimista ou pessimista empregada no reporte corporativo tem sobre a rentabilidade, valor da firma e custo de capital. Outra contribuição do trabalho está na proposição e aplicação de um dicionário inédito como instrumento da mensuração do *disclosure* de RSC. A amostra final contemplou dados financeiros, coletados a partir da base Economatica, e 1.797 reportes corporativos, obtidos das bases do GRI e da CVM, provenientes de 219 companhias abertas brasileiras distintas no período de 2010 a 2019. Os dados foram analisados a partir de estatísticas descritivas e aplicação de modelos de regressão com dados em painel. Os resultados desta pesquisa inovam ao documentar que a prevalência de informações de RSC otimistas apresentadas nos relatórios implicam em melhores índices de rentabilidade e valor de mercado, bem como na redução do custo de capital. Assim, as conclusões desta pesquisa demonstram a necessidade de se considerar o tom empregado na publicação e os tópicos que compõem a RSC na avaliação do *disclosure* de RSC e seu efeito no desempenho, avançando em relação aos estudos que se baseiam na observação da publicação ou não de determinado relatório ou assunto nos documentos.

**Palavras-chave:** tom da divulgação; divulgação ambiental; divulgação social; divulgação econômica; responsabilidade social corporativa.

## **ABSTRACT**

*The objective of this study is to examine the relationship between corporate social responsibility (CSR) disclosure and firm's performance, considering the specificities of the CSR dimensions, as well as the disclosure tone. Thus, the study advances by providing evidence of the effect that the publication of environmental, social and economic information has on performance metrics, especially when addressing the influence of the optimistic or pessimistic perspective employed in corporate reporting has on profitability, firm value and cost of capital. Another contribution of this study is the proposition and application of an original dictionary as an instrument for measuring CSR disclosure. The final sample included financial data, collected from Economatica database, and 1,797 corporate reports, obtained from GRI and CVM databases, from 219 different Brazilian public companies in the period from 2010 to 2019. The data were analyzed using descriptive statistics and regression models with panel data. The results of this research innovate by documenting that the prevalence of optimistic CSR information presented in the reports implies better rates of return and market value, as well as a reduction in the cost of capital. Another innovation for the literature based on the findings is that the influences on performance, arising from the dissemination of the different dimensions of CSR are not homogeneous. Thus, the conclusions of this research demonstrate the need to consider the disclosure tone and CSR topics when assessing the CSR disclosure and its effect on performance, advancing in relation to studies that are based on observation of the publication or not of a certain report or subject in the documents.*

**Keywords:** *disclosure tone; environmental disclosure; social disclosure; economic disclosure; corporate social responsibility.*

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 – Etapas na elaboração do dicionário .....	66
GRÁFICO 1 – Crescimento na publicação de relatórios de RSC desde 1993 (em %).....	33
QUADRO 1 – Tópicos específicos dos padrões GRI.....	32
QUADRO 2 – Comparativo entre as amostras consideradas no estudo.....	61
QUADRO 3 – Resumo dos resultados .....	95

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – Quantidade de palavras conforme categorização.....	66
TABELA 2 – Quantidade de observações por ano.....	79
TABELA 3 – Quantidade de observações por setor e ano .....	81
TABELA 4 – Estatísticas Descritivas .....	83
TABELA 5 – Distribuição de frequência das variáveis <i>dummies</i> para o <i>disclosure</i> .....	84
TABELA 6 – Efeito da divulgação de RSC na rentabilidade .....	85
TABELA 7 – Efeito da divulgação de RSC no valor de mercado .....	90
TABELA 8 – Efeito da divulgação de RSC no custo de capital .....	93

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
B3	Brasil, Bolsa, Balcão
BACEN	Banco Central do Brasil
BRICS	Brasil, Rússia, Índia, China, África do Sul
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CERES	Coligação para Economias Ambientalmente Responsáveis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
GRI	<i>Global Reporting Initiative</i>
HME	Hipótese dos Mercados Eficientes
Ibovespa	Índice Bovespa
IFRS	<i>International Financial Reporting Standard</i>
ISO	Organização Internacional de Normalização
Ke	Custo de Capital Próprio
Ki	Custo de Capital de Terceiros
NICs	Normas Internacionais de Contabilidade
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OCSR	<i>Observatory on Corporate Social Responsibility</i>
OIT	Organização Internacional do Trabalho
ONU	Organização das Nações Unidas
P&D	Pesquisa e Desenvolvimento
ROA	Retorno sobre o Ativo
ROE	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
ROS	Retorno sobre as Vendas

RSC	Responsabilidade Social Corporativa
RSV	Retorno sobre as Vendas
S&P 500	<i>Standard &amp; Poor's 500</i>
SEC	<i>U.S. Securities and Exchange Commission</i>
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
TI	Tecnologia da Informação
VIF	Fator de Inflação da Variância
WACC	Custo Médio Ponderado de Capital

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	15
1.1 Contextualização do tema e problema.....	15
1.2 Tese proposta.....	18
1.3 Relevância e justificativa.....	19
1.4 Organização do trabalho.....	24
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	25
2.1 Teoria da divulgação e <i>disclosure</i> voluntário.....	25
2.2 Relatórios de Responsabilidade Social Corporativa (RSC).....	30
2.3 <i>Disclosure</i> de RSC e desempenho.....	34
3 METODOLOGIA.....	58
3.1 Classificação da pesquisa.....	58
3.2 Definição da amostra e coleta dos dados.....	59
3.3 Elaboração do dicionário para mensuração do <i>disclosure</i> de RSC.....	61
3.4 Descrição das variáveis do estudo.....	68
3.5 Procedimentos de análise.....	76
4 RESULTADOS.....	79
4.1 Estatísticas descritivas.....	79
4.2 Efeito da divulgação de RSC na rentabilidade.....	84
4.3 Efeito da divulgação de RSC no valor de mercado.....	89
4.4 Efeito da divulgação de RSC no custo de capital.....	92
4.5 Mapeamento dos resultados.....	95
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	96
REFERÊNCIAS.....	100
APÊNDICE A: Lista de palavras-chave para mensuração do <i>disclosure</i> ambiental.....	120
APÊNDICE B: Lista de palavras-chave para mensuração do <i>disclosure</i> social.....	121
APÊNDICE C: Lista de palavras-chave para mensuração do <i>disclosure</i> econômico.....	122
APÊNDICE D: Média para o retorno sobre o ativo por setor e ano.....	123
APÊNDICE E: Média para o logaritmo natural do valor de mercado por setor e ano.....	124
APÊNDICE F: Média para o custo médio ponderado de capital por setor e ano.....	125
APÊNDICE G: Estatísticas descritivas da frequência relativa das palavras por categoria....	126



# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização do tema e problema

A teoria da discricionariedade do *disclosure*, também conhecida por teoria da divulgação, cujos modelos iniciais decorrem de Verrecchia (1983) e Dye (1985), tem como pressuposto básico que a informação representa um sinal que revela o valor intrínseco de determinado ativo de risco afetado por algum ruído (e.g. a assimetria informacional). Deste modo, no caso da divulgação voluntária, a decisão do gestor de tornar pública ou não a informação poderá também depender de suas implicações no valor do ativo.

Verrecchia (1983) e Dye (1985) afirmam que, por conta disso, os gestores tendem a divulgar, fundamentalmente, as informações que são favoráveis em relação à firma e ocultar, ou retardar ao máximo, a publicação das desfavoráveis. Assim, a teoria da discricionariedade do *disclosure* incorpora ao custo da divulgação, não apenas os gastos com a preparação e difusão da informação, mas também as consequências oriundas da publicação de informações negativas.

Portanto, com base na teoria da discricionariedade do *disclosure*, é plausível supor que o efeito da divulgação no desempenho da firma sofra influência do tom adotado na comunicação. Isso quer dizer que boas notícias estariam associadas ao desempenho superior da firma, sendo o contrário para as más notícias. Como os pressupostos da teoria da discricionariedade do *disclosure* estão assentados na informação financeira de caráter voluntário, a abordagem predominante das pesquisas sobre o tom do *disclosure* envolve esse tipo de informação (LOUGHRAN; MCDONALD, 2011).

Contudo, a divulgação voluntária não se refere apenas a informações financeiras não-obrigatórias. Normalmente, a depender das características institucionais dos países, o *disclosure* de responsabilidade social corporativa (RSC) constitui uma divulgação discricionária de informações, à exceção de alguns setores de mercado cujas atividades exercem impactos socioambientais negativos (e.g. as empresas brasileiras do setor de energia elétrica, por determinação da Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, devem divulgar informações de cunho socioambiental). Logo, as informações de RSC também podem colaborar para a compreensão do tom do *disclosure* e suas eventuais implicações no desempenho da firma.

Não se pode deixar de mencionar que, embora a teoria da discricionariedade do *disclosure* e, por conseguinte, as evidências documentadas relativas à relação entre o tom da divulgação e o desempenho da firma sejam provenientes, essencialmente, de informações

voluntárias de cunho econômico-financeiro, existe a necessidade de se ampliar as descobertas para as publicações de RSC. Sabe-se que, de modo geral, o *disclosure* de RSC afeta positivamente a performance da firma (BARNEA; RUBIN, 2010), a questão que se coloca é se tal associação permaneceria inalterada caso as informações de RSC fossem desfavoráveis à organização.

Haja vista que, assim como as informações financeiras não-obrigatórias, as divulgações de RSC também são tidas como voluntárias e, de tal modo, poderiam estar dentro do escopo da teoria da discricionariedade do *disclosure*. Há assim motivos para conjecturar que o tom do *disclosure* constitui elemento relevante também para as publicações de RSC e seu efeito no desempenho.

Estudos preliminares apontam por esse ângulo. Plumlee et al. (2015) observou uma associação negativa entre a divulgação ambiental voluntária de natureza positiva e o custo de capital, sendo que essa associação foi negativa para a divulgação ambiental voluntária de natureza negativa. Em pesquisa similar posterior, Virtania e Siregar (2017) encontraram resultados consistentes com os de Plumlee et al. (2015) para o tom da divulgação e seu efeito no custo de capital.

Desta maneira, entende-se que a relação entre *disclosure* de RSC e desempenho da firma deve ser reavaliada a partir de estimativas mais abrangentes para o que se entende por divulgação, i.e., que levem em conta atributos da informação, como o tom otimista ou pessimista adotado nas publicações. Isso pressupõe ainda o uso de medidas adicionais para o desempenho, além das *proxies* para o custo de capital, por se tratar de um conceito que envolve também aspectos como a rentabilidade e o valor da firma.

Além do tom da publicação, outra lacuna reside nas especificidades dos elementos que compõem a responsabilidade social corporativa. Segundo Carroll (1999), a definição de RSC envolve aspectos econômicos, legais, éticos e filantrópicos, sendo, portanto, um conceito bastante amplo que tem sofrido alterações desde a década de 1950. Carroll e Shabana (2010), em estudo mais recente, citam que as principais dimensões que compõem a definição contemporânea da RSC são a social, a econômica, a ambiental, a voluntária, e a dos *stakeholders*.

Carroll e Shabana (2010) demonstraram ainda que o efeito da RSC no desempenho da firma não é homogêneo, podendo variar conforme a dimensão observada e as atividades desenvolvidas em cada categoria. Isso porque existem circunstâncias, que variam conforme o ambiente da firma e suas situações contingenciais, nas quais as atividades desempenhadas em

uma categoria específica de RSC pode apresentar maior ou menor convergência às expectativas dos *stakeholders* e, em consequência, impactar o desempenho.

Como os diferentes *stakeholders* podem ter demandas distintas em relação à firma (RUF et al., 2001), é de se esperar que suas expectativas e reações às divulgações das atividades de RSC não sejam as mesmas. De acordo com Cormier, Ledoux e Magnan (2011), as informações de RSC têm diferentes utilidades para cada stakeholder, e.g. investidores podem utilizá-las para avaliar o risco e o desempenho no longo prazo, fornecedores e clientes para subsidiar a decisão de estabelecer relações comerciais, enquanto que potenciais empregados podem usá-las para fundamentar a escolha da organização onde pretendem trabalhar ou como critério para permanecer na organização.

Apesar disso, diferentemente do que recomenda Carroll e Shabana (2010), os estudos correlatos, usualmente, consideram a divulgação de RSC de modo genérico, não observando diretamente suas dimensões, como é o caso de Mukwarami, Nyirenda e Fakoya (2017), Michaels e Grüning (2017) e Chen, Hung e Wang (2018). As pesquisas que se interessam em avaliar pontos específicos da RSC focam em apenas uma de suas dimensões, normalmente, a divulgação ambiental, avaliada nos trabalhos de Clarkson et al. (2013), Plumlee et al. (2015) e Yao e Liang (2019).

Apenas nos últimos cinco anos, algumas pesquisas sobre a relação entre a divulgação de RSC e o desempenho da firma passaram a incorporar análises específicas das dimensões que envolvem a RSC. Por exemplo, Verbeeten, Gamerschlag e Möller (2016) verificaram a existência de uma relação positiva entre a divulgação de informações sociais e o preço das ações, sendo que tal resultado não se manteve para a divulgação ambiental.

Esses achados foram parcialmente corroborados por Mittelbach-Hörmanseder, Hummel e Rammerstorfer (2019), a diferença foi que a relação entre a divulgação ambiental e o preço das ações foi negativa. Por sua vez, Wasara e Ganda (2019) encontraram resultados similares para os índices de retorno da firma, ou seja, relação positiva entre divulgação social e rentabilidade, enquanto que o efeito da divulgação ambiental na rentabilidade foi o inverso.

Essas evidências empíricas suportam os argumentos de Carroll e Shabana (2010) de que o efeito no desempenho, proveniente de atividades de RSC, é heterogêneo, a depender das iniciativas que são desenvolvidas pela firma, bem como pela expectativa de seus *stakeholders*. Deste modo, parece indispensável considerar as especificidades das dimensões da RSC nos estudos sobre sua divulgação, além da utilização de apenas uma medida agregada para tais iniciativas.

Mesmo com os avanços na literatura advindos de pesquisas nesse sentido, tais como os trabalhos de Verbeeten, Gamerschlag e Möller (2016), Mittelbach-Hörmanseder, Hummel e Rammerstorfer (2019) e Wasara e Ganda (2019), parece ainda haver espaço para se identificar os elementos da divulgação de RSC que exercem maior impacto sobre as métricas de performance da firma. Isso ocorre, pois esses estudos estão centrados, fundamentalmente, na divulgação ambiental e social, não envolvendo outros componentes da RSC, como a dimensão econômica, e, principalmente, o tom do *disclosure*, isto é, se as informações publicadas são otimistas ou pessimistas.

Diante do exposto, tendo em vista que a teoria da divulgação pressupõe que a decisão de divulgar ou reter determinada informação voluntária sofre influência dos efeitos econômicos decorrentes dessa divulgação (VERRECCHIA, 1983), sugerindo que boas ou más notícias poderiam impactar a performance da firma de maneiras distintas; e considerando que as atividades de responsabilidade social corporativa afetam o desempenho a depender da dimensão observada (CARROLL; SHABANA, 2010), tem-se o seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre o *disclosure* de RSC, em suas diferentes dimensões, e as medidas de desempenho das firmas?

O objetivo geral do trabalho é avaliar a relação entre o *disclosure* de responsabilidade social corporativa (RSC) e o desempenho da firma, considerando as especificidades das dimensões ambiental, social e econômica da RSC, bem como o tom otimista ou pessimista da divulgação. Para isso, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos: i) elaborar e aplicar um dicionário para a mensuração do *disclosure* de RSC, incluindo as dimensões de RSC e o tom da divulgação; ii) examinar o efeito do *disclosure* de RSC, incluindo as dimensões e o tom da divulgação, na rentabilidade da firma; iii) examinar o efeito do *disclosure* de RSC, incluindo as dimensões e o tom da divulgação, no valor de mercado da firma; iv) examinar o efeito do *disclosure* de RSC, incluindo as dimensões e o tom da divulgação, no custo de capital da firma.

## 1.2 Tese proposta

Fundamentada na teoria da discricionariedade do *disclosure*, especificamente na premissa apontada por Verrecchia (1983) e Dye (1985) de que a publicação de informações desfavoráveis à firma pode representar um custo que é considerado na decisão dos gestores de divulgar determinada informação voluntária, este trabalho suporta a tese de que a relação entre *disclosure* de RSC e desempenho da firma é afetada pelo tom otimista ou pessimista adotado

na divulgação, bem como pelas dimensões ambiental, social e econômica da RSC evidenciadas nos relatórios.

### 1.3 Relevância e justificativa

A divulgação das informações de cunho sustentável tem se tornado uma necessidade para as grandes companhias e uma exigência por vários segmentos da sociedade. Segundo Chen et al. (2018), o estudo da divulgação de RSC constitui matéria relevante tendo em vista a existência de uma crescente preocupação a nível mundial sobre questões econômicas e ambientais, levando as firmas a publicarem informações sobre suas atividades socialmente responsáveis, as quais são de interesse dos mais diversos públicos (e.g. reguladores, investidores, *stakeholders* em geral), sobretudo nos países em desenvolvimento.

Cormier, Ledoux e Magnan (2011) afirmam que a postura das firmas em termos de responsabilidade social corporativa é de interesse para os mercados financeiro e aqueles cuja finalidade é a produção de bens e serviços, até mesmo para os participantes do mercado de trabalho, de modo que a transparência desses elementos contribui para a redução da assimetria informacional entre os agentes internos e *stakeholders* externos.

Diante da demanda dos *stakeholders* e dos benefícios proporcionados pela divulgação de RSC, não surpreende o aumento na quantidade da publicação desse tipo de informação pelas organizações. Segundo estudo de Dhaliwal et al. (2014) com firmas de 31 países, das 3.971 empresas da amostra correspondente ao ano de 1995, apenas 48 publicaram relatório específico com informações de RSC (1,21% das firmas). Doze anos depois, 803 firmas de um total de 6.600, observadas em 2007, divulgaram o relatório (12,17% das firmas).

Além disso, alguns países já começam a tornar obrigatória a divulgação dessas informações, algo que por si só demonstra a relevância do tópico estudado. Para exemplificar, em 22 de outubro de 2014 o Parlamento Europeu e o Conselho da União Europeia editaram a Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho (2014) que exige que grandes empresas, a partir do exercício de 2017, elaborem uma demonstração não-financeira que contenha, pelo menos, informações sobre questões ambientais, sociais, relacionadas aos trabalhadores, aos direitos humanos, ao combate à corrupção e tentativas de suborno, bem como políticas de diversidade.

Apesar da divulgação das atividades concernentes à responsabilidade social corporativa ter recebido mais atenção por parte de pesquisas com foco em *disclosure*, a análise do conteúdo textual dos relatórios publicados pode ainda ser ampliada neste contexto. Adel et al. (2019)

afirmam que isso ocorre porque o *disclosure* de RSC, normalmente, é observado, simplesmente, pela verificação dicotômica da publicação de relatórios para esse fim (avalia-se se a firma divulga ou não divulga o relatório) ou pela construção de índices a partir da análise da divulgação de assuntos nos relatórios (avalia-se se a firma divulga ou não divulga determinado assunto no relatório).

Para exemplificar, Borges Junior (2019) estudou a associação entre a divulgação do relatório de sustentabilidade e o desempenho das firmas, sendo que o *disclosure* foi mensurado a partir de uma variável *dummy*, recebendo valor 1 para as firmas que divulgaram o relatório de sustentabilidade e 0 nos demais casos. Por sua vez, Burgwal e Vieira (2014) estudaram os determinantes do nível de divulgação ambiental, sendo que a análise dos relatórios ocorreu a partir de um instrumento pelo qual os pesquisadores atribuíram valores de 0 ou 1 para diversas sentenças referentes aos itens de divulgação. Por conta disso, Adel et al. (2019) entendem que os estudos que consideram, de fato, o conteúdo informacional das publicações de RSC proporcionam avanços significativos para a literatura.

Observa-se assim que esta pesquisa se justifica, pois considera a perspectiva otimista ou pessimista que predomina no reporte corporativo, do mesmo modo leva em conta os assuntos da RSC evidenciados nos relatórios. Em função disso, foram estimadas variáveis que retratam a evidenciação de aspectos ambientais, sociais e econômicos, e seu tom positivo, neutro ou negativo, a partir da análise textual dos relatórios. Logo, esta pesquisa representa um avanço em relação aos estudos anteriores que observaram a divulgação de RSC a partir do uso de um índice geral ou variáveis *dummies* para a publicação, tais como Dhaliwal et al. (2011), Bidhari, Salim e Aisjah (2013), Clarkson et al. (2013), Dhaliwal et al. (2014), Kamatra e Kartikaningdyah (2015), Plumlee et al. (2015), entre outros.

Este trabalho propõe-se ainda a avançar no sentido de considerar as classificações dos itens de RSC evidenciados quanto à natureza (positivo, neutro e negativo), incorporando as dimensões ambiental, social e econômica à análise do *disclosure* de RSC a partir da perspectiva de uma economia emergente. Dhaliwal et al. (2014) e Cahan et al. (2016) já demonstraram que as características do país exercem influência na relação entre divulgação de RSC e desempenho da firma. Abu Qa'dan e Suwaidan (2019) afirmam que nessas pesquisas, normalmente, são contempladas na amostra apenas empresas de países desenvolvidos. Assim, é desejável que as evidências já documentadas na literatura sejam testadas em economias emergentes, a fim de possibilitar comparações entre países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Outras diferenças entre os achados de países desenvolvidos e emergentes foram documentadas por Ali, Frynas e Mahmood (2017). Os autores mostraram diferenças

consideráveis entre os fatores subjacentes ao *disclosure* de RSC em economias desenvolvidas e emergentes. Por exemplo, nos países desenvolvidos observou-se que há maior pressão dos *stakeholders* (reguladores, acionistas, credores, investidores, ambientalistas, mídia, entre outros) sobre as firmas para que publiquem informações de RSC, enquanto que nos países em desenvolvimento essa pressão é proveniente de agentes do exterior (investidores internacionais, mídia internacional, órgãos internacionais, entre outros).

Segundo Lourenço e Branco (2013) a maior parte da literatura existente sobre sustentabilidade e RSC está baseada em achados de países desenvolvidos, de modo que o conhecimento que se tem a esse respeito sobre os mercados emergentes é escasso. Mesmo com o aumento no interesse por aspectos ambientais e sociais nos estudos contábeis em países emergentes, Tilt (2018) afirma que essas pesquisas estão fundamentadas em teorias, princípios e suposições provenientes de economias desenvolvidas, as quais podem não ser adequadas para explicar os fenômenos em localidades com características diversas.

Tilt (2018) critica a generalização que permeia as pesquisas contábeis socioambientais, uma vez que em vez de explorar seu próprio país e, assim, contribuir com o conhecimento sobre a divulgação de RSC na região, os pesquisadores têm desconsiderado o contexto local. Por sua vez, Calixto (2013) afirma que, nos últimos anos, diversos segmentos adotaram uma abordagem mais profissional e padronizada em relação aos seus investimentos e atividades de cunho socioambiental na América Latina, especialmente no Brasil. Porém, apesar das tentativas de implementar ações organizadas de responsabilidade social na região, os países ainda apresentam tratamentos distintos entre si.

Existem algumas características específicas do Brasil que justificam sua escolha em particular para estudar a divulgação de RSC, como por exemplo, sua relevância internacional em políticas ambientais. Segundo Moraes et al. (2014), as leis brasileiras são bastante rigorosas no que se refere à proteção ambiental, estando entre as mais restritivas do mundo. Para exemplificar, a Lei nº 12.651/2012, conhecida popularmente como o Novo Código Florestal do Brasil (2012), determina que pelo menos 20% do território de propriedades rurais individuais seja destinado à Reserva Legal, sendo que esse percentual é de 80% nas áreas da região amazônica, a fim de assegurar o uso sustentável de recursos naturais e conservar a biodiversidade.

Moraes et al. (2014) destacam que os espaços de terra ao longo de corpos de água também não podem ser utilizados para fins produtivos, pois caracterizam áreas de preservação permanente. A própria Constituição da República Federativa do Brasil (1988) aborda a proteção ambiental pela sociedade, ao afirmar em seu Art. 225 que “todos têm direito ao meio ambiente

ecologicamente equilibrado, bem de uso comum do povo e essencial à sadia qualidade de vida, impondo-se ao Poder Público e à coletividade o dever de defendê-lo e preservá-lo para as presentes e futuras gerações”.

Apesar disso, as restrições legais severas não parecem ser suficientes para assegurar a proteção ambiental. Isso porque o Brasil, recentemente, foi palco de desastres ecológicos ocasionados devido a externalidades da atividade econômica. Em janeiro de 2019, houve o rompimento de uma barragem de rejeitos de uma grande companhia brasileira do setor de mineração na cidade de Brumadinho, estado de Minas Gerais. Segundo Thompson (2020), o desastre espalhou cerca de 12 milhões de metros cúbicos de rejeitos no rio Paraopeba e arredores, destruiu 133,27 hectares de vegetação nativa e 70,65 hectares de áreas de proteção permanente, matando mais de 250 pessoas.

Outro exemplo, ocorrido em agosto de 2019, foi o derramamento de petróleo bruto no litoral das regiões nordeste e sudeste do Brasil, com origem desconhecida. De acordo com Soares (2020), esse derrame é considerado o desastre ambiental mais grave já observado em regiões costeiras tropicais, uma vez que atingiu mais de 3.000 quilômetros da costa brasileira e mais de 40 áreas marinhas protegidas, bem como ecossistemas costeiros pouco explorados.

Considerando as demandas ambientais da sociedade brasileira, as quais estão refletidas na estrutura legal do país, e os eventos recentes com impactos negativos ao meio ambiente que originaram expressiva comoção social (e.g. rompimento de barragens, vazamento de óleo no litoral, queimadas na floresta amazônica, entre outros), entende-se que o momento é oportuno para trazer à tona discussões a respeito da postura das firmas brasileiras quanto a essa temática.

E para isso, uma alternativa para identificar o posicionamento das firmas refere-se à análise das informações divulgadas em suas publicações institucionais, as quais têm como objetivo principal estabelecer comunicação com seus públicos de interesse. Tal entendimento coaduna com Trierweiler et al. (2013), que afirmam que a divulgação das práticas ambientais corporativas é necessária não apenas para cumprir os requerimentos legais brasileiros, mas principalmente para que as firmas possam assegurar sua transparência e, assim, ganhar a confiança de seus *stakeholders*.

Os temas de caráter social também fundamentam a escolha do Brasil para avaliar a divulgação das informações de RSC e seus efeitos sobre o desempenho da firma, uma vez que o país apresenta características nesse sentido que são diferentes dos demais emergentes. Inicialmente, a poupança dos brasileiros é significativamente menor em relação a outros países. Conforme Relatório de Cidadania Financeira do Banco Central do Brasil - BACEN (2018), em 2014 apenas 12% dos brasileiros possuíam poupança em instituições financeiras, enquanto que



o percentual foi de 23% para os BRICS, 14% para os países da América Latina e Caribe e 52% para os integrantes da OCDE no mesmo período.

Os dados mais recentes, especificamente de 2017, indicados no Relatório de Cidadania Financeira do Banco Central do Brasil - BACEN (2018), mostraram incremento do nível de poupança do Brasil (13%) em relação à média dos demais países latino-americanos e caribenhos (12%), porém foi menor do que a média dos BRICS (22%) e OCDE (49%). Logo, as iniciativas de RSC das firmas em áreas como educação, saúde, segurança e trabalho podem ser ainda mais relevantes para o desenvolvimento social no contexto de um país com baixos níveis de poupança, tal como o Brasil, cuja renda ou poupança dos indivíduos podem não ser suficientes para cobrir despesas dessa natureza.

Lavinas (2017) entende que o modelo de desenvolvimento adotado pelo Brasil nas últimas duas décadas é diferente de outras economias emergentes por centrar-se no consumo de massa à base de endividamento e no mercado financeiro, o que provocou, segundo Lavinas (2017), a deterioração do bem-estar social e a mercantilização de serviços sociais, como a educação e a saúde. Com o espaço deixado pelo Poder Público, cresce então o papel das empresas, sobretudo das grandes companhias, em desenvolver iniciativas que contribuam não apenas para a geração e distribuição de riqueza, mas também para o desenvolvimento do bem-estar social das comunidades em que estão inseridas. Su et al. (2016) complementam ao argumentar que, em economias que carecem de instituições desenvolvidas, tal como o Brasil, as práticas de responsabilidade social corporativa preenchem o vazio institucional, sinalizando as qualidades das firmas ao seu público de interesse. Daí outro motivo para abordar a divulgação de RSC no contexto brasileiro.

Esta tese também propõe o uso de um dicionário, em língua portuguesa, que possibilita estimar o *disclosure* de RSC, incluindo os tópicos ambiental, social e econômico, e o tom positivo, neutro ou negativo adotado na publicação, a partir da análise de frequência das palavras observadas nos reportes corporativos que estejam listadas no instrumento. Embora estudos anteriores tenham desenvolvido e aplicado dicionários para a mensuração do *disclosure* em relatórios financeiros (LOUGHRAN; MCDONALD, 2011), nenhum deles contempla termos e expressões usuais na divulgação de RSC, além de estarem em idiomas estrangeiros, dificultando assim a aplicação no contexto brasileiro, com documentos em português.

O uso de dicionários para estimar o *disclosure* se faz necessário, pois possibilita a análise de grande quantidade de relatórios e informações de maneira eficiente, a partir da automação por computadores, algo que é impraticável, ou de difícil aplicação, em uma análise de conteúdo manual (LOUGHRAN; MCDONALD, 2016). Ademais, em uma avaliação

manual, a atribuição de pesos ou notas para as informações divulgadas estão sujeitas à subjetividade do pesquisador, o que pode enviesar os resultados, impedindo inclusive a replicação em outros estudos (LOUGHRAN; MCDONALD, 2016). Por sua vez, por meio do dicionário, estabelecem-se critérios objetivos na estimação do *disclosure*, os quais se empregados por pesquisadores distintos numa mesma amostra levarão a resultados comparáveis e, em boa parte dos casos, iguais (LOUGHRAN; MCDONALD, 2016).

Conforme Loughran e McDonald (2016), os dicionários mais utilizados em finanças para estimar o *disclosure* são o Diction, o Harvard's GI, o de Henry (2008) e o de Loughran e McDonald (2011). Contudo, todos esses estão no idioma inglês, além de não contemplarem termos relativos à RSC. Segundo Deng et al. (2017), não existe na literatura uma lista de palavras desenvolvida, especificamente, para mensurar o *disclosure* de RSC em todas as suas dimensões. Portanto, esta pesquisa também se justifica pelo fato de propor um dicionário, em língua portuguesa, que aborde os tópicos ambiental, social e econômico da RSC, bem como que possibilite identificar o tom positivo, neutro ou negativo das informações apresentadas nos reportes corporativos.

#### **1.4 Organização do trabalho**

Este trabalho está estruturado em cinco seções principais: introdução, referencial teórico, metodologia, resultados e considerações finais. Na introdução, são apresentados os objetivos da pesquisa e o contexto em que se inserem. Também há uma breve declaração da tese que aqui é defendida, seguida pelos argumentos que demonstram a relevância e justificativa do estudo.

No referencial teórico, três subseções visam discutir aspectos da teoria da divulgação e sua relação com o *disclosure* de caráter voluntário, as particularidades dos relatórios de RSC e os padrões mais adotados e, por fim, a fundamentação das hipóteses. No que diz respeito à metodologia, nela está a classificação da pesquisa e os procedimentos que foram empregados para a definição da amostra, elaboração do dicionário e mensuração das variáveis, bem como as especificações dos modelos utilizados e os tratamentos realizados.

A seção dos resultados contempla a descrição das evidências encontradas, sua comparação com a literatura prévia sobre o tópico e os testes de hipóteses. Finalmente, nas considerações finais estão indicadas as conclusões a partir deste trabalho, suas implicações, limitações e sugestões para estudos futuros que por ventura venham a ser desenvolvidos.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico contempla três subseções. Na primeira subseção, intitulada “Teoria da divulgação e *disclosure* voluntário” são discutidos os conceitos concernentes ao *disclosure* voluntário, isto é, sua definição, diferença em relação ao *disclosure* obrigatório e os motivos que levam às firmas a utilizá-lo. Também é apresentada, de forma breve, a teoria da discricionariedade do *disclosure* (conhecida como teoria da divulgação), a qual corresponde ao fundamento teórico de base deste trabalho, mesmo que outras teorias sejam indicadas, em complemento, na fundamentação das hipóteses.

Por seu turno, a segunda subseção, denominada “Relatórios de Responsabilidade Social Corporativa (RSC)”, discute o *disclosure* voluntário que aqui se propõe estudar, isto é, os reportes com informações de RSC. Assim, na referida subseção o conceito de responsabilidade social corporativa é citado, bem como os relatórios das firmas que são utilizados para evidenciar informações dessa natureza, seus formatos e dados de publicação ao longo dos anos.

Por fim, a terceira subseção, chamada de “*Disclosure* de RSC e desempenho”, indica estudos correlatos anteriores que evidenciaram o efeito do *disclosure* de RSC em medidas para a rentabilidade, valor de mercado e custo de capital. Ainda nessa subseção, são indicados os argumentos que fundamentam as hipóteses desta pesquisa.

### 2.1 Teoria da divulgação e *disclosure* voluntário

Segundo Healy e Palepu (2001), a literatura sobre *disclosure* considera, em última análise, que os gestores (agente) teriam informações em maior quantidade ou de melhor qualidade em relação aos investidores externos à firma (principal). Nesse sentido, as normas contábeis exigem que as informações de conhecimento dos gestores tornem-se públicas (*disclosure* obrigatório), de modo que os investidores também consigam acessá-las e, por consequência, tomem decisões adequadas.

Contudo, em certos casos, Healy e Palepu (2001) afirmam que as normas contábeis não funcionam propriamente ou os mecanismos que asseguram sua aplicação são falhos. Em situações dessa natureza, o equilíbrio entre as informações conhecidas pelos gestores e investidores é comprometido (HEALY; PALEPU, 2001). Por conta disso, em função de questões políticas, de eficiência contratual, de governança corporativa, entre outras, os gestores podem divulgar suas informações privativas aos investidores de maneira espontânea, sem

nenhuma obrigação normativa ou legal (HEALY; PALEPU, 2001). Esse tipo de divulgação facultativa é chamado de *disclosure* voluntário.

Por outro lado, nos dizeres de Einhorn (2005), o *disclosure* obrigatório advém da imposição de normas, regulamentos, leis, entre outros dispositivos, os quais determinam, de maneira impositiva, que a firma apresente informações ao seu público. No âmbito da contabilidade, um exemplo de divulgação obrigatória citada por Einhorn (2005) refere-se aos relatórios financeiros regidos pelas normas contábeis. Einhorn (2005) afirma que, a partir de incentivos adequados, a firma pode evidenciar informações adicionais em relação àquelas já exigidas, ou seja, o *disclosure* voluntário.

Nesse sentido, Einhorn (2005) argumenta que o *disclosure* obrigatório influencia a informação incremental que é divulgada voluntariamente, caracterizando assim um fator determinante para as estratégias de *disclosure* voluntário desenvolvidas pela firma. Quanto ao estudo do *disclosure*, de acordo com Verrecchia (2001), não existe algo como uma teoria abrangente e unificada do *disclosure*, mas sim um conjunto de modelos que buscam explicar os determinantes e implicações da divulgação. Verrecchia (2001) afirma que, em termos de classificação, as pesquisas sobre *disclosure* podem ser organizadas em três amplas categorias.

A primeira delas, chamada por Verrecchia (2001) de divulgação baseada em associação, envolve as pesquisas cujo objetivo é examinar as mudanças nos atos praticados pelos investidores (normalmente, observa-se aspectos como volume negociado ou equilíbrio de preço dos ativos) que ocorrem em decorrência da divulgação, esta constituindo assim um processo exógeno. A segunda categoria, a qual Verrecchia (2001) denominou de divulgação baseada na discricionariedade, diz respeito aos estudos que avaliam a discricionariedade na divulgação das informações da firma pelos gestores no contexto do mercado de capitais, sendo o *disclosure* visto como um processo endógeno. Por fim, Verrecchia (2001) afirma que na categoria da divulgação baseada em eficiência são estudadas as melhores maneiras de divulgar a informação, ou seja, aborda o processo anterior ao *disclosure*.

Dye (2001), diferentemente do que afirma Verrecchia (2001) a respeito da inexistência de uma teoria consolidada sobre o *disclosure*, acredita que existe sim uma teoria da discricionariedade do *disclosure* (i.e., cujo foco é a divulgação voluntária da informação) que, na realidade, seria derivada da teoria dos jogos. Para Dye (2001), o pressuposto básico da teoria é que qualquer firma, que dispuser da faculdade de publicar determinada informação, divulgará informações favoráveis a si e não divulgará as desfavoráveis.

Apesar disso, Dye (2001) faz uma ressalva de que a teoria pode não ser consistente em alguns casos, de modo que nem sempre os gestores divulgam somente as informações que

trazem benefícios econômicos e retêm aquelas cuja publicização seria prejudicial nesse sentido. Algumas situações dessa natureza, para fins de exemplo, seriam a divulgação de más notícias antes de uma compra de ações pelos próprios gestores ou como forma de reduzir o preço de exercício das opções detidas por eles (DYE, 2001). Outro caso refere-se ao desconto atribuído pelos investidores da firma quando percebem que o gestor está escondendo informações negativas, circunstância esta contemplada no modelo de Verrecchia (1983), considerado a base da teoria da discricionariedade da divulgação.

Verrecchia (1983) apresenta um modelo no qual um gestor de determinado ativo de risco possui discricionariedade na divulgação, aos investidores, de informações que podem revelar o valor intrínseco desse ativo. Nesta situação, a informação funciona como uma sinalização do valor de liquidação do ativo, de modo que a decisão do gestor em tornar pública ou não a informação dependerá, fundamentalmente, de seu efeito no valor de mercado do ativo. Para Verrecchia (1983), há um ponto de referência, definido com base nas implicações oriundas da divulgação da informação voluntária, acima do qual o gestor opta pela divulgação, e abaixo a detém. De maneira mais simples, isso significa dizer que a tendência do gestor é de divulgar voluntariamente informações favoráveis à firma e reter, o quanto possível, as desfavoráveis.

Diante do exposto, pode-se dizer que a teoria da discricionariedade do *disclosure*, com base no modelo de Verrecchia (1983), considera que a divulgação tem um custo, o qual reduz o valor do ativo subjacente à informação. Entenda-se, ao se dizer custo da divulgação, sob a ótica dessa teoria, não está a se falar somente dos gastos com a elaboração e disseminação da informação ao público de interesse, mas também do custo associado aos eventuais prejuízos que a divulgação pode causar.

Verrecchia (1983) cita o exemplo de um banco que poderia requerer o reembolso de seu empréstimo numa situação de publicação de informações desfavoráveis à firma. Assim, conforme Verrecchia (2001), considerando o objetivo do gestor de maximizar o valor de mercado da firma e a existência dos custos associados à divulgação, há incentivos para que as informações voluntárias que contribuam para a capitalização de mercado da firma sejam divulgadas, enquanto que as que a comprometam sejam retidas ou tenham sua publicação postergada.

Em complemento a Verrecchia (1983), Dye (1985) propõe que os investidores não possuem conhecimento suficiente para saber, de fato, as informações privadas que os gestores detêm, de modo que, em condições normais, não entenderão a não divulgação de informações voluntárias como um sinal de que os gestores estão retendo más notícias sobre a firma. Logo, o modelo de Dye (1985) também pressupõe que os gestores divulgariam, predominantemente,

informações voluntárias positivas. As informações voluntárias negativas seriam divulgadas somente quando seus custos decorrentes forem baixos, ou nos casos em que a assimetria informacional entre gestor e investidor é demasiadamente alta, podendo gerar prejuízos à firma (DYE, 1985).

Consistente com a teoria da discricionariedade do *disclosure*, existem algumas razões por meio das quais o *disclosure* voluntário pode ocorrer. Francis, Nanda e Olsson (2008) afirmam que o principal motivo que levam os gestores a divulgarem informações de maneira voluntária refere-se à racionalidade dos participantes do mercado, uma vez que estes tendem a considerar a não divulgação como algo desfavorável e, como resultado, atribuem um desconto ao avaliar o valor de mercado da firma. Não obstante, Francis, Nanda e Olsson (2008) pontuam que o *disclosure* voluntário minimiza o problema da seleção adversa, diminuindo a assimetria informacional entre gestores e investidores e, como resultado, o custo de capital da firma.

Em estudo anterior, Healy e Palepu (2001) identificaram as principais forças que levam os gestores a divulgar informações de caráter voluntário, a saber: i) transações no mercado de capitais; ii) controle corporativo; iii) compensação com ações; iv) custos de litígio; v) sinalização da habilidade do gestor; e vi) custos de propriedade. Inicialmente, os gestores possuem incentivos para divulgar informações voluntárias a fim de reduzir a assimetria informacional nas transações do mercado de capitais e, por consequência, diminuir o custo de capital da firma. Por sua vez, os mecanismos de controle corporativo, como o conselho de administração, estimulam a divulgação voluntária à medida em que substituem gestores com fraco desempenho, tendo em vista que os executivos podem utilizar o *disclosure* para melhorar a avaliação da firma, reduzindo suas chances de demissão.

Ainda para Healy e Palepu (2001), outro incentivo para a divulgação voluntária refere-se aos modelos de remuneração dos executivos baseados em ações da firma, pois assim os gestores se beneficiariam dos efeitos positivos da publicação das informações no preço e liquidez das suas ações. A evidenciação das informações discricionárias também evita os custos com litígio, especialmente por parte dos acionistas, os quais podem tomar medidas legais contra a firma quando considerarem a divulgação das informações inadequada ou intempestiva (HEALY; PALEPU, 2001).

Os gestores também podem publicar informações arbitrariamente apenas para sinalizar sua habilidade superior ao público de interesse (HEALY; PALEPU, 2001). Por fim, a perspectiva com base na hipótese dos custos de propriedade pressupõe que não existe conflito entre gestores e investidores, de modo que os gestores têm interesse na publicação das

informações voluntárias, porém a divulgação absoluta é restringida em função de custos e forças econômicas (HEALY; PALEPU, 2001).

O *disclosure* voluntário também pode ser utilizado como um mecanismo para a gestão do ambiente informacional das firmas. Balakrishnan et al. (2014) conduziram um experimento cujos resultados demonstraram que as firmas influenciam seu ambiente informacional a partir de publicações discricionárias, sendo que essa conduta contribui para o aumento da liquidez e preço das ações. Para exemplificar, foi evidenciado na pesquisa que quando alguns analistas deixaram de acompanhar e fornecer informações acerca de determinada firma, a assimetria informacional entre os investidores cresceu e, por consequência, observou-se queda nos preços das ações de cerca de 2,61%. Nessas situações foi verificada maior incidência de informações voluntárias publicadas pelas próprias companhias, constituindo, portanto, uma estratégia para reparação das falhas de informação (BALAKRISHNAN et al., 2014).

Deve-se mencionar, contudo, que em função da discricionariedade do gestor no *disclosure* voluntário, esse tipo de divulgação, muitas vezes, é visto como de pouca credibilidade. Healy e Palepu (2001) afirmam que isso ocorre, pois, considerando que todos os indivíduos são maximizadores de sua própria utilidade, os gestores têm, portanto, incentivos para divulgar voluntariamente apenas aquelas informações que lhes sejam favoráveis.

Contudo, alguns mecanismos podem atenuar esse problema e aumentar a credibilidade das informações voluntárias, dentre os quais destacam-se a avaliação de terceiros sobre a qualidade das informações e a possibilidade de validação das divulgações passadas (HEALY; PALEPU, 2001). No primeiro caso, Healy e Palepu (2001) citam que entidades ou instituições podem ser contratadas pela firma, ou mesmo por iniciativa dos *stakeholders*, para avaliar a qualidade das informações divulgadas, e.g. serviços de auditoria. O segundo mecanismo refere-se à validação das informações passadas a partir de sua efetivação no presente, e.g. pode-se verificar as previsões passadas de desempenho divulgadas pelo gestor a partir dos resultados realizados.

Diante do exposto, observa-se que vários motivos podem incentivar a publicação voluntária de informações pelas firmas. Dentre essas publicações voluntárias, destaca-se a divulgação de relatórios de responsabilidade social corporativa (RSC). Segundo Li et al. (2013), é de vital importância entender os fatores que levam à divulgação das informações de RSC, bem como suas particularidades, uma vez que os *stakeholders* dependem dessas informações para avaliar o desempenho socioambiental da firma. Sendo assim, a próxima subseção desta revisão da literatura aborda a divulgação dos relatórios de RSC.

## 2.2 Relatórios de Responsabilidade Social Corporativa (RSC)

Segundo Gamerschlag et al. (2011), a responsabilidade social corporativa (RSC) pode ser entendida a partir das condutas e atividades realizadas pelas firmas, sem qualquer obrigação legal, que visam contribuir com o desenvolvimento econômico, social e ambiental da comunidade em que estão inseridas. Nos últimos anos, Gamerschlag et al. (2011) alegam que houve crescimento na divulgação desse tipo de informação pelas empresas, especialmente nas grandes companhias, inclusive com a publicação espontânea de relatórios destinados exclusivamente a esse fim, tais como os relatórios de RSC ou relatórios de sustentabilidade e, até mesmo, o relato integrado.

A partir da perspectiva econômica, Gamerschlag et al. (2011) afirmam que as firmas apenas adotarão iniciativas que resultem em diminuição de seus custos ou aumento de seus benefícios. Nesse sentido, o *disclosure* voluntário, a partir de relatórios de RSC, é atraente para as empresas, pois pode funcionar como um mecanismo que reduz seus custos sociais e políticos (GAMERSCHLAG et al., 2011).

Deve-se mencionar que existem outras vantagens advindas da publicação das divulgações voluntárias de RSC, além da redução de custos sociais e políticos enfrentados pelas organizações. Moravcikova, Stefanikova, e Rypakova (2015) apresentam quatro benefícios obtidos pelas firmas a partir do *disclosure* de RSC, a saber: i) transparência, uma vez que promove maior conscientização sobre as atividades de RSC; ii) supervisão das atividades de RSC, tendo em vista que possibilita a comparação entre os passivos de RSC conhecidos pelo público e a realidade das operações da firma; iii) fortalece o envolvimento com os *stakeholders*, os quais estão interessados nas informações de RSC; e iv) favorece a cooperação entre setores, por exemplo, parcerias com outras empresas, agências governamentais e organizações sem fins lucrativos.

Os relatórios que empresas utilizam para tornar públicas suas atividades de RSC variam bastante quanto à forma e apresentam informações sobre vários assuntos, inclusive podem se diferenciar com base no país em que a firma está localizada. Tal afirmação pode ser fundamentada em Chapple e Moon (2005), que investigaram as variações nos relatórios de RSC das empresas de sete países asiáticos. Seus resultados mostraram que, apesar de estarem localizadas na Ásia, as firmas apresentam diferenças significativas na publicação, extensão e forma dos relatórios de RSC. Para exemplificar, 72% das companhias da Índia consideradas na amostra divulgaram o relatório, enquanto que na Indonésia a proporção foi de apenas 24%.



Em função dessas diferenças na divulgação dos relatórios de RSC ou similares, originárias ao nível país, Fortanier, Kolk, e Pinkse (2011) analisaram se a tendência à harmonização internacional desse tipo de publicação, a partir dos padrões do *Global Reporting Initiative* (GRI), da Organização das Nações Unidas (ONU), da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), da Organização Internacional do Trabalho (OIT) e da Organização Internacional de Normalização (ISO), a tornou mais homogênea entre as empresas. Os resultados da pesquisa de Fortanier, Kolk, e Pinkse (2011) mostraram que, de fato, quando as firmas adotam os padrões internacionais, as características institucionais dos países passam a exercer pouca influência nos relatórios de RSC em todos os seus assuntos abordados (emprego, comunidade, impacto econômico, questões ambientais, entre outros).

Dentre as formas dos relatórios de RSC, Sutantoputra (2009) afirma que o padrão de divulgação voluntária de RSC mais conhecido e adotado pelas firmas é o GRI. Sutantoputra (2009) alega que os padrões do GRI foram criados com o objetivo de auxiliar as organizações a elaborarem seus relatórios de responsabilidade social corporativa, apresentando de forma apropriada o impacto de suas ações na economia, meio ambiente e sociedade. Por meio dos padrões GRI, as firmas conseguem, portanto, se comunicar eficientemente com seus *stakeholders*, sendo que estes também podem avaliar adequadamente as atividades organizacionais em direção ao desenvolvimento sustentável e tomar decisões no sentido de estabelecer ou manter suas relações com as empresas (SUTANTOPUTRA, 2009).

Hedberg e Malmborg (2003) afirmam que o GRI foi criado em 1997 por instituições participantes da Coligação para Economias Ambientalmente Responsáveis (CERES), com o objetivo de desenvolver diretrizes a serem observadas por organizações de todo o mundo no que se refere à divulgação de informações econômicas, ambientais e sociais. Até aquele momento, Hedberg e Malmborg (2003) destacam que não havia nenhuma instrução ou recomendação de como deveria ser um relatório de responsabilidade social corporativa e que tipo de informação deveria apresentar. Por conta disso, a comparação entre os relatórios das firmas constituía uma tarefa complexa e, por vezes, impraticável (HEDBERG; MALMBORG, 2003), dificultando a análise pelas partes relacionadas e o desenvolvimento de estudos na área.

Atualmente, os padrões de divulgação do relatório de RSC com base nas diretrizes do GRI são estruturados de modo a evidenciar os impactos da firma na economia, meio ambiente e sociedade em geral (GRI, 2018). Desta forma, os padrões específicos de divulgação são divididos em três grandes grupos: dimensão econômica (GRI 200), ambiental (GRI 300) e social (GRI 400), de modo que cada um destes grandes grupos apresenta diretrizes de

divulgação de tópicos ou assuntos específicos relacionados. Para elucidar, o Quadro 1 indica os tópicos específicos que compõem os padrões GRI.

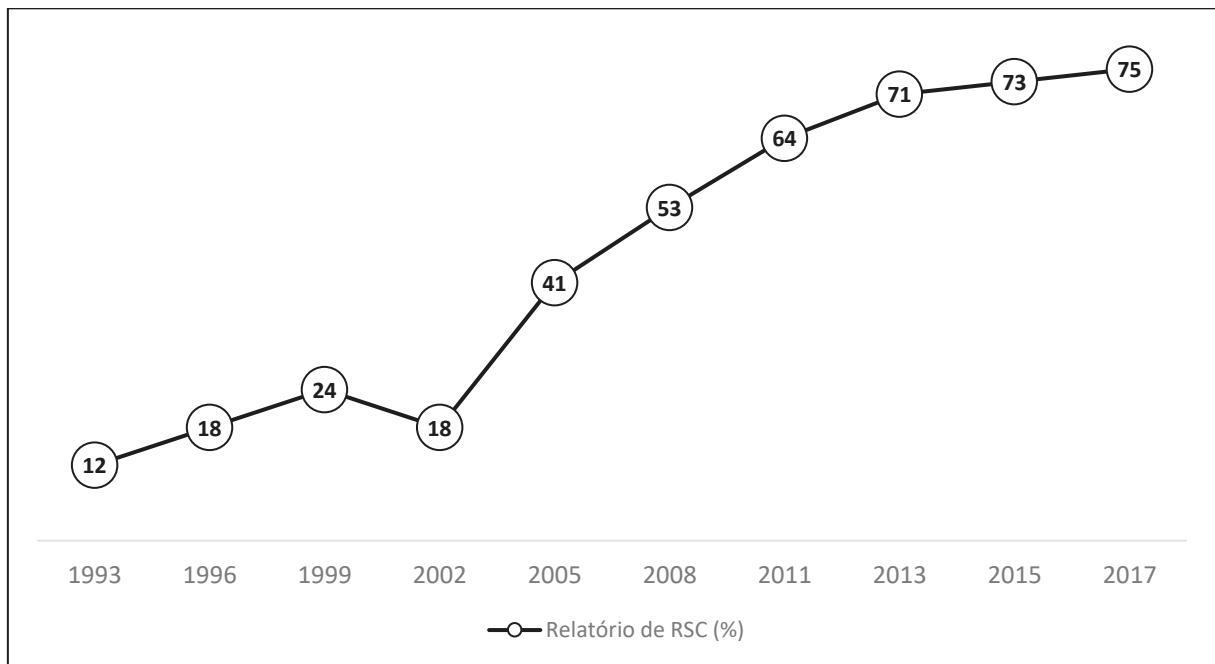
QUADRO 1 – Tópicos específicos dos padrões GRI

<b>Grupo GRI</b>	<b>Tópicos específicos abordados</b>
GRI 200 Econômico	GRI 201 Desempenho econômico GRI 202 Presença de mercado GRI 203 Impactos econômicos indiretos GRI 204 Práticas de suprimentos GRI 205 Anticorrupção GRI 206 Comportamento anticompetitivo
GRI 300 Ambiental	GRI 301 Materiais GRI 302 Energia GRI 303 Água e efluentes GRI 304 Biodiversidade GRI 305 Emissões GRI 306 Efluentes e desperdícios GRI 307 Compliance ambiental GRI 308 Avaliação ambiental dos fornecedores
GRI 400 Social	GRI 401 Emprego GRI 402 Relações trabalhistas GRI 403 Saúde ocupacional e segurança GRI 404 Treinamento e educação GRI 405 Diversidade e igualdade de oportunidades GRI 406 Não discriminação GRI 407 Liberdade de associação e negociação coletiva GRI 408 Trabalho infantil GRI 409 Trabalho compulsório ou forçado GRI 410 Práticas de segurança GRI 411 Direitos das populações indígenas GRI 412 Avaliação dos direitos humanos GRI 413 Comunidades locais GRI 414 Avaliação social dos fornecedores GRI 415 Políticas públicas GRI 416 Saúde e segurança do consumidor GRI 417 Marketing e rotulagem GRI 418 Privacidade do consumidor GRI 419 Compliance socioeconômica

Fonte: elaborado pelo autor com base em GRI (2018)

Independentemente da forma de publicação e padrão utilizado, é fato que a divulgação das informações voluntárias de RSC por parte das organizações cresceu nos últimos anos, sobretudo pelas grandes companhias. A KPMG (2018) analisou os relatórios de RSC e de sustentabilidade de uma amostra composta pelas 100 maiores empresas, em termos de receita, de 49 países/regiões, totalizando 4.900 firmas. Os resultados da pesquisa mostraram um aumento significativo na proporção de empresas em relação ao total da amostra que publicaram relatórios de RSC. No início da série histórica, no ano de 1993, apenas 12% das companhias pesquisadas divulgavam o relatório, ao passo que em 2017 o percentual correspondente foi de 75%. O Gráfico 1 apresenta esses dados em detalhes.

GRÁFICO 1 – Crescimento na publicação de relatórios de RSC desde 1993 (em %)



Fonte: elaborado pelo autor com base em KPMG (2018)

Ainda sobre o estudo da KPMG (2018), a taxa de *disclosure* de relatórios de RSC no ano de 2017, mensurada pela quantidade de firmas que publicaram o relatório em relação ao total, foi maior na região das Américas (83%), seguida pela Ásia e Pacífico (78%) e Europa (77%). A África e Oriente Médio (52%) foram as regiões que apresentaram menor percentual de publicação dos relatórios. Ao se observar o índice de divulgação dos relatórios por país, Reino Unido, Japão e Índia foram as nações com maior percentual de publicação em 2017, correspondendo a 99% de suas respectivas empresas. Quanto ao Brasil, país que compõe a amostra deste estudo, no decorrer do mesmo período, o percentual de publicação dos relatórios de RSC foi de 85%.

O Brasil, em termos de divulgação de RSC, também possui relevância em relação aos demais países da América Latina. Com o objetivo de analisar as informações socioambientais divulgadas por empresas em diversos países, Calixto (2013) efetuou uma análise de conteúdo de relatórios publicados por 226 empresas da América Latina com dados coletados entre 2004 e 2009. Seus resultados indicaram que a maior parcela das empresas analisadas não divulgou informações de RSC relevantes. Dentre os países avaliados na pesquisa, as firmas do Brasil foram as que tiveram maiores níveis de *disclosure* de RSC. No que se refere ao tipo de

publicação, o relatório anual e o relatório de sustentabilidade constituíram o principal meio para a comunicação das informações de RSC.

Deve-se mencionar que a divulgação voluntária de relatórios de RSC pode afetar o desempenho da firma, bem como gerar retornos positivos aos acionistas. Para sustentar tal asserção, Griffin e Sun (2013) citam a teoria da discricionariedade do *disclosure*, a qual prevê que uma decisão de divulgação voluntária considerada como ótima deve implicar em benefícios econômicos para a firma.

Nesse sentido, Degenhart, Mazzuco e Klann (2017) afirmam que os investidores consideram as informações de natureza socioambiental relevantes para o processo de tomada de decisão, no que se refere à aquisição ou venda de ações da firma, de modo que as firmas que divulgam relatórios que contenham esse tipo de informação conseguem reduzir seu custo de capital. Por sua vez, para Amir e Lev (1996), especialmente nos casos em que as informações contábeis são deficientes, os investidores consideram prioritárias as informações não-financeiras, tais como as de RSC, para a tomada de decisão. Com base nesses argumentos, a subseção seguinte deste referencial teórico apresenta as principais evidências do efeito da divulgação de RSC no desempenho da firma, a partir das quais foram elaboradas as hipóteses deste trabalho.

## **2.3 Disclosure de RSC e desempenho**

### *2.3.1. Disclosure de RSC e rentabilidade*

De acordo com Carè e Forgione (2019), apesar de existirem trabalhos que discutem se vale ou não a pena, em termos de benefícios econômicos, que a firma adote uma postura socialmente responsável, desenvolvendo atividades socioambientais e investimentos na área de RSC, alguns pontos são divergentes. Segundo Carè e Forgione (2019) aspectos como o desempenho socioambiental da firma, a divulgação de informações em relação ao seu engajamento em atividades sociais e ambientais, e eventuais impactos na rentabilidade delas provenientes, representam questões abertas em função dos achados divergentes. Assim, Carè e Forgione (2019) entendem que novas pesquisas sobre o tema se fazem necessárias, a fim de avançar o conhecimento que se tem quanto à relação supracitada.

Balabanis, Phipplips e Lyall (1998) afirmam que a divulgação de RSC exerce efeito positivo na rentabilidade, pois essas informações são necessárias para que os *stakeholders*

avaliem as perspectivas da firma no longo prazo, incluindo seu desempenho socioambiental. Segundo Balabanis, Phipplips e Lyall (1998), alguns podem argumentar o contrário, de que as atividades de RSC e sua divulgação corroem a rentabilidade, pelo fato de iniciativas dessa natureza, tais como doações a instituições de caridade, apoio a projetos beneficentes, utilização de equipamentos e materiais ambientalmente corretos, entre outras, implicarem em eventuais custos adicionais. Apesar disso, Balabanis, Phipplips e Lyall (1998) entendem que esse tipo de visão é limitado, pois não contempla os possíveis benefícios econômicos advindos de boas condutas socioambientais e negligencia os impactos negativos na rentabilidade, provenientes de uma postura socioambiental desfavorável.

Observa-se na literatura diversos benefícios, a partir das iniciativas de RSC, que impactam positivamente a rentabilidade. Vitaliano (2010), Inoue e Lee (2011) e Ilmi, Kustono e Sayekti (2017) mostraram que os consumidores são mais favoráveis em adquirir produtos de firmas consideradas socialmente responsáveis, fato este que pode resultar em aumento de receitas e, como consequência, da rentabilidade da firma. Young e Thyil (2009), Vitaliano (2010) e Sánchez e Benito-Hernández (2015) afirmam que as firmas vistas como socialmente responsáveis também enfrentam menos problemas de ordem trabalhista. Especificamente no que se refere à evidenciação, Balabanis, Phipplips e Lyall (1998) argumentam que a retenção das informações de RSC pode gerar desconfiança nos *stakeholders*, e com isso comprometer o desempenho econômico da firma.

Sob a perspectiva econômica, de acordo com a teoria da discricioniedade do *disclosure*, cujas bases são atribuídas aos estudos de Verrecchia (1983) e Dye (1985), para que a firma divulgue informações de caráter voluntário, tais como as de RSC, estas devem exercer algum efeito econômico relevante. Isso ocorre, pois a informação revela o valor intrínseco de determinado ativo de risco, apesar de sua divulgação implicar em alguns custos. Assim, o gestor decide se irá divulgar ou não determinada informação voluntária a depender do efeito econômico que se espera que ela exerça sobre a firma. Diante disso, entende-se que os gestores detêm informações de RSC consideráveis, porém tendem a tornar públicas, fundamentalmente, aquelas que podem trazer benefícios econômicos à empresa.

Os argumentos de Verrecchia (1983) e Dye (1985) já foram testados empiricamente no contexto da divulgação de RSC. Um exemplo disso decorre de Balabanis, Phillips e Lyall (1998), que estudaram a relação entre RSC e desempenho econômico. Seus resultados demonstraram a existência de associação positiva entre *disclosure* de RSC e o desempenho (a razão entre o lucro bruto e a receita de vendas se mostrou positivamente associada ao *disclosure*). Adicionalmente, a combinação entre alto desempenho socioambiental e alto índice

de divulgação afetou positivamente a rentabilidade geral da firma. Para Balabanis, Phillips e Lyall (1998) isso ocorre pelo fato de que certas atividades de RSC podem ocorrer em detrimento de outras mais rentáveis, de modo que, por conta disso, tais atividades não seriam evidenciadas nos relatórios. Assim, a firma possui incentivos para divulgar informações de práticas de RSC que estão em conformidade com os interesses dos *stakeholders*, com implicações favoráveis à sua rentabilidade.

Não é somente a teoria da discricionariedade do *disclosure* que suporta a existência de relação positiva entre a divulgação de RSC e a rentabilidade da firma. Wasara e Ganda (2019) expõem argumentos baseados na teoria dos *stakeholders* e na teoria da legitimidade para fundamentar os efeitos positivos na rentabilidade, advindos da divulgação de informações socioambientais. A teoria dos *stakeholders* prevê que a firma possui diversas partes interessadas (e.g. acionistas, clientes, fornecedores, governo, empregados, etc.), as quais exercem influência significativa em suas atividades e, por consequência, afetam seus resultados.

Sob essa perspectiva, as informações evidenciadas pela firma podem originar ações dos *stakeholders* que impactam seu desempenho econômico. Tais argumentos já foram corroborados por estudos anteriores: Micah, Ofurum e Ihendinihu (2012) evidenciaram a existência de associação positiva entre divulgação de informações sobre os funcionários e a rentabilidade; e Aggarwal (2013), a partir de uma revisão da literatura, indicou achados que sugerem efeitos negativos no desempenho econômico da firma quando as informações de RSC divulgadas contrariam os interesses dos *stakeholders*.

Quanto aos fundamentos amparados na teoria da legitimidade, Wasara e Ganda (2019) afirmam que o contrato social entre as firmas e a comunidade na qual estão inseridas constitui um incentivo para que os recursos sejam utilizados de modo a gerar riqueza, sem prejudicar a sociedade. Nesse contexto, a divulgação das informações socioambientais representa uma das maneiras pela qual a firma pode legitimar suas ações, em outras palavras, possibilita que a firma demonstre seu alinhamento com os interesses da sociedade. Caso fracasse em atender tais interesses, a organização pode sofrer sanções por parte da sociedade, comprometendo assim sua rentabilidade.

Alguns estudos corroboraram as proposições da teoria da legitimidade no que se refere à relação entre a divulgação de RSC e a rentabilidade, a saber: Burhan e Rahmanti (2012) mostraram que a divulgação de relatórios de sustentabilidade influencia o desempenho da firma, mensurado pelo retorno sobre o ativo (ROA); Kamatra e Kartikaningdyah (2015) verificaram que o *disclosure* de RSC afeta positivamente o ROA e o retorno sobre as vendas (RSV); Mukwarami, Nyirenda e Fakoya (2017) observaram uma relação positiva entre

responsabilidade social corporativa e rentabilidade (ROA) quando os testes foram controlados pelo número de empregados.

Com base na teoria da legitimidade, Yusoff, Mohamad e Darus (2013) investigaram a influência da divulgação de RSC no desempenho econômico de 30 empresas malaias no período de 2009 a 2011. Como medidas de performance, foram utilizados o retorno sobre o ativo (ROA), o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o retorno sobre as vendas (ROS). Os resultados mostraram que elevados níveis de divulgação de RSC exercem efeito positivo nas medidas de performance. A explicação de Yusoff, Mohamad e Darus (2013) para os achados é que o *disclosure* de RSC contribui para a legitimidade da firma, i.e., a organização passa a ser vista como socialmente responsável, e por isso recebe apoio de seu público de interesse, algo que é refletido em seu desempenho econômico.

Em estudo similar, Bidhari, Salim e Aisjah (2013) analisaram o efeito da divulgação de informações de RSC no desempenho econômico e no valor das firmas do setor financeiro listadas na Bolsa de Valores da Indonésia. Foram coletados dados de 15 firmas no período de 2008 e 2011. Assim como Yusoff, Mohamad e Darus (2013), Bidhari, Salim e Aisjah (2013) utilizaram o retorno sobre o ativo (ROA), o retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e o retorno sobre as vendas (ROS) para mensurar a rentabilidade. A divulgação de RSC foi estimada a partir de um índice composto por 56 itens, os quais receberam valor 1 se divulgado e valor 0 no demais casos. Os resultados da pesquisa indicaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a divulgação de RSC e as variáveis de rentabilidade (ROA, ROE e ROS).

Diante do exposto, consoante à teoria da discricionariedade do *disclosure*, bem como com os argumentos apoiados na teoria dos *stakeholders* e na teoria da legitimidade, supõe-se que a divulgação de RSC e a rentabilidade da firma estão positivamente associadas. Destarte, tem-se a seguinte hipótese:

**H1a:** Há uma relação positiva entre o *disclosure* de RSC e a rentabilidade da firma.

Carroll e Shabana (2010) mencionam que os benefícios da responsabilidade social corporativa em termos de desempenho da firma não são homogêneos, pois as atividades socioambientais desenvolvidas e sua efetividade não são genéricas, isto é, dependem da estratégia corporativa e, especialmente, das expectativas dos *stakeholders*. Em razão disso, entende-se que ao avaliar o *disclosure* de RSC, faz-se necessário abordar as diferentes dimensões que a compõem.

Tal entendimento coaduna com o trabalho de Torugsa, O'Donohue e Hecker (2013), o qual aborda o papel da responsabilidade social corporativa para o desenvolvimento das capacidades e desempenho da firma a partir de três dimensões: econômica, social e ambiental. Torugsa, O'Donohue e Hecker (2013) ainda afirmam que a análise de cada dimensão se faz pertinente, pois a RSC é simplesmente uma das nomenclaturas abrangentes empregadas para tratar das implicações ambientais, sociais e econômicas nas práticas organizacionais. Assim, além de tratar o *disclosure* de RSC de forma consolidada, neste trabalho avalia-se também suas dimensões.

Inicialmente, no que tange à dimensão ambiental, existem razões para supor que o *disclosure* ambiental mantém associação positiva com a rentabilidade da firma. Huang e Kung (2010) discutem o papel da divulgação ambiental com base na teoria dos *stakeholders*, cujo pressuposto central é que as firmas, para sobreviver, devem satisfazer as demandas dos *stakeholders* ou, caso contrário, suportar as consequências negativas de contrariá-los.

Segundo Huang e Kung (2010), o *disclosure* ambiental é influenciado pelos diferentes públicos de interesse da organização, de modo que as expectativas de certos *stakeholders*, especialmente dos credores e consumidores, cujas decisões exercem impacto na rentabilidade da firma, incentivam a publicação de informações ambientais pelos gestores. A pressão dos *stakeholders* pela divulgação ambiental, conforme Huang e Kung (2010), ocorre, pois as grandes empresas estão sujeitas a maior monitoramento pelo governo e, em consequência, são penalizadas facilmente por violações ambientais.

A teoria da legitimidade também justifica as pressões sofridas pela firma no que se refere à divulgação de informações ambientais. A partir da teoria da legitimidade, Burgwal e Vieira (2014) mencionam a existência de um contrato social entre a firma e a sociedade, por meio do qual é assegurada uma situação de equilíbrio entre os interesses da organização e os da sociedade.

Burgwal e Vieira (2014) afirmam que quando a firma não cumpre o contrato social, a sociedade adota uma postura desfavorável em relação à empresa, de modo a gerar reações adversas como restrição no abastecimento de recursos pelos fornecedores ou redução na demanda dos produtos ou serviços. Por esse motivo, de acordo com Burgwal e Vieira (2014), o *disclosure* ambiental constitui uma função das pressões políticas e sociais enfrentadas pela firma, com implicações em sua rentabilidade.

Sob essa perspectiva, Burgwal e Vieira (2014) estudaram as 30 maiores empresas abertas listadas na *Amsterdam Euronext Index* em 2008 com o objetivo de identificar determinantes do nível das práticas de divulgação ambiental. Os achados da pesquisa sugeriram



algumas variáveis determinantes da divulgação ambiental, a saber: o tamanho da empresa (capitalização de mercado, vendas e ativo total) e o setor industrial (indústrias de petróleo e gás, materiais de base e aviação demonstram maior sensibilidade ambiental).

Contudo, deve-se mencionar que Burgwal e Vieira (2014) não encontraram evidências de associação estatisticamente significativa entre lucratividade (mensurada pelo retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido) e a divulgação ambiental. Isso demonstra a necessidade de abordar o conteúdo textual de RSC dos reportes corporativos nesta pesquisa, a fim de revisitar a relação entre *disclosure* ambiental e rentabilidade, haja vista que Burgwal e Vieira (2014) utilizaram uma amostra bastante restrita e sua medida de *disclosure* foi baseada na atribuição de pesos, o que pode ser a causa de seus resultados inconclusivos.

Segundo Wasara e Ganda (2019), os impactos ambientais exercidos pelas atividades corporativas reduzem sua rentabilidade, uma vez que originam custos adicionais, tais como multas ou adequações no processo produtivo decorrentes de normas e regulamentações impostas à firma. Por conta disso, Wasara e Ganda (2019) afirmam que uma maneira de atenuar esses problemas seria por meio da divulgação de informações ambientais.

Os argumentos de Wasara e Ganda (2019) podem ser melhor compreendidos ao se observar os embasamentos da teoria da discricionariedade do *disclosure* para esse fim. Segundo Burgwal e Vieira (2014), a teoria da discricionariedade do *disclosure* prediz que as firmas que apresentam desempenho ambiental satisfatório estão inclinadas a divulgar suas atividades ambientais. Como Endrikat, Guenther e Hoppe (2014) mostraram que, a partir de uma meta-análise de 149 estudos anteriores, a performance ambiental da firma está positivamente relacionada ao seu desempenho financeiro, existem indícios suficientes para supor a associação positiva entre o *disclosure* ambiental e a rentabilidade. Assim, tem-se a hipótese:

**H1b:** Há uma relação positiva entre a divulgação ambiental e a rentabilidade da firma.

De maneira similar à divulgação ambiental, e pelos mesmos motivos, a relação entre a divulgação social e a rentabilidade da firma também é condizente com a teoria dos *stakeholders*, cujo foco está na reação dos *stakeholders* aos programas sociais da organização, e com a teoria da legitimidade, no sentido de que há a expectativa, por parte da sociedade, de que a firma cumpra com suas responsabilidades de ordem social. Apesar das similaridades, existem algumas particularidades da dimensão social.

Por exemplo, Fijałkowska, Zyznarska-Dworczak e Garszka (2018) mostraram, a despeito de efeitos institucionais ao nível do país analisado, que as iniciativas sociais

desenvolvidas pela firma estão na direção de melhores indicadores de desempenho financeiro. Para Fijałkowska, Zyznarska-Dworczak e Garsztka (2018), isso ocorre pelo fato de as iniciativas sociais elevarem o conhecimento corporativo a respeito dos ambientes mercadológico, social, político e tecnológico, contribuindo assim para o melhoramento da eficiência organizacional.

De acordo com Gonçalves et al. (2013), as iniciativas sociais constituem uma alternativa para que a firma obtenha maior aceitação pela sociedade e investidores, a fim de atenuar os impactos negativos gerados a partir de suas externalidades, isto é, os custos sociais oriundos da atividade empresarial que são transferidos para a sociedade, e também como forma de transmitir uma imagem socialmente responsável, melhorando sua reputação.

O trabalho de Gonçalves et al. (2013) pressupõe que, apesar de a realização de atividades sociais desviar-se da função objetivo da firma, a evidenciação social traz benefícios em termos econômicos. Logo, o entendimento de Gonçalves et al. (2013) a respeito da divulgação social está, portanto, em consonância à teoria da discricionariedade do *disclosure* à medida em que o incentivo para a divulgação voluntária das informações sociais decorre da expectativa de eventuais efeitos econômicos favoráveis à firma.

Do mesmo modo, Conceição et al. (2011) examinaram a divulgação de informações de RSC, porém com foco no desempenho socioambiental da firma, bem como sua influência no desempenho econômico-financeiro. Os dados foram coletados a partir de demonstrações financeiras de 123 empresas listadas na bolsa de valores do Brasil (Brasil, Bolsa, Balcão – B3). Dentre os resultados, os autores verificaram que o *disclosure* de RSC está positivamente relacionado com o desempenho econômico-financeiro e social, principalmente no caso das firmas de setores de atividade regulamentados, proveniente, talvez, de exigências mínimas de divulgação socioambiental. Deste modo, tem-se como hipótese:

**H1c:** Há uma relação positiva entre a divulgação social e a rentabilidade da firma.

Existem também motivos para abordar a divulgação econômica separadamente das demais dimensões de RSC. Murcia e Santos (2012) estudaram os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário de firmas brasileiras, sendo os dados de divulgação obtidos a partir das demonstrações financeiras, e não de relatórios de RSC. Mesmo assim, Murcia e Santos (2012) dividiram as *proxies* para a divulgação voluntária em três: *disclosure* socioambiental; *disclosure* econômico; e *disclosure* total (i.e. *disclosure* socioambiental e econômico). Murcia e Santos (2012) justificaram esse procedimento por conta da correlação imperfeita entre o

*disclosure* socioambiental e o *disclosure* econômico, sugerindo, portanto, que os fatores que explicam a divulgação socioambiental não são exatamente os mesmos fatores para a divulgação econômica.

Outro motivo para explicar a análise independente do *disclosure* econômico está assentado na abordagem que entende o papel da firma, estritamente, como a geração de lucros, de modo que a divulgação das informações deveria centrar-se no seu desempenho econômico. Friedman (1970) critica a visão de que a firma possui consciência social, isto é, que existe alguma responsabilidade subjacente em algo como combater a discriminação, fornecer empregos ou evitar a poluição.

Para Friedman (1970), a responsabilidade social corporativa é a busca da aplicação eficiente dos recursos organizacionais como forma de aumentar os lucros, em um ambiente de concorrência aberta e livre, sem fraudes ou outras ilegalidades. Assim, sob tal perspectiva, as publicações de RSC de cunho econômico seriam aquelas mais relevantes para informar os *stakeholders* quanto ao desempenho da firma na consecução de seus objetivos e, por isso, com maior impacto na performance.

A própria teoria da discricionariedade do *disclosure*, conforme apresentado em seção anterior deste trabalho, teve sua aplicação original na decisão dos gestores em publicar informações voluntárias, fundamentalmente, de caráter financeiro, com base nos incentivos econômicos delas decorrentes (VERRECCHIA, 1983).

Mesmo, as teorias da legitimidade e dos *stakeholders*, discutidas anteriormente, também se mostram adequadas para justificar o eventual efeito positivo do *disclosure* econômico na rentabilidade da firma. Por exemplo, Al-Dhaimesh e Al Zobi (2019) atribuem o efeito positivo da divulgação da dimensão econômica na rentabilidade da firma à influência da publicação dessas informações na melhoria da confiança dos potenciais investidores e credores da firma, bem como da imagem da organização.

Similarmente, Shad et al. (2020) afirmam que a publicação de assuntos econômicos relacionados à sustentabilidade contribui para a transparência das atividades financeiras da firma, de modo a viabilizar melhores decisões por parte dos *stakeholders* internos e externos. Com base nisso, tem-se que:

**H1d:** Há uma relação positiva entre a divulgação econômica e a rentabilidade da firma.

Verrecchia (1983) e Dye (1985) pressupõem que o gestor da firma, ao decidir quanto à publicação de informações voluntariamente, tendem a evidenciar facilmente aquelas que

exercem efeitos econômicos positivos e não divulgar, ou reter ao máximo possível, as que causam implicações negativas. Depreende-se disso que a natureza da informação, isto é, se são divulgadas boas ou más notícias, caracteriza uma variável que também afeta a performance da firma.

Segundo Ruf et al. (2001), não se pode relevar o fato de que as firmas mantêm contratos com vários *stakeholders*. Tendo em vista que estes possuem recursos limitados e eventuais conflitos de interesse, Ruf et al. (2001) entendem que eles avaliarão os benefícios e custos na decisão de estabelecer relações com a firma. Sendo assim, nas palavras de Ruf et al. (2001), a rentabilidade sofre influências a partir da natureza das informações divulgadas, e.g., informações positivas estimulam crescimento nas vendas, bons empregados podem escolher as firmas a partir dessas informações, entre outras situações, situações estas que poderiam contribuir na melhoria da rentabilidade da firma.

Yekini, Wisniewski e Millo (2016) afirmam que o tom positivo adotado nos relatórios das firmas exerce uma resposta de mercado. Segundo Yekini, Wisniewski e Millo (2016) isso acontece porque os investidores, ao analisar os relatórios publicados, são persuadidos pelas narrativas utilizadas pelas firmas, as quais afetam as decisões de aplicação de recursos. Sob a perspectiva do Modelo de Probabilidade da Elaboraões, modelo teórico da área de psicologia experimental, Yekini, Wisniewski e Millo (2016) argumentam que quanto mais as expressões positivas forem usadas nos relatórios, maior será a reação do mercado em relação às narrativas e, em consequência, o efeito no desempenho econômico da firma.

Estudos anteriores já mostraram que o tom positivo do *disclosure* está positivamente associado à rentabilidade da firma (HUANG; TEOH; ZHANG, 2014). Davis, Piger e Sedor (2012) observaram que o tom otimista nas comunicações de divulgação de resultados está positivamente associado à rentabilidade da firma nos trimestres subsequentes. Davis, Piger e Sedor (2012) argumentam que isso ocorre, pois os gestores utilizam o tom positivo na comunicação dos resultados como um mecanismo de *disclosure* voluntário, o qual sinaliza credibilidade das informações sobre o desempenho futuro da firma. Davis, Piger e Sedor (2012) ressaltam, contudo, que isso só se aplica quando os gestores possuem incentivos para publicar as informações de modo sincero, isto é, depende dos custos e benefícios da aplicação de uma estratégia de divulgação verdadeira em comparação a uma falsa.

Por sua vez, Davis e Sweet (2012) argumentam que as publicações das firmas, em especial seus *releases* de resultados, são mecanismos cuja função é comunicar aos *stakeholders* o desempenho corporativo. Por isso, Davis e Sweet (2012) dizem que é natural esperar que um tom otimista do *disclosure* sinalize desempenho positivo da firma, tanto no encerramento do

período corrente como nos períodos subsequentes, enquanto que a divulgação pessimista indicaria o contrário. Como forma de verificar empiricamente tais suposições, Davis e Sweet (2012) analisaram formulários 10-Q e 10-K (relatórios das companhias abertas exigidos pela *U.S. Securities and Exchange Commission* – SEC, os quais contém informações sobre o desempenho financeiro das firmas) no período de 1998 a 2003. Seus resultados evidenciaram redução na rentabilidade das firmas que publicaram relatórios com altos níveis de palavras negativas.

Quanto às evidências estritamente concernentes ao tom do *disclosure* de RSC, embora não existam trabalhos que considerem, em profundidade, as suas dimensões, há achados referentes ao desempenho ambiental positivo, sua divulgação proveniente e seu efeito na rentabilidade. Carè e Forgone (2019) analisaram a relação entre *disclosure* ambiental, desempenho ambiental e rentabilidade de 57 bancos da União Europeia. Carè e Forgone (2019) mostraram que quando a firma apresenta desempenho ambiental favorável e evidencia informações nesse sentido, há uma elevação no seu índice de retorno sobre o ativo do período.

Carè e Forgone (2019) argumentam que essa rentabilidade superior advém da melhoria da reputação que a firma adquire ao apresentar boa conduta ambiental e também pela redução de custos de financiamento, ao demonstrar investimentos nas áreas da RSC. Diante do exposto, e considerando que a divulgação de desempenho ambiental positivo pode ser entendida como uma evidenciação de boas notícias pela firma, tem-se que:

**H1e:** O tom positivo (negativo) do *disclosure* exerce efeito positivo (negativo) na rentabilidade da firma.

### 2.3.2. *Disclosure de RSC e valor da firma*

Existem motivos para pressupor que a divulgação de RSC exerce impacto sobre o preço das ações e, por consequência, em seu valor de mercado. Verrecchia (1983) e Dye (1985), a partir da teoria da discricionariedade do *disclosure*, afirmam que eventuais implicações no preço de mercado das ações da firma afetam a decisão do gestor em divulgar informações voluntárias. Sob a perspectiva da teoria da discricionariedade do *disclosure* a informação é vista como um sinal que indica o valor intrínseco de um ativo de risco (e.g. ações). Nesse sentido, os efeitos da divulgação de RSC no preço das ações também pode ser fundamentado a partir da hipótese dos mercados eficientes (HME), a qual discute a relação entre a informação e o preço intrínseco das ações.

Segundo a HME, apresentada por Fama (1970, 1991), os mercados financeiros são altamente eficientes em relação à informação, isto é, o preço das ações reflete as informações e, portanto, a ação é negociada por seu valor intrínseco. A HME pode ser entendida a partir de três formas de eficiência: fraca, semi-forte e forte. Na forma fraca, o preço das ações reflete as informações dos retornos passados, de modo que não seria possível para nenhum investidor obter retornos anormais a partir do conhecimento dos dados das cotações anteriores de determinada ação. Por sua vez, a forma semi-forte pressupõe que não apenas os dados de retorno passado, mas também as informações públicas disponíveis a respeito da firma estão incorporadas ao preço das ações. Por fim, a forma forte da HME considera que o preço das ações contempla até mesmo as informações não divulgadas, por exemplo, as privilegiadas.

Corroborando as pressuposições da teoria da discricionariedade do *disclosure*, bem como da HME, alguns estudos anteriores apresentaram evidências empíricas do efeito do *disclosure* de RSC no valor de mercado ou medidas correlatas. Gao et al. (2016) examinaram os efeitos e os determinantes da divulgação de RSC. Depois de analisar dados coletados de 61 firmas listadas na Bolsa de Valores de Amsterdã (*Amsterdam Stock Exchange*) no período de 2004 e 2012, as quais totalizaram 491 observações, Gao et al. (2016) encontraram evidências empíricas de que a alta qualidade do *disclosure* de RSC implica em melhores preços nas ofertas secundárias de ações e emissões de títulos, maior cobertura de analistas em relação à firma, maiores níveis de propriedade institucional e maior liquidez das ações.

Dhaliwal et al. (2012) examinaram a relação entre divulgação não-financeira, mensurada pelo *disclosure* de RSC, e a precisão das previsões dos analistas. Dentre as análises apresentadas no trabalho, foi avaliado o efeito da divulgação de RSC no retorno das ações da firma (retorno de comprar e manter a ação pelo período de janeiro a dezembro do mesmo exercício). Os achados evidenciaram uma associação positiva e estatisticamente significativa entre *disclosure* de RSC e retorno das ações. De acordo com Dhaliwal et al. (2012), isso ocorre porque o preço das ações incorpora o conteúdo informacional dos relatórios de RSC referente às perspectivas futuras da firma. Em outras palavras, é esperado que quanto mais transparente, em termos da divulgação de RSC, mais facilmente o preço das ações refletirá as informações da firma.

A *value relevance* da informação de RSC também pode ser influenciada pelas características institucionais, uma vez que o ambiente institucional no qual a firma está inserida estimula a divulgação de certas informações. Mittelbach-Hörmanseder, Hummel e Rammerstorfer (2019) estudaram o papel das características institucionais dos países na *value relevance* da divulgação de RSC. Os resultados mostraram que a relação entre a divulgação de

RSC e o preço das ações no final do exercício é moderada pelo ambiente institucional. Por exemplo, Mittelbach-Hörmanseder, Hummel e Rammerstorfer (2019) encontraram uma relação positiva quando não há nenhuma regulamentação que torne obrigatória a divulgação socioambiental, e uma relação negativa nos casos em que alguma norma nesse sentido foi emitida. Isso sugere que a divulgação voluntária de informações socioambientais é favorável para o preço das ações da firma.

De modo similar, Cahan et al. (2016) examinaram o efeito dos aspectos institucionais a nível do país no *disclosure* de RSC, bem como a relevância desse tipo de divulgação, em firmas de 21 países. De modo geral, os resultados da pesquisa indicaram maiores níveis de *disclosure* de RSC nos países onde os elementos institucionais (tais como confiança nas leis, participação dos cidadãos na escolha do governo, qualidade dos serviços públicos, políticas públicas para o desenvolvimento do setor privado, entre outros) são fortes. Adicionalmente, os autores evidenciaram a existência de uma relação positiva entre *disclosure* de RSC e valor da firma, mensurado pelo Q de Tobin, de modo que tal relação se mostrou mais pronunciada para as empresas de países com instituições fracas, com pouco comprometimento com agendas ambientais e baixa democracia e liberdade de imprensa. Diante disso, tem-se a seguinte hipótese:

**H2a:** Há uma relação positiva entre o *disclosure* de RSC e o valor da firma.

Para Iatridis (2013), as firmas que divulgam, adequadamente, informações ambientais adquirem a confiança dos investidores, podendo resultar no que o autor chama de "*goodwill* verde", bem como facilitar o acesso aos mercados de capitais. Por outro lado, as firmas que divulgam o mínimo possível, ou seja, apenas a quantidade de informação ambiental exigida por determinada regulamentação, tendem a sofrer com gastos ambientais futuros (e.g. custos de *compliance* ambiental) e podem limitar o retorno do acionista, também em razão da baixa qualidade da evidenciação das informações. Com base nessas proposições, Iatridis (2013) examinou a *value relevance* do *disclosure* ambiental. Seus resultados mostraram que a divulgação ambiental proporciona incremento de informação que possui relevância de valor, i.e., mantém relação positiva com o preço das ações, corroborando assim os argumentos apresentados na pesquisa.

Segundo Xu, Zeng e Tam (2012) é de se esperar que o mercado reaja à divulgação de informações ambientais pelas firmas em função da crescente preocupação a nível mundial quanto à proteção ao meio ambiente, sobretudo a partir da década de 1990 após o acontecimento

de graves desastres ambientais. Como forma de indicar evidências empíricas nesse sentido, Xu, Zeng e Tam (2012) estudaram a reação do mercado, em termos de alteração nos preços das ações, quanto à divulgação de violação ambiental pelas firmas. Seus achados demonstraram que, de fato, a divulgação de eventos que caracterizam violação ambiental exerce efeito negativo no preço das ações da firma. Contudo, o impacto nos preços é mais leve no caso da China, em que há forte intervenção estatal nesses casos, em relação a eventos ambientais similares em outros países. Em face do exposto, enumera-se a hipótese:

**H2b:** Há uma relação positiva entre a divulgação ambiental e o valor da firma.

No que concerne ao *disclosure* social, Qiu, Shaukat e Tharyan (2016) afirmam que a divulgação social é de valor relevante por uma série de motivos. Uma firma que divulga amplamente suas atividades sociais adquire boa reputação nessa área, o que pode implicar na atração e retenção de bons empregados, aumento da produtividade, melhoria na relação com os principais *stakeholders*, redução nos custos de transação, entre outros motivos. Adicionalmente Husser e Evraert-Bardinet (2014) demonstraram que existe uma correlação positiva entre a divulgação social (no caso, *scores* para a divulgação de aspectos concernentes aos empregados, tais como treinamento, educação, realização, remuneração, etc.) e o valor de mercado da firma. Husser e Evraert-Bardinet (2014) atribuem esse efeito à confiança percebida pelos investidores em relação à firma, a partir da divulgação social, a qual se torna fonte de criação de valor.

Gonçalves et al. (2015) citam duas razões que levam as firmas a publicarem informações sociais. A primeira é o entendimento da organização de que a divulgação social melhora seu relacionamento com os acionistas de forma a valorizar a companhia, por conta da transparência nas iniciativas sociais. O segundo motivo diz respeito às expectativas que os próprios acionistas possuem em relação a maneira pela qual a firma é conduzida, isto é, se esperam que a firma desenvolva alguma atividade social ou não.

Gonçalves et al. (2015) ainda investigaram se o *disclosure* social implica em maiores retornos acionários de 49 firmas brasileiras. A partir dos resultados, Gonçalves et al. (2015) verificaram que as empresas com maior índice de *disclosure* social foram aquelas que apresentaram retornos anormais positivos, corroborando assim a hipótese de que o *disclosure* social estaria positivamente relacionado ao preço das ações e, por consequência, ao valor de mercado. Seguindo essa linha de entendimento, enumera-se a seguinte hipótese:

**H2c:** Há uma relação positiva entre a divulgação social e o valor da firma.



De acordo com Nagar, Nanda e Wysocki (2003), a divulgação voluntária, em conjunto com mecanismos de governança corporativa, tais como a compensação dos gestores, funciona como um incentivo que reduz os problemas de agência. Partindo-se da premissa de que o preço das ações é um reflexo das informações relevantes que os investidores detêm em relação a firma, conforme a perspectiva de *value relevance* abordada inicialmente por Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), Nagar, Nanda e Wysocki (2003) afirmam que quando a compensação dos gestores está atrelada ao preço das ações, os gestores empenham-se em divulgar informações de maneira voluntária, sobretudo aquelas que afetam positivamente o preço das ações. As evidências de Nagar, Nanda e Wysocki (2003) nesse sentido foram provenientes da divulgação de informações de cunho econômico, especificamente as previsões de resultados divulgadas pelos próprios gestores e as avaliações realizadas por analistas financeiros.

Xu e Liu (2018) afirmam que as decisões dos investidores no mercado de capitais ocorrem com base nas informações que eles recebem. Com base nisso, e considerando a importância das práticas socioambientais das firmas com o aumento da preocupação mundial a respeito das questões sustentáveis, Xu e Liu (2018) destacam que não apenas o nível das atividades de RSC é um determinante do desenvolvimento sustentável das empresas, como é também um fator que exerce impacto nos interesses dos investidores e, por isso, afetam o preço das ações.

Ao estudar o efeito do *disclosure* de RSC na volatilidade do preço e liquidez das ações de companhias chinesas listadas em bolsa, Xu e Liu (2018) observaram menor volatilidade nos preços e maior liquidez das ações após a divulgação de RSC. Além disso, após separar o *disclosure* em econômico e genérico, os resultados de Xu e Liu (2018) mostraram que os efeitos na volatilidade e liquidez foram mais pronunciados no caso da divulgação econômica.

Em estudo similar anterior no mercado brasileiro, Araújo, Machado e Machado (2016) analisaram a relação entre o *disclosure* econômico voluntário e a liquidez das ações das companhias brasileiras. Diferentemente de Xu e Liu (2018), Araújo, Machado e Machado (2016) não abordaram diretamente o preço das ações. Apesar disso, o pressuposto central de Araújo, Machado e Machado (2016) para fundamentar a relação entre o *disclosure* econômico e a liquidez das ações foi a redução da assimetria informacional a partir da divulgação econômica voluntária, de modo a gerar reações no mercado de capitais, como por exemplo o aumento da liquidez dos papéis da firma.

No que se refere aos resultados de Araújo, Machado e Machado (2016), a divulgação econômica se mostrou positivamente associada à liquidez das ações, sendo que esse achado foi consistente para todas as cinco medidas de liquidez utilizadas. Com base nisso, Araújo,

Machado e Machado (2016) concluíram que o *disclosure* econômico melhora o nível de transparência da firma, o que se traduz na redução da assimetria informacional e, em consequência, na resposta favorável dos investidores. Com base nos estudos apresentados, tem-se a hipótese:

**H2d:** Há uma relação positiva entre a divulgação econômica e o valor da firma.

Deve-se mencionar que a natureza da divulgação, isto é, se são publicadas boas ou más notícias, também pode afetar a relação *disclosure* de RSC e valor de mercado. Segundo Rogers, Buskirk e Zechman (2011), o tom otimista na divulgação de informações voluntárias eleva as expectativas dos investidores em relação ao valor da firma, exercendo impacto positivo no preço de suas ações, o que poderia, inclusive, aumentar o risco de litígios caso as informações positivas evidenciadas sejam incompatíveis à realidade.

Por sua vez, Wisniewski e Yekini (2015), depois de analisarem 1.262 relatórios anuais de 209 empresas, mostraram que elementos linguísticos utilizados nesses documentos predizem aumentos nos preços das ações. Segundo Wisniewski e Yekini (2015), isso acontece porque a evidenciação obrigatória, normalmente, se atém apenas aos aspectos quantitativos, enquanto que as voluntárias possibilitam a avaliação da firma por meio de critérios qualitativos e, por isso, são também relevantes na avaliação da firma pelos *stakeholders*.

Tetlock, Saar-Tsechansky e Macskassy (2008) argumentam que para avaliar uma empresa de modo eficiente, seu valor estimado deve ser igual ao valor presente dos fluxos de caixa futuros esperados, condicionado ao conjunto de informações que os investidores possuem em relação à firma, as quais incluem aspectos qualitativos do ambiente de negócios, atividades operacionais e perspectivas financeiras.

Deste modo, Tetlock, Saar-Tsechansky e Macskassy (2008) entendem que as informações voluntárias, por conta de seu caráter qualitativo, podem explicar o valor de mercado. Para chegar a essa conclusão, Tetlock, Saar-Tsechansky e Macskassy (2008) examinaram, a partir da contagem de palavras negativas referentes às firmas no *Wall Street Journal* e *Dow Jones News Service*, o efeito do tom na rentabilidade e no retorno das ações. Seus principais resultados demonstram que as palavras negativas estão associadas à redução na rentabilidade das ações.

Por sua vez, Yekini, Wisniewski e Millo (2016) analisaram a divulgação de expressões positivas, a partir de uma lista de palavras, nos relatórios anuais publicados por 209 companhias britânicas listadas na Bolsa de Valores de Londres. Os resultados de Yekini, Wisniewski e Millo

(2016) mostraram que o uso do tom positivo nos relatórios anuais está positivamente associado à existência de retornos anormais no período. Além disso, as informações otimistas apresentadas também demonstraram aumentar o preço das ações das firmas.

Nesse sentido, apesar da pesquisa de Yekini, Wisniewski e Millo (2016) não tratar exatamente das informações de RSC, supõe-se que efeito similar poderia também ocorrer com a publicação voluntária das informações socioambientais, pois estas, conforme discutido anteriormente, também são de valor relevante para os participantes do mercado.

Especificamente no âmbito das divulgações de RSC, Du e Yu (2020) verificaram que o uso do tom otimista associado à inteligibilidade dos relatórios de RSC está positivamente relacionado ao desempenho socioambiental da firma, o qual gera reações favoráveis do mercado, isto é, melhoria nos níveis de retorno e de volume negociado das ações.

Similarmente, Sarumpaet, Nelwan e Dewi (2017), encontraram evidências de que elevados níveis de desempenho ambiental da firma estão associados a preços superiores de suas ações, enquanto que o baixo desempenho ambiental se mostra de valor irrelevante para o mercado. Adicionalmente, Plumlee et al. (2015) demonstraram que o *disclosure* ambiental positivo está positivamente associado ao valor da firma. Sendo assim, supõe-se que o tom das informações referentes às demais dimensões de RSC também podem afetar o retorno das ações. Assim, tem-se a hipótese:

**H2e:** O tom positivo (negativo) do *disclosure* exerce efeito positivo (negativo) no valor da firma.

### 2.3.3. *Disclosure de RSC e custo de capital*

O custo de capital mensura o retorno requerido pelos investidores e credores para aplicarem seus recursos na firma, refletindo o risco percebido (REVERTE, 2012). Deste modo, Reverte (2012) afirma que o *disclosure* pode exercer tanto efeitos diretos como também indiretos sobre o custo de capital. Inicialmente, Reverte (2012) destaca que a disponibilidade de informações reduz os erros na estimação do risco por parte dos investidores e, portanto, diminui o custo de capital da firma.

Por outro lado, o efeito indireto do *disclosure* no custo de capital ocorre a partir de alterações nas decisões da firma, uma vez que, quanto maior a transparência proporcionada pela divulgação, mais condizentes com os interesses dos acionistas serão as decisões da firma. Portanto, o entendimento de Reverte (2012) é de que melhores práticas de *disclosure*

contribuem para a redução do custo de capital por, pelo menos, duas vias: redução dos erros na estimação do risco e aumento da transparência, implicando na minimização de custos de transação e assimetria informacional.

Desde Botosan (1997) já há suporte teórico, com evidências empíricas, para fundamentar uma relação negativa entre o nível de *disclosure* e o custo de capital. Botosan (1997) discute duas maneiras pelas quais pode ocorrer redução no custo de capital a partir da evidenciação de informações. A primeira delas está baseada na premissa de que ao tornar pública a informação privada, a firma reduz o elemento da seleção adversa que compõe o *bid-ask spread* (i.e. a diferença entre as cotações de ofertas de venda e compra das ações). Como o *bid-ask spread* constitui uma medida do risco de liquidez, sua redução também implica no aumento da demanda pelos papéis da firma e, por consequência, no aumento do preço das ações e diminuição do custo de capital.

O segundo argumento teórico exposto por Botosan (1997) para justificar o efeito inverso do nível de *disclosure* no custo de capital tem como base a redução do risco estimado não-diversificável, a partir da divulgação de informações. Para Botosan (1997), quando os investidores não possuem informações suficientes, sua estimação dos retornos fica comprometida, de modo que essa incerteza leva os investidores a exigirem uma compensação, elevando assim o custo de capital da firma. Por outro lado, quando a firma evidencia informações voluntárias, esse elemento adicional do risco, proveniente da incerteza na estimação dos parâmetros de retorno da firma, é minimizado, gerando benefícios quanto ao seu custo de capital.

Li e Foo (2015) argumentam, a partir de um modelo conceitual fundamentado na hipótese dos mercados eficientes (HME), na assimetria informacional e no risco estimado, que a divulgação de informações reduz o custo de capital pelo fato de diminuir os níveis de risco esperado dos investidores e aumentar a liquidez das ações. No modelo, a divulgação da informação compreende a informação financeira e a não-financeira, que no caso poderia representar a responsabilidade social corporativa. Os *stakeholders*, por sua vez, seriam influenciados pelas informações de RSC em razão de aspectos como contribuição fiscal, proteção ambiental, segurança e desenvolvimento dos empregados. Esses pressupostos foram testados empiricamente pelos próprios Li e Foo (2015), com dados provenientes de 1.335 empresas chinesas no período de 2008 a 2012. Os resultados corroboraram a relação negativa entre divulgação de RSC e custo de capital.

Em estudo similar, também com empresas chinesas, Li e Liu (2018) exploraram a relação entre *disclosure* de RSC e o custo de capital, considerando o efeito da estrutura de

propriedade e controle das firmas. A *proxy* para o custo de capital foi baseada nas previsões de analistas quanto ao retorno futuro das ações. O *disclosure* de RSC foi mensurado a partir de um índice composto por 10 itens, os quais receberam valor 0 nos casos em que não havia informação sobre o tópico, valor 1 quando havia apenas informações genéricas não-quantitativas, valor 2 quando existia informação quantitativa, e valor 3 quando havia também informações monetárias. Os resultados de Li e Liu (2018) estiveram em consonância aos achados de Li e Foo (2015), uma vez que o custo de capital se mostrou negativamente relacionado ao *disclosure* de RSC.

Reverte (2012) investigou o impacto da qualidade do *disclosure* de RSC no custo de capital das 35 maiores empresas espanholas em termos de capitalização de mercado. A divulgação de RSC foi mensurada por meio dos valores de classificação das empresas divulgado pelo *Observatory on Corporate Social Responsibility* (OCSR), numa escala variando de 0 a 4. Para medir o custo de capital, foram consideradas as previsões dos analistas quanto ao lucro por ação nos dois anos subsequentes, divididas pelo preço da ação na data da previsão. Essa variável foi validada a partir de sua relação com três medidas de risco: beta de mercado oriundo do CAPM; *market-to-book ratio*; e logaritmo natural do valor de mercado da firma. Reverte (2012) encontrou uma relação negativa entre a qualidade do *disclosure* de RSC e o custo de capital, sendo que essa associação foi mais forte para as firmas de setores que são sensíveis às questões ambientais.

Apesar dessas evidências, a relação negativa entre *disclosure* de RSC e custo de capital não é unanimidade na literatura. Weber (2018) estudou se as características da divulgação de RSC, dentre as quais o nível de divulgação e o desempenho socioambiental, explicam as variações no custo de capital da firma. O *disclosure* de RSC foi mensurado a partir de uma variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas que divulgaram os relatórios em conformidade aos padrões do GRI e 0 nos demais casos, em que o relatório de RSC não foi publicado ou não seguia os padrões do GRI. Contrariamente aos achados predominantes na literatura, Weber (2018) não encontrou associação entre o nível de divulgação e o custo de capital. A justificativa para o achado de Weber (2018) é que algumas companhias fazem uso do *disclosure* de RSC como uma forma de se apropriar, indevidamente, de virtudes socioambientais apenas para melhorar sua imagem (*greenwashing*).

Isso tem também uma outra explicação. Para Michaels e Grüning (2017), as evidências na literatura para a associação entre *disclosure* de RSC e custo de capital não são convincentes, sendo necessários novos estudos que explorem o assunto. Michaels e Grüning (2017) afirmam que os trabalhos anteriores possuem limitações que comprometem a robustez dos resultados,

tais como a apreciação apenas da divulgação ambiental (uma vez que a RSC possui outras dimensões), amostras restritivas a determinados setores e análise manual do *disclosure*, a qual pode gerar vieses em razão da elevada subjetividade.

Com o objetivo de suplantar essas limitações, Michaels e Grüning (2017) examinaram a relação entre *disclosure* de RSC e custo de capital de 264 empresas alemãs, mediante análise textual das informações dos relatórios de RSC com emprego de codificação baseada em 121 palavras-chave. Seus resultados mostraram que a divulgação de RSC reduz significativamente a assimetria informacional e o custo de capital.

Dhaliwal et al. (2014) demonstraram a existência de uma relação negativa entre a transparência dos aspectos de responsabilidade social corporativa e o custo de capital, de modo que essa associação se mostrou mais pronunciada nos países que, em função da existência de leis, conscientização pública ou outras características institucionais, legitimam o interesse dos *stakeholders* nas atividades das firmas e na divulgação de suas políticas. Adicionalmente, Dhaliwal et al. (2014) mostraram que a associação negativa entre *disclosure* de RSC e custo de capital também foi mais forte nos países ou firmas em que há maior opacidade financeira, sugerindo assim que o *disclosure* não-financeiro pode substituir o financeiro nos casos em que este é pouco transparente.

Em estudo anterior, Dhaliwal et al. (2011) examinaram os eventuais benefícios, em termos de redução do custo de capital, proporcionados pela divulgação inicial de relatórios de RSC. Dentre os achados, os autores verificaram que as empresas percebem uma redução no custo de capital a partir do ano em que começam a publicar relatórios de RSC, de modo que as firmas que divulgam relatório de RSC, ao conduzirem ofertas públicas secundárias de ações, levantam quantidade de capital significativamente superior às demais. Além disso, os resultados mostraram que essas firmas, ao divulgarem informações dessa natureza, atraem investidores institucionais e maior cobertura dos analistas. Diante do exposto, tem-se a seguinte hipótese:

**H3a:** Há uma relação negativa entre o *disclosure* de RSC e o custo de capital.

Déjean e Martinez (2009) avaliaram o impacto do *disclosure* ambiental no custo de capital de 119 companhias francesas. Apesar de seus resultados terem se mostrado inconclusivos, Déjean e Martinez (2009) se basearam em três teorias para justificar a existência de uma relação significativa entre o *disclosure* ambiental e o custo de capital: a teoria da divulgação voluntária, a teoria dos *stakeholders* e a teoria da legitimidade. No caso da teoria da

divulgação voluntária, Déjean e Martinez (2009) destacaram o *trade-off* entre os custos e benefícios econômicos que permeiam as decisões de evidenciação de informações voluntárias.

No que se refere à teoria dos *stakeholders*, o entendimento de Déjean e Martinez (2009) é de que a divulgação ambiental constitui um tipo de comunicação que atende às demandas dos *stakeholders* e, por isso, atenua os problemas oriundos da relação de agência existente. E, por fim, sob a sustentação da teoria da legitimidade, Déjean e Martinez (2009) consideram o *disclosure* ambiental como um elemento da estratégia de legitimação da firma, com vistas à satisfação das expectativas da sociedade.

Embora Déjean e Martinez (2009) não tenham encontrado evidências de uma relação entre a divulgação ambiental e o custo de capital, segundo Yao e Liang (2019) a maioria da literatura aponta para uma associação negativa nesse sentido. São duas as justificativas dos autores para isso. A primeira apoia-se na liquidez de mercado das ações de empresas com níveis superiores de *disclosure* ambiental, a qual contribui para a redução do custo de capital, seja por conta do aumento da demanda pelos papéis da firma ou mesmo pela diminuição de custos de transação.

O outro motivo baseia-se na melhoria das estimativas do retorno ou da distribuição dos *payoffs* por parte dos investidores, decorrentes das informações divulgadas pela firma. Para comprovar tais argumentos, Yao e Liang (2019) exploraram a relação entre acompanhamento dos analistas, divulgação ambiental e custo de capital. Foram coletados dados de empresas chinesas do setor industrial nos períodos de 2004 a 2006 e 2009 a 2011. Os resultados indicaram que tanto o acompanhamento dos analistas como a divulgação ambiental podem implicar em reduções no custo de capital.

Por sua vez, Ahmed, Eliwa e Power (2019) examinaram a associação entre as práticas corporativas ambientais e sociais e o custo de capital. Ahmed, Eliwa e Power (2019) apresentaram alguns argumentos que sustentam a influência das atividades socioambientais da firma em seu custo de capital. Para Ahmed, Eliwa e Power (2019), o desenvolvimento de iniciativas ambientais e sociais afeta o risco da firma, de modo que, em razão disso, as companhias socialmente responsáveis conseguem reduzir os custos de financiamento de suas atividades.

Ahmed, Eliwa e Power (2019) também mencionam que a redução no custo de capital pode decorrer do enfraquecimento de problemas de agência e de assimetria informacional oriundos da publicação de informações ambientais e sociais. Por fim, Ahmed, Eliwa e Power (2019) assumem que, como o custo de capital reflete a taxa de retorno exigida pelo investimento, sendo fundamental na decisão de investimentos no longo prazo, as atividades

ambientais e sociais estão atreladas ao custo de capital em função de suas implicações no planejamento estratégico da firma, cujo horizonte temporal é o longo prazo. Assim, supõe-se aqui que a divulgação dessas práticas também mantenha relação com o custo de capital, o que leva a hipótese:

**H3b:** Há uma relação negativa entre o *disclosure* ambiental e o custo de capital.

Similarmente aos pontos levantados na fundamentação da hipótese anterior, especificamente no que se refere à redução da assimetria informacional e do risco, o *disclosure* social, da mesma forma, pode manter uma relação negativa com o custo de capital (RICHARDSON; WELKER, 2001). Richardson e Welker (2001) complementam no sentido de que os benefícios oriundos da divulgação social também ocorrem a partir das preferências dos investidores por empresas socialmente responsáveis. Isso porque, segundo Richardson e Welker (2001), as firmas que desenvolvem iniciativas sociais, e com bom desempenho nelas, têm maiores incentivos para publicizar suas ações em relação às demais. Com isso, os investidores que se preocupam com métricas sociais exigiriam, portanto, menores retornos para aplicar seus recursos em firmas com maiores níveis de *disclosure* social.

De acordo com Gonçalves et al. (2013), os programas sociais desenvolvidos pelas firmas funcionam como um mecanismo compensador das externalidades negativas que suas atividades operacionais geram à sociedade, uma vez que melhoram à imagem da companhia e, em teoria, reduziriam os custos com a captação de recursos no mercado. Deve-se mencionar, contudo, que este não é o único argumento citado por Gonçalves et al. (2013) para justificar uma relação negativa entre a divulgação social e o custo de capital.

Gonçalves et al. (2013) também se baseiam na hipótese dos mercados eficientes, sob o pressuposto de que, em condições de eficiência de mercado, nas quais o preço das ações reflete as informações sobre a firma, os gestores são incentivados a divulgar o quanto possível. Corroborando essas pressuposições, Gonçalves et al. (2013) observaram, depois de analisar a divulgação social de 83 companhias brasileiras, a existência de uma relação negativa e estatisticamente significativa entre o custo de capital e a divulgação social.

Cormier, Ledoux e Magnan (2011) afirmam que a divulgação social, além de complementar a divulgação ambiental, em vista das diferentes dimensões que compõem a RSC, colabora para a melhor compreensão das informações concernentes ao meio ambiente por parte dos investidores. Cormier, Ledoux e Magnan (2011) apresentaram evidências empíricas de que, de fato, o *disclosure* social fortalece a relevância da publicação de informações de cunho



ambiental, podendo inclusive substituí-la em alguns casos, especialmente quando são insuficientes ou quando a firma se abstém de evidenciá-las. Deste modo, os achados de Cormier, Ledoux e Magnan (2011) enfatizam a existência de associação entre o *disclosure* social e o custo de capital, suportando a seguinte hipótese:

**H3c:** Há uma relação negativa entre o *disclosure* social e o custo de capital.

Quanto à dimensão econômica da RSC, esta é a que a literatura mais se dedica em avaliar no que diz respeito à divulgação de informações e seu efeito no custo de capital. Entende-se que isso ocorre, pois as teorias que fundamentam os estudos sobre *disclosure*, sobretudo de caráter voluntário, tais como Verrecchia (1983) e Dye (1985), baseiam-se nas publicações econômico-financeiras das firmas.

Também deve-se mencionar as interrelações da evidenciação econômica com as dimensões socioambientais da RSC, a fim de justificar a análise independente de seu eventual efeito no custo de capital. Tadros e Magnan (2019) destacam a importância do *disclosure* econômico para as firmas com fraco desempenho ambiental. Segundo Tadros e Magnan (2019), as companhias que apresentam desempenho ambiental ruim, publicam mais informações de caráter econômico, como forma de não comprometer sua reputação.

O argumento basilar para justificar a relação entre *disclosure* econômico e o custo de capital está no risco. Segundo Nahar, Azim e Jubb (2016), quando a firma divulga informações a percepção de seu risco corporativo sofre redução, pois os investidores obtêm maior conhecimento acerca da viabilidade dos negócios e operações empresariais, além de adquirem confiança em relação à firma, fatores esses que exerceriam efeito no custo de capital. Nahar, Azim e Jubb (2016) mostraram, após avaliar dados de 30 bancos bengaleses, que a adoção e publicação voluntária das Normas Internacionais de Contabilidade (NICs), especificamente o *International Financial Reporting Standard 7* (IFRS 7), o qual dispõem sobre a evidenciação de instrumentos financeiros, e do acordo de Basileia II, que aborda a disciplina de mercado, estão negativamente relacionados ao custo de capital.

Em estudo correlato, Sumardani e Handayani (2019) examinaram, por meio de análise de conteúdo com atribuição de pesos para informações divulgadas em relatórios anuais de 99 empresas indonésias, a relação entre a evidenciação de conteúdo de ordem econômica com foco no risco e o custo de capital e valor da firma. Os principais achados de Sumardani e Handayani (2019) sugerem que a divulgação das informações que abordam questões relativas ao risco da firma exerce efeito negativo no custo de capital e positivo no valor de mercado. Sumardani e

Handayani (2019) atribuem esses resultados à diminuição da assimetria informacional proporcionada pela evidenciação de informações, a qual possibilita que os investidores e demais partes interessadas tenham melhores fundamentos para a tomada de decisão. Assim, tem-se como hipótese:

**H3d:** Há uma relação negativa entre o *disclosure* econômico e o custo de capital.

Sob a perspectiva da teoria da discricionariedade do *disclosure*, Verrecchia (1983) e Dye (1985) propõem que a decisão de evidenciar informações voluntariamente passa pela análise dos efeitos econômicos gerados a partir de sua publicação. Caso exista, por parte dos gestores, o entendimento de que a evidenciação de determinada informação implique em custo superior aos benefícios, a tendência é que a informação seja retida ou sua divulgação seja protelada ao máximo. Em razão disso, a abordagem oriunda dos trabalhos de Verrecchia (1983) e Dye (1985) possibilita supor que a divulgação de informações negativas elevaria o custo de capital, enquanto que as positivas exerceriam efeito contrário.

De acordo com Kim e Shi (2011), e condizente com a teoria da discricionariedade do *disclosure*, as previsões de lucros efetuadas pelos gestores e divulgadas voluntariamente pela firma, quando negativas demonstram aumentar significativamente o custo de capital já no mês imediatamente subsequente à evidenciação. Por outro lado, nos casos em que as estimativas de lucros futuros são favoráveis, Kim e Shi (2011) documentaram redução no custo de capital, porém os efeitos não foram tão imediatos e significativos como foi verificado com a evidenciação de previsões negativas. Kim e Shi (2011) apresentaram alguns motivos para justificar a relação entre a natureza da divulgação (boas ou más notícias) e o custo de capital. Um deles é que as informações favoráveis podem tranquilizar os investidores em relação às incertezas ao passo que as desfavoráveis causam preocupação quanto ao futuro.

Ainda não existem evidências na literatura a respeito do efeito no custo de capital a partir do tom da divulgação das dimensões que compõem a RSC. Contudo, esses aspectos passaram a receber maior atenção, de modo que começam a surgir pesquisas pontuais nesse sentido. Por exemplo, Plumlee et al. (2015) e Virtania e Siregar (2017), dentre outros pontos, examinaram a relação entre a natureza (positiva, neutra ou negativa) do *disclosure* ambiental voluntário (ou seja, não levando em consideração as demais dimensões da RSC) e o custo de capital.

No trabalho, Plumlee et al. (2015) observaram que quando a divulgação é classificada quanto à natureza, o seu efeito no custo de capital é mais facilmente identificado. Deste modo,

conjectura-se que a natureza da informação impacta distintamente o custo de capital, e.g. a divulgação de uma informação avaliada como positiva poderia reduzir o custo de capital enquanto que uma informação negativa exerceria o efeito contrário:

**H3e:** O tom positivo (negativo) do *disclosure* exerce efeito negativo (positivo) no custo de capital.

### 3 METODOLOGIA

#### 3.1 Classificação da pesquisa

Com base no entendimento de Crotty (1998) acerca do processo de pesquisa social, a visão epistemológica considerada nesta pesquisa é o objetivismo, o que quer dizer que os objetos estudados são vistos como dotados de significados por si mesmos, de modo que, por consequência, a perspectiva teórica é positivista. Quanto à metodologia e aos métodos, este estudo envolve procedimentos previstos para uma pesquisa com base em dados secundários e emprega métodos quantitativos de análise estatística, os quais serão descritos em maiores detalhes no decorrer desta seção.

Por sua vez, segundo os paradigmas de Burrell e Morgan (1979), esta pesquisa pode ser classificada como funcionalista, uma vez que este é o paradigma correspondente às pesquisas que buscam promover explicações racionais para as questões sociais de modo a gerar conhecimento a ser aplicado de forma prática. Adicionalmente, deve-se mencionar que o paradigma funcionalista representa a abordagem mais utilizada nos estudos da área contábil.

Do ponto de vista da forma de abordagem do problema, conforme Silva e Menezes (2001), esta pesquisa pode ser classificada como quantitativa, pois emprega instrumentos estatísticos e faz uso de dados essencialmente numéricos para atingir os objetivos propostos. Por sua vez, quanto à classificação com base no objetivo geral, proposta por Gil (2008), esta pesquisa classifica-se como descritiva, pois investiga a relação entre o *disclosure* de RSC e o desempenho, considerando as especificidades dos elementos de RSC e o tom da divulgação, ou seja, descreve a relação entre variáveis.

No que tange à coleta de dados, a partir das discussões de Marconi e Lakatos (2003), esta pesquisa adotou procedimentos baseados em dados secundários, pois foram coletados relatórios de RSC das firmas na base do GRI, bem como informações contábil-financeiras na base Economatica e na Bolsa de Valores do Brasil (Brasil, Bolsa, Balcão – B3). Por fim, quanto aos métodos de procedimento (MARCONI; LAKATOS, 2003), isto é, as técnicas de análise empregadas, esta pesquisa utilizou o método estatístico, uma vez que para a análise e descrição dos dados coletados foram usadas técnicas estatísticas.

### 3.2 Definição da amostra e coleta dos dados

Inicialmente, deve-se compreender que esta pesquisa possui duas amostras para finalidades distintas, selecionadas de duas populações: empresas que publicam os relatórios de RSC na base de dados do *Global Reporting Initiative* (GRI) e empresas brasileiras de capital aberto com ações na B3. Uma refere-se às firmas cujos relatórios foram considerados na elaboração do dicionário, proposto nesta tese, para a mensuração do *disclosure* de RSC e suas dimensões. E a outra amostra referente às firmas consideradas para a aplicação do dicionário elaborado, a fim de atingir o objetivo geral de avaliar a relação entre o *disclosure* de RSC e o desempenho, considerando as especificidades das dimensões ambiental, social e econômica, bem como o tom da divulgação.

#### 3.2.1 Amostra de empresas para elaboração do dicionário

Para compor a amostra referente à elaboração do dicionário, partiu-se da população das firmas cujos relatórios de RSC estavam disponíveis na base de dados do *Global Reporting Initiative* (GRI) no momento da coleta de dados. A amostra se deu por acessibilidade, sendo consideradas todas as empresas brasileiras com relatórios de RSC de 2010 a 2018 disponibilizados na base de dados do GRI até o mês de julho de 2019, período em que a coleta desses relatórios ocorreu. Deve-se mencionar que, para a criação do dicionário, foram contemplados todos os tipos de firmas, isto é, de qualquer tamanho (pequenas e médias, grandes ou multinacionais) e de todos os setores.

A escolha de todas as empresas, sem qualquer discriminação quanto às suas características, se deu a fim de atender aos critérios exigidos na criação de uma lista de palavras para mensuração do *disclosure*, sobretudo os aspectos de relevância (i.e. considerar documentos que apresentem conteúdos congruentes com o assunto mensurado pelo dicionário) e completude (i.e. contemplar documentos em quantidade suficiente para a criação do dicionário) (DENG et al., 2017). Desta forma, a quantidade de firmas, no mês de julho de 2019, que tinham relatórios de RSC de 2010 a 2018 disponibilizados na plataforma do GRI e, por isso, compuseram a amostra para elaboração do dicionário, foi de 359 empresas, totalizando 1.371 relatórios no período.

### 3.2.2 Amostra de empresas para o teste de hipóteses

Com o propósito de alcançar, diretamente, o objetivo geral, partiu-se da população composta por todas as companhias abertas brasileiras listadas na Bolsa de Valores do Brasil (Brasil, Bolsa, Balcão – B3) que divulgaram relatório de administração ou relatório de RSC e com dados disponíveis para variáveis estudadas da pesquisa no período de janeiro de 2010 a dezembro de 2019. O ano de 2010 foi escolhido como período inicial por conta da disponibilidade maior de relatórios com informações de RSC em comparação aos anos anteriores, conforme estudo da KPMG (2018). O ano de 2019 foi selecionado para representar o final do período em razão de ser o último ano com dados disponíveis para as variáveis dependentes, até o momento da coleta de dados.

Mesmo que o objetivo desta pesquisa tenha o *disclosure* de RSC como foco, foram considerados também os relatórios da administração publicados pelas companhias abertas brasileiras, a fim de evitar problemas decorrentes do viés de seleção. Isso porque, se a amostra considerasse somente as firmas que divulgaram voluntariamente os relatórios de RSC, não seria possível observar se o desempenho delas seria diferente das demais. Outro motivo para contemplar os relatórios de administração, em caráter adicional aos relatórios de RSC, é que esses reportes também discutem aspectos socioambientais. Beuren, Gubiani e Soares (2013) encontraram evidências de divulgação de informações de RSC em relatórios de administração de empresas brasileiras, como estratégia de legitimação de suas atividades.

Diante disso, foram coletados, a partir do sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os relatórios de administração de todas as companhias abertas brasileiras no período de 2010 a 2019, o que totalizou 4.099 relatórios de administração. Por sua vez, no que diz respeito aos relatórios de RSC, estes foram coletados na base de dados do GRI para o mesmo período, somando 851 relatórios de RSC. Logo, com o intuito de examinar a relação entre *disclosure* de RSC e desempenho das firmas, foram levantados 4.950 reportes corporativos, entre relatórios de administração e relatórios de RSC. Além dos relatórios corporativos, foram coletados dados financeiros para estimar as demais variáveis do trabalho, tais como as medidas para o desempenho e as características das firmas. Esses dados foram obtidos na base Economatica, para o mesmo período.

Ocorre que a base Economatica não apresentou dados para algumas empresas em determinado ano, resultando na existência de *missing values* no banco de dados. Essa situação, se não tratada, poderia acarretar problemas na análise com vistas à consecução do objetivo geral, no sentido de que ocasionaria a comparação de resultados para as diferentes medidas de

desempenho, porém com amostras distintas. Ante o exposto, e como forma de homogeneizar as amostras para todos os modelos estimados, foram removidas as observações que apresentaram *missing value* para alguma das variáveis estudadas. Beale e Little (1975) consideram tal procedimento natural em uma análise multivariada, não sendo indicado, contudo, quando as observações existentes remanescentes são poucas e insuficientes. Outra exclusão que ocorreu no banco de dados refere-se às observações com patrimônio líquido negativo para aquelas variáveis cujo cálculo envolveu o patrimônio líquido, o que também está em linha com estudos anteriormente já desenvolvidos (MILANI; CERETTA, 2012).

Assim, após as exclusões realizadas, a amostra final por acessibilidade contou com 1.270 observações empresa-ano. Entende-se com isso que não houve prejuízo para as análises, uma vez que a quantidade de observações remanescentes se manteve elevada. Conseqüentemente, o total de firmas que compuseram a amostra final foi de 219 companhias abertas brasileiras. O Quadro 2 apresenta um comparativo entre as amostras consideradas no estudo e respectivos reportes corporativos levantados.

QUADRO 2 – Comparativo entre as amostras consideradas no estudo

<b>Amostra para a elaboração do dicionário de RSC</b>		
<b>Empresas</b>	<b>Relatórios</b>	<b>Período</b>
359 empresas	1.371 relatórios de RSC	2010 – 2018
<b>População para análise da relação <i>disclosure</i> de RSC e desempenho</b>		
<b>Empresas</b>	<b>Relatórios</b>	<b>Período</b>
501 empresas	4.099 relatórios de administração 851 relatórios de RSC	2010 – 2019
<b>Amostra final após remoção de observações com <i>missing values</i> e PL negativo</b>		
<b>Empresas</b>	<b>Relatórios</b>	<b>Período</b>
219 empresas	1.314 relatórios de administração 483 relatórios de RSC	2010 – 2019

Fonte: Elaborado pelo autor

### 3.3 Elaboração do dicionário para mensuração do *disclosure* de RSC

Segundo Hassan e Marston (2019), existem duas grandes abordagens para a mensuração do *disclosure*, a saber: *proxies* indiretas para a divulgação e *proxies* diretas baseadas na análise dos documentos divulgados. Na primeira abordagem, são utilizadas *proxies*

que possibilitam inferências quanto ao nível de *disclosure*, porém sem avaliar diretamente os instrumentos de divulgação da firma. Alguns exemplos de variáveis consideradas para esse tipo de inferência são a existência de *American Depositary Receipts* (ADRs), número de analistas acompanhando a empresa, atributos das previsões dos analistas e, até mesmo, a aplicação de questionários. Todas essas variáveis são medidas que, segundo Hassan e Marston (2019), são usadas para mensurar o *disclosure* de modo indireto.

Na segunda abordagem citada por Hassan e Marston (2019), as medidas do *disclosure* são estimadas a partir do exame direto dos instrumentos de divulgação da firma, tais como seus relatórios publicados. Para isso, são utilizadas *dummies* para a publicação de determinada informação ou relatório, índices de divulgação e / ou análise textual.

Examinar diretamente os meios de divulgação da firma constitui procedimento mais preciso do que empregar métodos indiretos para a estimação do *disclosure*. Isso porque, de acordo com Hassan e Marston (2019), o uso de certas *proxies* indiretas configura procedimento pouco objetivo, o qual pode implicar em mensurações inadequadas da evidenciação de informações. Contudo, mesmo dentre as opções de análise direta, a escolha do método de mensuração do *disclosure*, ainda assim, configura-se tarefa difícil em razão da complexidade inerente à avaliação de conteúdo textual, sobretudo no caso de documentos extensos, tais como os relatórios publicados pelas firmas.

Loughran e McDonald (2016) afirmam que um procedimento recentemente utilizado para mensurar o conteúdo textual da divulgação consiste em reduzir o documento a uma matriz composta por algumas palavras e suas respectivas frequências de ocorrência em cada relatório. Desta maneira, seria possível sintetizar a análise de relatórios extensos, uma vez que a contagem da ocorrência de palavras em determinado documento é tarefa fácil para computadores.

Alguns estudos em finanças recorreram à contagem de palavras para mensurar o *disclosure*: Elshandidy, Fraser e Hussainey (2013) investigaram o impacto dos níveis de risco corporativo na divulgação do risco em relatórios anuais, a partir da contagem de palavras relacionadas ao risco; Merkley (2014) examinou a relação entre divulgação de pesquisa e desenvolvimento (P&D) e o desempenho, mensurando o *disclosure* por meio de lista de palavras-chave no contexto de P&D; e Yekini, Wisniewski e Millo (2016) analisaram a reação do mercado à positividade nos relatórios anuais, a partir da frequência de palavras positivas.

Neste trabalho, para a mensuração das variáveis de *disclosure* de RSC, foi efetuada a análise textual dos relatórios com base numa lista de palavras-chave (dicionário), indicada nos Apêndices A, B e C (a elaboração do dicionário e dos respectivos apêndices é explicada nos parágrafos a seguir). Loughran e McDonald (2016) apontam algumas vantagens do uso de



dicionários para a análise de documentos. A primeira vantagem citada por Loughran e McDonald (2016) é que, ao utilizar uma lista de palavras, minimiza-se a subjetividade do pesquisador, uma vez que não há atribuição de notas ou pesos para os assuntos divulgados nos relatórios.

Outro benefício mencionado por Loughran e McDonald (2016) é que as listas possibilitam explorar amostras grandes e documentos densos, pois as frequências das palavras podem ser tabuladas por meio de computadores. Por fim, de acordo com Loughran e McDonald (2016), com a disponibilização dos dicionários, estudos futuros podem, facilmente, replicar ou estabelecer comparações com as análises de estudos anteriores, de forma a corroborar ou refutar os resultados.

Segundo Loughran e McDonald (2016), existem quatro listas de palavras que são normalmente utilizadas pelos pesquisadores na área de contabilidade e finanças, a saber: i) *Diction*, ii) *Harvard's GI*, iii) Henry (2008) e iv) Loughran e McDonald (2011). O *Diction* é um software de computador que realiza a análise textual de documentos escritos no idioma inglês a partir de uma lista com, aproximadamente, 10.000 palavras, as quais podem ser customizadas em diferentes dicionários (DICTION, 2020).

Segundo Loughran e McDonald (2016), o *Harvard's GI* consiste em um grupo de lista de palavras que possibilita mensurar, aproximadamente, 100 atributos em um documento (e.g. política, relações pessoais, dor, prazer, etc.), sendo tradicionalmente utilizado pelas áreas de sociologia e psicologia. Por sua vez, o estudo de Henry (2008) apresentou uma lista de palavras com base nas divulgações de resultados financeiros de firmas dos setores de telecomunicações e informática. Por fim, o trabalho de Loughran e McDonald (2011) indicou seis listas de palavras para mensurar os atributos negativos, positivos, incertos, litigiosos, fortes e fracos em formulários 10-K.

Apesar disso, nenhuma delas aborda, de maneira suficiente, as palavras e expressões que são comuns na divulgação de RSC, além de estarem no idioma inglês, inviabilizando sua aplicação em estudos com foco em reportes corporativos de firmas brasileiras, os quais são escritos, predominantemente, na língua portuguesa. Deng et al. (2017) promoveram avanços nesse sentido ao elaborarem uma lista de palavras com base em relatórios de sustentabilidade de empresas de Tecnologia da Informação (TI), porém sua lista proposta tem como foco apenas a dimensão ambiental e está restrita às particularidades dos relatórios divulgados por firmas do setor de TI. Deng et al. (2017) afirmam que não há na literatura um dicionário que possa ser aplicado, especificamente, na análise textual dos relatórios de RSC.

Utilizar listas já existentes, porém fora do contexto de RSC, também não parece ser uma opção razoável. Hassan e Marston (2019) advertem que empregar uma lista de palavras pré-definida, desenvolvida isoladamente do conteúdo textual divulgado a ser analisado, dificilmente permite capturar adequadamente o construto sob investigação, comprometendo assim a confiabilidade dos resultados observados a partir do instrumento.

Do mesmo modo, Hassan e Marston (2019) destacam que o uso de palavras inapropriadas ou em quantidade insuficiente podem levar a estimativas espúrias do nível de *disclosure*. Em razão disso, e considerando a inexistência de dicionários na literatura que possibilitem mensurar a divulgação ambiental, social e econômica, assim como a natureza da informação (positiva, neutra e negativa) nos relatórios de RSC em português, nesta pesquisa foi elaborada uma lista com palavras-chave específicas para a análise do *disclosure* nesses documentos.

De acordo com Deng et al. (2017), a primeira etapa para a criação de um dicionário é a definição do corpus, i.e., a fonte de documentos por meio da qual a lista será desenvolvida. Por exemplo, Loughran e McDonald (2011) avaliaram 121.217 relatórios 10-K para a criação de seu dicionário com foco no tom da divulgação em textos financeiros. Segundo Loughran e McDonald (2011) e Deng et al. (2017), não há um consenso sobre os critérios a serem observados na definição do corpus, porém três características básicas merecem consideração: relevância, adequação e completude.

O corpus deve ser relevante no sentido de abarcar conteúdos que são consistentes com o assunto da lista de palavras que será criada (DENG et al., 2017). No que se refere à adequação, o corpus deve se basear em textos em vez de imagens ou números, haja vista que seu propósito é a análise textual (DENG et al., 2017). Por fim, o corpus deve ser completo de modo a contemplar documentos suficientes para a elaboração da lista (DENG et al., 2017).

Como forma de atender a esses critérios, para a seleção do corpus, foram coletados, manualmente, todos os relatórios de RSC da base do GRI com filtro para o país Brasil, no período de 2010 a 2019 (exercício contábil de 2018), os quais totalizaram 1.371 relatórios. Optou-se por escolher os relatórios de RSC em vez de outros relatórios publicados pelas firmas por conta da necessidade de avaliar documentos condizentes com o assunto do dicionário a ser elaborado, o qual tem como foco a responsabilidade social corporativa.

Além disso, haja vista que o objetivo da análise inicial dos relatórios é a criação do dicionário que será usado para estimar o *disclosure* de RSC, a escolha dos documentos teve como foco seu conteúdo textual, sendo desprezados elementos como figuras, gráficos ou similares. Por fim, a coleta de todos os relatórios de RSC disponíveis, e não apenas das empresas

que compõem a amostra do estudo (companhias abertas brasileiras), se deu em razão do critério de completude do corpus no desenvolvimento do dicionário.

De posse dos documentos, a etapa seguinte consiste no processamento do conteúdo textual. Segundo Deng et al. (2017) o processamento dos documentos envolve a preparação do corpus para as análises posteriores e codificação, assim como a exclusão de palavras ou expressões a partir de critérios de corte. Para que fosse possível identificar os termos que são comuns aos relatórios de RSC, a fim de elaborar uma lista de palavras coerente com o conteúdo dos documentos, foram então estimadas as frequências consolidadas de todas as palavras contidas nos documentos.

A soma da frequência totalizou 27.054.532 palavras para todos os 1.371 relatórios, das quais 243.893 corresponderam a palavras distintas entre si. Como critério de corte, Lesage e Wechtler (2012) e Debortoli, Muller e Brocke (2014) removeram termos cuja frequência foi menor que 1%. Apesar disso, de modo a elaborar um dicionário preciso e evitar a exclusão indevida de termos relevantes, o critério de corte adotado nesta pesquisa foi de 0,01%. Logo, foram removidas as palavras cuja frequência em relação ao total foi menor que 0,01%, restando 2.952 palavras.

A terceira etapa do processo de criação do dicionário é a categorização. De acordo com Weber (1983), a categoria é um conjunto de palavras que compartilham de significados ou conotações similares. Weber (1983) cita o exemplo dos termos “banqueiro”, “dinheiro” e “hipoteca”, os quais poderiam ser classificados em categorias como “riqueza” ou “economia”. Neste trabalho, para a definição das categorias, dois critérios foram estabelecidos tendo como base as dimensões de RSC e o tom da divulgação.

No que diz respeito aos elementos de RSC, foram consideradas as grandes categorias dos padrões GRI, a saber: ambiental, social e econômica. Essa escolha se deu em razão do GRI estar entre os modelos mais utilizados na divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa no Brasil (CRISÓSTOMO; FORTE; PRUDÊNCIO, 2020). Quanto às categorias relativas ao tom da divulgação, seguiu-se a classificação de Plumlee et al. (2015) para os termos positivos, neutros e negativos.

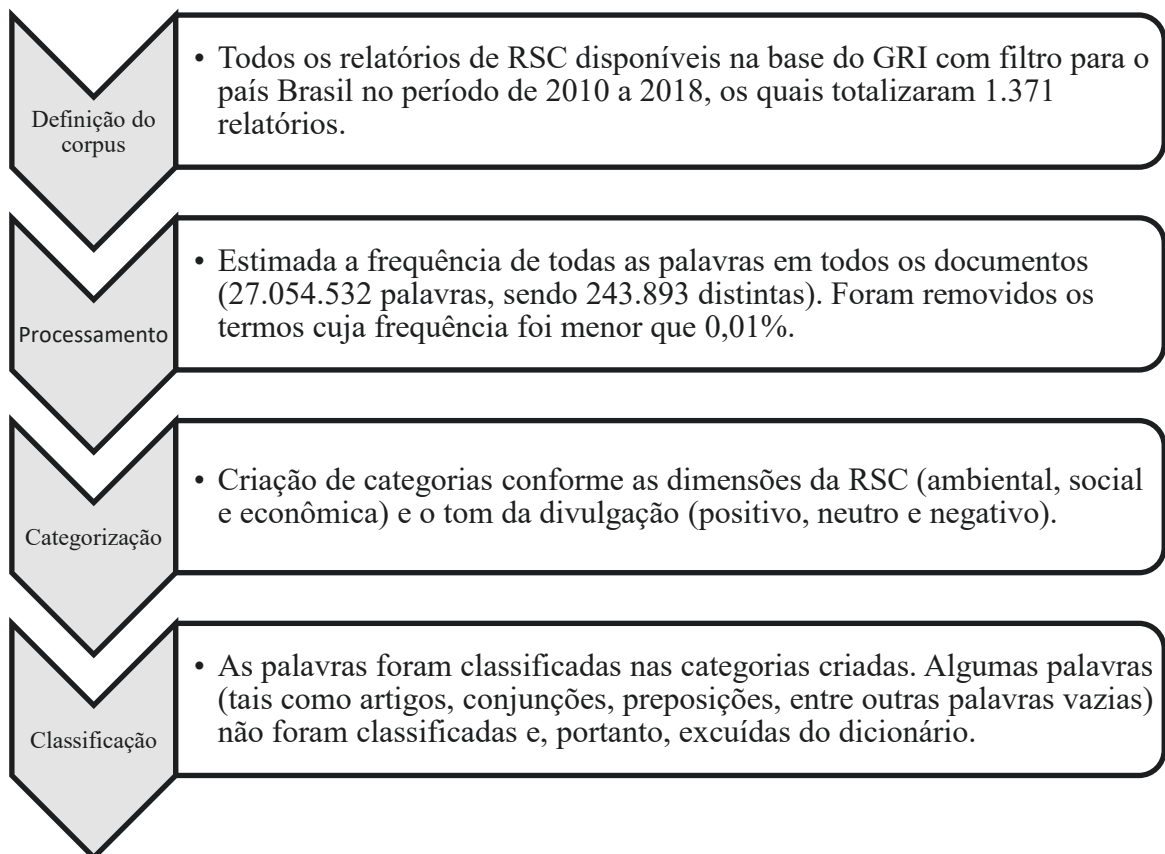
Após o estabelecimento das categorias, procedeu-se à classificação das palavras. Segundo Deng et al. (2017), nesta etapa o pesquisador avalia cada palavra da lista gerada e determina se o termo deve ser mantido e em qual categoria deve ser alocado. Com base em seu significado e conotação, cada termo foi categorizado conforme a dimensão de RSC do GRI (ambiental, social ou econômica) e quanto à natureza (positiva, neutra ou negativa), sendo que

nenhuma palavra foi classificada em mais de uma categoria para a dimensão de RSC ou natureza da divulgação.

Ainda no processo de categorização, algumas palavras (tais como artigos, conjunções, preposições, entre outras palavras vazias) não foram classificadas e, portanto, excluídas da lista. Foram removidos também termos em outros idiomas, a fim de evitar contagens duplicadas que poderiam comprometer as análises, pois alguns relatórios divulgam a mesma informação no documento em idiomas diferentes.

O processo de elaboração do dicionário está esquematizado na Figura 1, disposta a seguir.

FIGURA 1 – Etapas na elaboração do dicionário



Fonte: Elaboração própria.

Conforme indicado na Tabela 1, a categorização resultou numa lista com 1.067 palavras distintas, das quais 115 foram classificadas na dimensão ambiental (sendo 45 positivas, 41 neutras e 29 negativas), 474 foram classificadas na dimensão social (sendo 271 positivas, 177 neutras e 26 negativas) e 478 foram classificadas na dimensão econômica (sendo 120 positivas, 324 neutras e 34 negativas). A partir da frequência das palavras de cada categoria nos relatórios

de RSC das firmas que compõem a amostra deste trabalho, as variáveis de *disclosure*, as quais serão detalhadas nas subseções seguintes, foram estimadas. A frequência das palavras nos relatórios foi obtida a partir de *scripts* na linguagem Python e por meio do uso do software WordStat 8, versão de testes.

TABELA 1 – Quantidade de palavras conforme categorização

Tom / RSC	Ambiental	Social	Econômico	Total
Positivo	45	271	120	436
Neutro	41	177	324	542
Negativo	29	26	34	89
Total	115	474	478	1.067

Fonte: Elaboração própria.

Deve-se mencionar que procedimentos de categorização similares foram utilizados em pesquisas anteriores sobre divulgação de informações de RSC: Delai e Takahashi (2013) classificaram as práticas sustentáveis divulgadas em relatórios de sustentabilidade de oito firmas brasileiras em ambientais (cujas categorias foram ar, água, terra, energia, material, biodiversidade e produtos e serviços) e sociais (cujas categorias foram trabalho, cidadania, relacionamento com o consumidor, fornecedores e parceiros, e setor público); Verbeeten, Gamerschlag e Möller (2016) classificaram 32 palavras nas categorias ambiental e social para examinar o *disclosure* de RSC; e Wasara e Ganda (2019) classificaram as expressões “water consumption” e “HIV/AIDS” nas categorias ambiental e social, respectivamente, e estimaram o *disclosure* de RSC a partir da frequência dessas duas palavras em relatórios de dez firmas sul-africanas.

Por fim, deve-se mencionar uma limitação, tida como relevante, do uso de dicionários para a mensuração do *disclosure*. A crítica consiste no argumento de que a frequência de palavras poderia não refletir, de fato, a conotação otimista ou pessimista com que determinado termo foi utilizado, pois a contagem de palavras não leva em conta seu contexto. Neste caso, por exemplo, para a palavra “corrupção”, cujo sentido é indubitavelmente negativo, o dicionário não conseguiria captar seu eventual uso positivo em uma frase como: “não houve corrupção”.

Quanto ao problema em si, especificamente na contagem de palavras negativas, Loughran e McDonald (2011) entendem que dificilmente usa-se uma negação de uma palavra negativa para expressar algo positivo. Loughran e McDonald (2011) citam que não é usual, por

exemplo, uma frase como “não tivemos resultados ruins” ser usada em um contexto positivo para a divulgação dos resultados da firma. Ademais, a despeito dessa limitação, ressalta-se que não há outra maneira de analisar, objetivamente, o conteúdo textual de quantidade elevada de relatórios, a não ser por meio de um dicionário. Entende-se que, diante do objetivo desta pesquisa e do grande número de reportes corporativos analisados, a elaboração e adoção do dicionário se mostrou a melhor opção.

### 3.4 Descrição das variáveis do estudo

#### 3.4.1. Variáveis dependentes

Para investigar a relação entre *disclosure* de RSC e desempenho das firmas, foram consideradas, como variáveis dependentes, medidas para o desempenho da firma baseadas na rentabilidade, custo de capital e valor de mercado. Deve-se mencionar que, haja vista que o relatório do exercício  $t$  é normalmente publicado no primeiro trimestre de  $t+1$ , as variáveis dependentes desta pesquisa encontram-se em  $t+1$ , enquanto as variáveis independentes estão em  $t$ .

Com fundamento na literatura, verificou-se que a medida mais prevalente em estudos que relacionaram a rentabilidade com a evidenciação de informações pela firma é o retorno sobre o ativo (WASARA; GANDA, 2019). De acordo com Copeland, Weston e Shastri (1988), o índice de retorno sobre o ativo indica quanto a empresa obteve de lucro em relação ao ativo, constituindo assim uma medida do potencial de geração de lucro da firma e de sua capacidade de capitalizar-se. Assim, utilizou-se neste estudo, portanto, o retorno sobre o ativo (ROA) para a mensuração da rentabilidade da firma.

O cálculo da variável ocorreu por meio do lucro operacional ao final do período dividido pelo ativo total do ano anterior, em conformidade aos procedimentos adotados por Araújo e Leite Filho (2018) e Araujo et al. (2018) para estimar o ROA:

$$\text{Retorno sobre o Ativo}_t = \frac{\text{Lucro Operacional}_t}{\text{Ativo Total}_{t-1}}$$

No que se refere ao custo de capital, estudos anteriores já o consideraram na análise do *disclosure*, tais como Dhaliwal et al. (2011), Dhaliwal et al. (2014) e Plumlee et al. (2015). Para medir o custo de capital, de modo a abranger tanto o custo de capital próprio e o custo de

capital de terceiros, foi considerado o custo médio ponderado de capital (WACC) como variável dependente. Segundo Galvão, Bressan e Campos (2008), o WACC constitui uma média ponderada do custo dos capitais próprio e de terceiros utilizados para financiar as operações de determinada empresa. Com base nesse conceito, o WACC foi determinado pela seguinte expressão:

$$WACC_t = We_t \times Ke_t + Wi_t \times Ki_t \times (1 - 0,34)$$

Em que:

$WACC_t$  = custo médio ponderado de capital;

$We_t$  = percentual relativo ao valor de mercado médio no ano frente à soma do valor de mercado médio no ano e passivo oneroso médio no ano, sendo as médias realizadas com base em valores trimestrais;

$Ke_t$  = custo de capital próprio;

$Wi_t$  = percentual relativo ao passivo oneroso médio no ano frente à soma do valor de mercado médio no ano e passivo oneroso médio no ano, sendo as médias realizadas com base em valores trimestrais;

$Ki_t$  = custo do capital de terceiros.

O custo de capital próprio ( $Ke$ ) foi estimado a partir do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Segundo Ross et al. (2015) o custo de capital próprio nada mais é do que o retorno exigido pelo investidor para aplicação em determinado ativo. Desta forma, Ross et al. (2015) entendem que uma estimativa adequada para o custo de capital próprio da firma seria o retorno exigido pelos acionistas para o investimento na empresa, podendo-se assim utilizar o CAPM para esse fim. Neste trabalho, com base em adaptação a partir de Assaf Neto (2014), o custo de capital próprio foi calculado considerando-se, inicialmente, a análise da seguinte equação:

$$Ke = R_f + \beta \times [(R_m - R_f) + Risco_{BR}]$$

Em que:

$Ke$  = custo de capital próprio;

$R_f$  = taxa livre de risco

$\beta$  = beta das ações;

$R_m$  = retorno do mercado;

$Risco_{BR}$  = prêmio pelo risco Brasil;

Sanvicente (2015) entende que é desnecessário acrescentar um prêmio pelo risco Brasil na precificação de ações quando o Ibovespa é utilizado como o retorno da carteira do mercado. Apesar disso, podem existir alguns cenários nos quais precificar as ações por meio do CAPM considerando dados históricos do Ibovespa como retorno da carteira de mercado e a taxa referencial do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos do Governo Federal Brasileiro como taxa livre de risco se mostra inviável. Isso se dá em função da conjuntura econômica brasileira, caracterizada por altas taxas de juros. Conforme dados da B3 (2020) e BACEN (2020), entre 2010 e 2019, a remuneração anual da Selic superou o Ibovespa nos anos de 2010, 2011, 2013, 2014 e 2015. Nessas situações, em que a remuneração da Selic supera o Ibovespa, o prêmio pelo risco no CAPM ( $R_m - R_f$ ) se torna negativo, infringindo assim um de seus pressupostos fundamentais (FAMA; FRENCH, 2004) e, por consequência, comprometendo sua aplicação.

Deste modo, nesta pesquisa, adotou-se o procedimento sugerido por Assaf Neto (2014) para estimar o custo de capital próprio pelo CAPM, isto é, empregar como *benchmark* o mercado norte-americano (mais usual), incluindo um prêmio adicional pelo risco do Brasil, para estimar o custo de capital próprio das firmas brasileiras. Outro motivo para o uso do prêmio pelo risco Brasil está nas características do próprio mercado brasileiro, o qual ainda se encontra em desenvolvimento. Para Damodaran (2003), ao calcular o retorno esperado de um título, é pertinente adicionar um prêmio pelo risco país quando o mercado não é maduro o suficiente, em função de questões como orçamento, estabilidade, fatores públicos, entre outras.

Nesse sentido, o retorno do mercado ( $R_m$ ) teve como base o retorno anual do índice *Standard & Poor's 500* (S&P 500) e a taxa livre de risco ( $R_f$ ) considerada foi o retorno anual dos títulos da dívida do Governo dos Estados Unidos, os quais foram obtidos na base de dados da *School of Business* da Universidade de Nova York. O prêmio pelo risco Brasil ( $Risco_{BR}$ ) foi obtido a partir da diferença entre o retorno anual da taxa Selic e o retorno anual dos títulos da dívida norte-americana. O coeficiente beta ( $\beta$ ) foi calculado para o período anual, com base em dados dos retornos diários, a partir da base Economatica. O coeficiente beta ( $\beta$ ) utilizado é dado pela seguinte expressão:

$$\beta = \frac{\text{Covariância}(R_i, R_m)}{\text{Variância}(R_m)}$$



Em que:

$\beta$  = coeficiente beta da firma;

$R_i$  = retorno da firma  $i$ ;

$R_m$  = retorno do Ibovespa;

Por sua vez, para estimar o custo de capital de terceiros ( $K_i$ ) seguiu-se o entendimento de Assaf Neto (2014) no sentido de relacionar as despesas financeiras do período com o passivo oneroso que as gerou. Desta forma, o custo de capital de terceiros foi calculado a partir da divisão das despesas financeiras no ano de referência dividido pela média de empréstimos e financiamentos do período, conforme indica a expressão a seguir:

$$K_i = \frac{\text{Despesas Financeiras}_t}{\text{Empréstimos e Financiamentos}_{t-1} \text{ (média do período)}}$$

O passivo oneroso contempla as contas de total de empréstimos e financiamentos tanto de longo prazo como de curto prazo observadas no passivo da firma. Estão também incluídas no passivo oneroso os valores relativos às debêntures. Cabe mencionar, contudo, que como os dados foram coletados da base Economatica, existem algumas limitações em razão da conta de despesas financeiras contemplar outros gastos além de juros, como por exemplo variação cambial.

Por fim, a última variável dependente da pesquisa foi uma medida para o valor da firma. Para estimar o valor da firma, em conformidade aos estudos sobre *disclosure* de Reverte (2016), Anifowose, Rashid e Annuar (2017), Ousama, Al-Mutairi e Fatima (2020), recorreu-se ao logaritmo natural (LN) da capitalização de mercado, i.e. preço das ações da companhia multiplicado pela quantidade de ações em circulação:

$$\text{Valor} = \text{LN}(\text{Preço das ações} \times \text{Quantidade de ações em circulação})$$

Especificamente para a variável de valor da firma, deve-se mencionar que foi considerada a capitalização de mercado no dia 31 de março de cada ano da amostra, diferentemente das demais variáveis dependentes, cuja data de referência foi 31 de dezembro. Isso se deu com objetivo de captar melhor o efeito do *disclosure* de RSC no valor da firma, uma

vez que os reportes corporativos, normalmente, são publicados até o final do terceiro mês após o encerramento do exercício.

No caso das firmas brasileiras, as informações obrigatórias, por exemplo, devem ser entregues até 31 de março por determinação da CVM, salvo em situações excepcionais. Tal procedimento foi adotado em estudos anteriores que analisaram o *disclosure* de RSC, tais como De Klerk, De Villiers e Van Staden (2015) e Verbeeten, Gamerschlag e Möller (2016), os quais consideraram o preço de cotação das ações ao final do terceiro mês após o encerramento do exercício, como forma de identificar os efeitos oriundos da divulgação de RSC.

### 3.4.2. Variáveis independentes de interesse

Como variáveis independentes de interesse, com vistas à mensuração da divulgação de RSC, foram determinadas *proxies* para a evidenciação de informações sobre os grandes tópicos abordados pelos padrões GRI (ambiental, social e econômico) e para o tom da divulgação. A estimação dessas variáveis ocorreu a partir da frequência das palavras estabelecidas no dicionário, cuja elaboração foi discutida anteriormente, que estiveram presentes nos relatórios da amostra.

Para mensurar o *disclosure* geral de RSC e, especificamente, as dimensões ambiental, social e econômica, foram determinadas quatro variáveis (discRSC, discAMB, discSOC, discECO). O cálculo dessas variáveis envolveu a soma das ocorrências das palavras nos relatórios de administração e relatórios de RSC dividida pela quantidade de palavras correspondentes a cada categoria no dicionário. Por exemplo, o dicionário possui 115 palavras na categoria ambiental, logo o indicador da divulgação ambiental para determinada empresa foi obtido por meio da frequência de palavras do tópico ambiental no relatório dividido por 115.

A ponderação da ocorrência pela quantidade de palavras no dicionário se faz necessária, a fim de evitar distorções na mensuração decorrentes do número distinto de palavras para cada categoria no dicionário (HENRY; LEONE, 2016). Assim, com base na equação a seguir, obteve-se uma medida relativa da frequência de palavras para cada dimensão da RSC no dicionário:

$$\text{Índice de Disclosure} = \frac{\text{Ocorrência das palavras}}{\text{Qtde. de palavras no dicionário}}$$

Em face do exposto, para mensurar o *disclosure* de RSC e suas dimensões, foram estabelecidas as seguintes variáveis, as quais compuseram os modelos econométricos estimados:

- i) **discRSC:** frequência das palavras do dicionário nos relatórios dividida pela quantidade de palavras no dicionário;
- ii) **discAMB:** frequência das palavras da categorial ambiental nos relatórios dividida pela quantidade de palavras da respectiva categoria no dicionário;
- iii) **discSOC:** frequência das palavras da categorial social nos relatórios dividida pela quantidade de palavras da respectiva categoria no dicionário;
- iv) **discECO:** frequência das palavras da categorial econômica nos relatórios dividida pela quantidade de palavras da respectiva categoria no dicionário.

Adicionalmente, de posse dos índices de *disclosure*, também foram então estimadas variáveis *dummies*, por meio das quais atribuiu-se valor 1 para aquelas firmas cujo escore de divulgação nos relatórios foi igual ou superior à mediana da frequência relativa das palavras-chave e valor 0 nos casos contrários, em cada ano. Esse procedimento teve como objetivo identificar as firmas que evidenciaram mais informações de RSC frente às demais.

O uso de *dummies* a partir da mediana do escore de *disclosure* constitui dispositivo adotado em estudos anteriores que abordaram a evidenciação de informações de cunho ambiental ou social: Cormier e Magnan (1999) fizeram uso de uma *dummy* para a mediana da pontuação do índice de divulgação ambiental para encontrar os determinantes da evidenciação de informações ambientais; Bozzolan, O'Regan e Ricceri (2006) usaram variáveis *dummies* com base na mediana do *disclosure* de capital intelectual, a fim de analisar as diferenças na evidenciação de capital intelectual dentre empresas de setores distintos; Muttakin e Subramaniam (2015) dividiram as firmas, com base na mediana da pontuação do índice de *disclosure* de RSC, para avaliar a estrutura de propriedade e as características do conselho de administração.

Assim, foram estimadas as seguintes variáveis *dummies*:

- i) **discRSC (D):** *dummy* que, a cada ano, recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras nos relatórios foi igual ou superior à mediana e 0 nos demais casos;

- ii) **discAMB (D):** *dummy* que, a cada ano, recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria ambiental nos relatórios foi igual ou superior à mediana 0 nos demais casos;
- iii) **discSOC (D):** *dummy* que, a cada ano, recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria social nos relatórios foi igual ou superior à mediana 0 nos demais casos;
- iv) **discECO (D):** *dummy* que, a cada ano, recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria social nos relatórios foi igual superior à mediana 0 nos demais casos.

No que se refere ao tom da divulgação, foram estimadas variáveis para cada dimensão da RSC, cujo cálculo foi efetuado através da diferença entre a frequência relativa de palavras positivas e negativas nos relatórios, para cada categoria da RSC no dicionário:

$$Tom\ do\ Disclosure = \frac{\sum Fp_{ij}}{Np} - \frac{\sum Fn_{ij}}{Nn}$$

Em que:

$Fp_{ij}$  = frequência das palavras positivas do relatório da firma  $i$  no ano  $j$ , referente à respectiva categoria do dicionário;

$Np$  = número de palavras positivas referente à respectiva categoria do dicionário;

$Fn_{ij}$  = frequência das palavras negativas do relatório da firma  $i$  no ano  $j$ , referente à respectiva categoria no dicionário;

$Nn$  = número de palavras negativas referente à respectiva categoria do dicionário;

Esse procedimento teve como base as discussões apresentadas por Henry e Leone (2016), especificamente na indicação do escore líquido do tom do *disclosure*, isto é, a diferença da frequência de palavras positivas e negativas nos relatórios, dividida pela quantidade de palavras positivas e negativas no dicionário, para determinar se determinada firma adotou um tom otimista ou pessimista em sua publicação. Henry e Leone (2016), após avaliarem diferentes alternativas para mensurar o tom da divulgação, observaram que a frequência de palavras, baseada em dicionários específicos sobre o assunto abordado, possibilita melhores previsões acerca da reação do mercado quanto à divulgação de resultados pela firma.

Deste modo, a fim de medir o tom da divulgação de RSC, e as suas categorias subjacentes, foram determinadas quatro variáveis, a saber:

- i) **tomRSC**: diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas;
- ii) **tomAMB**: diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria ambiental;
- iii) **tomSOC**: diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria social;
- iv) **tomECO**: diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria econômica.

A elaboração dessas variáveis teve como fundamento a medida de escore líquido do tom do *disclosure* proposta por Henry e Leone (2016). Contudo, outros estudos em finanças fizeram o uso da contagem de palavras para estimar o tom da divulgação: Loughran e McDonald (2011) utilizaram lista de palavras para estimar o tom de relatórios 10-Ks; Rogers, Van Buskirk e Zechman (2011) empregaram um dicionário para avaliar a relação entre o tom do *disclosure* e litígios societários; Del Gaudio et al. (2020) examinaram a relação entre tom do *disclosure* obrigatório e o risco bancário a partir da lista de palavras proposta por Loughran e McDonald (2011).

Embora a discussão do tom da divulgação em relatórios de RSC seja incipiente, o uso da contagem de palavras para estimar a divulgação de RSC de maneira geral, i.e. sem apreciar o tom da divulgação, tem sido empregado recentemente (WASARA; GANDA, 2019), justificando assim os procedimentos aqui adotados para a estimação do *disclosure* de RSC.

### 3.4.3. Variáveis de controle

Foram definidas variáveis de controle para as características das firmas que estudos anteriores já demonstraram ser determinantes da rentabilidade, valor da firma e custo de capital, ou mesmo moderadoras da relação entre *disclosure* de RSC e tais medidas de desempenho, nomeadamente:

- i) **atv (LN)**: *proxy* para o tamanho da firma, mensurado por meio do logaritmo natural do ativo total ao final de cada ano (31/12). O logaritmo natural do ativo total já foi utilizado como variável de controle em modelos propostos em pesquisas anteriores

cuja variável dependente foi a rentabilidade (LIPUNGA, 2014), o valor com base em métricas de mercado (AGGARWAL; PADHAN, 2017) e o custo de capital (LUO; LI; ZHANG, 2015);

- ii) **alav**: representa a alavancagem financeira da firma, mensurada a partir da razão entre o passivo oneroso médio e o valor de mercado médio no ano, sendo as médias realizadas com base nos valores trimestrais. *Proxies* para alavancagem financeira já foram utilizadas como controle em estudos anteriores que tiveram como variável dependente a rentabilidade (ASIMAKOPOULOS; SAMITAS; PAPADOGONAS, 2009), o valor da firma com base em medidas de mercado (NEKHILI et al., 2017) e o custo de capital (BOUBAKRI et al., 2012);
- iii) **vol\_roa**: representa a volatilidade do retorno sobre o ativo, mensurado a partir do desvio padrão do retorno sobre o ativo nos últimos três anos anteriores ao período observado. O uso desta variável é justificado pelo fato de que a volatilidade dos lucros exerce papel fundamental na avaliação do risco da firma (KONCHITCHKI et al., 2016) e, por isso, podem impactar a rentabilidade, o valor de mercado e o custo de capital.
- iv) **cresc**: representa a perspectiva de crescimento da firma, mensurada por meio da diferença entre a receita de vendas do ano corrente e do ano anterior, dividida pela receita de vendas do ano anterior. A perspectiva de crescimento foi considerada em estudos anteriores cuja variável dependente foi a rentabilidade (PATTITONI; PETRACCI; SPISNI, 2014), valor da firma (AGGARWAL; PADHAN, 2017) e custo de capital (SILVA; MUNTASER, 2020);
- v) **setor**: vetor de variáveis *dummies* que identifica os respectivos setores de atuação das firmas da amostra. Esta variável foi considerada nas pesquisas de Ali, Frynas e Mahmood (2017), Nekhili et al. (2017) e Taylor, Vithayathil e Yim (2018);
- vi) **ano**: vetor de variáveis *dummies* que identifica o ano no qual as respectivas informações se referem.

### 3.5 Procedimentos de análise

Para a análise das variáveis, foram empregadas estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, valor mínimo, 10°, 25°, 50°, 75°, 90° percentis e valor máximo para cada uma das

variáveis), assim como empregados modelos de regressão para dados em painel. Como faltaram dados ao longo do tempo para determinada firma, o painel de dados utilizado é desbalanceado. O modelo econométrico genérico para os testes realizados é dado por:

$$Desempenho_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Disclosure\ de\ RSC_{i,t} + \gamma Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Em que,  $Desempenho_{i,t+1}$  é o desempenho da firma  $i$  no ano  $t+1$ ;  $Disclosure\ de\ RSC_{i,t}$  representa as variáveis que abordam a divulgação ambiental, social e econômica nos relatórios da firma  $i$  no ano  $t$ ;  $Controle_{i,t}$  representa as variáveis de controle para as características da firma  $i$  no ano  $t$ ;  $\beta_0$  é o intercepto do modelo e  $\beta_1$  e  $\gamma$  são os coeficientes para as variáveis de interesse e variáveis de controle, respectivamente; o termo de erro é dado por  $\varepsilon_{i,t}$ .

A fim de evitar eventuais problemas de endogeneidade provenientes da correlação entre as variáveis explicativas e os efeitos individuais das observações da amostra, todos os modelos foram estimados por meio de efeitos fixos. Segundo Fávero e Belfiore (2017) a estimação a partir de efeitos fixos possibilita o tratamento de uma forma limitada de endogeneidade, pelo fato de os parâmetros referentes aos efeitos individuais no intercepto, os quais podem estar correlacionados com as variáveis explicativas, serem eliminados.

Segundo Gujarati e Porter (2011), quando os termos de erro da regressão não são homocedásticos, isto é, quando a variância dos resíduos não é constante, os estimadores dos parâmetros tornam-se ineficientes. Assim como na presença de heterocedasticidade, Gujarati e Porter (2011) afirmam que na existência de autocorrelação, os estimadores também não são eficientes. Desta forma, a fim de tratar eventuais problemas decorrentes da heterocedasticidade e da autocorrelação, os modelos foram estimados com erros padrão-robustos, conforme indica Wooldridge (2006).

Gujarati e Porter (2011) também destacam que uma das principais causas da heterocedasticidade é a presença de dados discrepantes, chamados de *outliers*, na amostra. Por isso, nesta pesquisa os *outliers* foram tratados mediante o procedimento *winsorize* (winsorização) até o limite de 0,025. A winsorização é um dos procedimentos recomendados por Fávero e Belfiore (2017) para o tratamento de outliers.

De acordo com Gujarati e Porter (2011), quando os regressores são colineares, os coeficientes da regressão podem ser estimados de modo impreciso ou inexato, caracterizando o denominado problema de multicolinearidade. Como forma de verificar se os modelos

estimados na pesquisa estão sujeitos a problemas de multicolinearidade, foi empregado o Fator de Inflação da Variância (VIF).

Fávero e Belfiore (2017) afirmam que um valor VIF acima de 10 é critério mais utilizado na literatura para um diagnóstico positivo de multicolinearidade, embora um VIF igual a 4 já seria suficiente para indicar eventual existência do problema. Em razão disso, adotou-se o valor de VIF maior ou igual 4 como critério para remoção de variáveis dos modelos estimados.



## 4 RESULTADOS

### 4.1 Estatísticas descritivas

Inicialmente, apresenta-se dados referentes à quantidade de observações desta pesquisa. A Tabela 2 apresenta a quantidade de observações para cada ano do período estudado. Percebe-se na Tabela 2, que o número de observações para cada ano foi, relativamente, estável ao longo do período, ficando entre 123 no ano de 2010, em que a quantidade de observações foi a menor, e 150 no ano de 2018, que teve a maior quantidade de observações. O total de observações para o período de 2010 a 2018 foi de 1.270. A análise se encerra em 2018, pois apesar de existirem alguns relatórios do exercício de 2019 (publicados em 2020), não há dados disponíveis para todas as variáveis dependentes em 2020. Por sua vez, o número de observações (1.270) trata-se da quantidade final, após a exclusão dos *missing values*.

TABELA 2 – Quantidade de observações por ano

Ano	Observações
2010	123
2011	136
2012	136
2013	148
2014	147
2015	144
2016	144
2017	142
2018	150
<b>Total</b>	<b>1.270</b>

Fonte: elaboração própria.

Pesquisas anteriores que abordaram a evidenciação de responsabilidade social corporativa (RSC) no Brasil apresentaram as seguintes quantidades de observações: Almeida-Santos et al. (2012) examinaram a relação entre *disclosure* ambiental e reputação corporativa a partir de 96 observações; Cardoso, De Luca e Gallon (2014) avaliaram o *disclosure* socioambiental de companhias abertas brasileiras a partir de 29 observações; Pereira et al. (2020) avaliaram o efeito moderador do *disclosure* na relação entre desempenho social e desempenho financeiro, a partir de 223 observações. Observa-se, portanto, que o número de

observações desta pesquisa se mostra condizente com os estudos correlatos anteriores para amostras similares, i.e., companhias abertas brasileiras, inclusive avança no sentido de contemplar observações adicionais, a fim de abordar a divulgação de RSC pelas firmas do país de maneira abrangente.

Como forma de compreender melhor a distribuição do número de observações entre as firmas da amostra, a Tabela 3 indica a quantidade de observações por setor para cada ano do período analisado. Observa-se na Tabela 3 que as companhias abertas brasileiras foram agrupadas em 19 setores específicos e, adicionalmente, ao setor “Outros”. O setor “Outros” contempla as firmas de setores que, em razão de sua baixa prevalência, não tiveram destinação de categoria específica. Deve-se mencionar que a definição dos setores foi obtida diretamente da classificação realizada pela base Economatica.

Além disso, a despeito do setor “Outros”, verifica-se na Tabela 3 que as firmas com dados mais incidentes foram aquelas provenientes dos setores de “Energia Elétrica” (149 observações), “Construção” (125 observações), “Siderurgia e Metalurgia” (83 observações), “Comércio (76 observações) e “Transportes” (73 observações). Por outro lado, os setores com menos observações foram “Papel e Celulose” (14 observações), “Minerais não-metálicos” (15 observações), “Mineração” (25 observações), “Eletroeletrônicos” (23 observações) e “Máquinas industriais” (22 observações).

TABELA 3 – Quantidade de observações por setor e ano

ano	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Total
<b>Setor</b>										
Agro e Pesca	2	4	3	3	2	2	2	3	3	24
Alimentos e Bebidas	6	9	8	9	10	8	8	7	7	72
Comércio	7	7	8	8	10	10	10	9	7	76
Construção	15	16	16	16	13	12	12	11	14	125
Eletroeletrônicos	3	4	2	3	2	3	2	2	2	23
Energia elétrica	13	14	15	16	17	17	18	19	20	149
Finanças e Seguros	1	4	4	4	4	2	2	2	0	23
Mínerais não-metálicos	1	1	1	2	2	2	2	2	2	15
Minação	3	3	3	3	3	3	3	2	2	25
Máquinas industriais	3	3	3	3	2	2	2	2	2	22
Outros	25	31	28	30	31	30	29	27	30	261
Papel e Celulose	1	1	1	1	2	2	2	2	2	14
Petróleo e Gás	3	3	4	7	7	7	7	6	6	50
Química	5	3	3	3	3	3	3	5	6	34
Siderurgia e Metalurgia	11	10	10	9	8	8	9	9	9	83
Software e Dados	3	3	3	3	3	5	5	4	4	33
Telecomunicações	3	3	3	3	3	4	4	4	4	31
Têxtil	6	6	6	7	7	7	8	8	9	64
Transportes	7	7	7	9	9	7	7	10	10	73
Veículos e Peças	6	7	8	9	9	8	9	8	9	73
<b>Total</b>	<b>124</b>	<b>139</b>	<b>136</b>	<b>148</b>	<b>147</b>	<b>142</b>	<b>144</b>	<b>142</b>	<b>148</b>	<b>1.270</b>

Fonte: elaboração própria.

Na Tabela 4 são apresentadas as estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, mínimo, 10º, 25º, 50º, 75º, 90º percentis e máximo) para as variáveis estudadas. Observa-se na Tabela 4 que as firmas da amostra tiveram, em média, retorno sobre o ativo (ROA) de 6,21%, sugerindo rentabilidade média positiva no período, embora a dispersão dos valores tenha sido considerável (de -18,90% a 26,70%). No que se refere ao logaritmo natural do valor de mercado, a média foi de 14,95, com valor mínimo de 8,25 e máximo de 20,30. Por fim, para o custo de capital, última variável dentre as consideradas como medidas de desempenho, em média o custo médio ponderado de capital foi de 14,00% a.a., disperso entre o valor mínimo observado de 2,44% a.a. e o valor máximo verificado de 35,03% a.a. Informações adicionais para as medidas de desempenho estão disponíveis nos Apêndices D, E, F.

Ainda na Tabela 4, percebe-se que os relatórios considerados na amostra, em média, apresentaram palavras que remetem à responsabilidade social corporativa em 2,28 vezes a quantidade de palavras-chave do dicionário para respectiva a categoria (1.067). A prevalência foi de conteúdo informacional da dimensão econômica (média de 2,90 para a frequência relativa), seguida pelas dimensões ambiental (média de 2,35) e social (média de 1,65). Apesar disso, verifica-se que há bastante dispersão na abrangência da divulgação das informações de RSC pelas companhias abertas brasileiras.

Para exemplificar, a firma que divulgou maior nível de *disclosure* de RSC teve frequência relativa de palavras relacionadas ao assunto de 10,78, enquanto que o índice para a empresa com menor nível de divulgação foi de 0,06, isso também pode ser verificado com base no desvio-padrão para o índice de evidenciação de RSC (2,69). Esses mesmos resultados se aplicam quando as dimensões da RSC são vistas isoladamente, uma vez que foi observada dispersão similar para a divulgação ambiental (desvio-padrão de 3,19), social (desvio-padrão de 2,21) e econômica (desvio-padrão de 3,21).

Quanto ao tom da divulgação, verifica-se que para cada dimensão de RSC houve, em média, prevalência das informações otimistas em relação às pessimistas nos relatórios, uma vez que as médias para os índices do tom de *disclosure* foram positivas para o *disclosure* de RSC (0,09), *disclosure* ambiental (0,32), *disclosure* social (0,52) e *disclosure* econômico (0,17). Esses achados estão em consonância ao conjecturado pela teoria da divulgação no que se refere à publicação voluntária de informações (VERRECCHIA, 1983), especialmente nas discussões propostas por Healy e Palepu (2001) de que os gestores possuem incentivos para tornar públicas, fundamentalmente, as informações que lhes sejam favoráveis. Ressalva-se, contudo que, ao se observar os percentis, especificamente até o 25º percentil, parte da amostra contou com relatórios cujo tom preponderante das informações divulgadas foi negativo.

TABELA 4 – Estatísticas Descritivas

Variáveis	Período	Obs.	Média	D.P.	Min.	P <sub>10</sub>	P <sub>25</sub>	P <sub>50</sub>	P <sub>75</sub>	P <sub>90</sub>	Max
roa	t + 1	1.270	0,0621	0,0892	-0,1890	-0,0460	0,0230	0,0660	0,1120	0,1645	0,2670
valor (LN)	t + 1	1.270	14,9491	1,9359	8,2516	12,3231	13,6821	15,1759	16,2149	17,1874	20,2971
wacc	t + 1	1.270	0,1400	0,0776	0,0244	0,0473	0,0812	0,1277	0,1845	0,2470	0,3503
discRSC	t	1.270	2,2788	2,6935	0,0637	0,2381	0,5820	1,1635	2,6373	6,4142	10,7816
discAMB	t	1.270	2,3474	3,1873	0,0261	0,1217	0,3391	0,8609	2,9739	7,7130	12,9565
discSOC	t	1.270	1,6501	2,2090	0,0316	0,1276	0,3017	0,6857	1,8882	5,1698	8,9030
discECO	t	1.270	2,8997	3,2083	0,0941	0,3651	0,8619	1,6736	3,4100	7,7008	13,3828
tomRSC	t	1.270	0,0853	0,5267	-1,0952	-0,5591	-0,1900	0,0507	0,3345	0,7643	1,5225
tomAMB	t	1.270	0,3212	1,2191	-1,5303	-0,6115	-0,2506	-0,0107	0,4138	1,8538	4,8287
tomSOC	t	1.270	0,5214	0,6106	-0,4229	0,0000	0,1070	0,3383	0,7482	1,4300	2,4935
tomECO	t	1.270	0,1707	0,9015	-2,0534	-0,9821	-0,2625	0,1630	0,6461	1,2565	2,3787
atv (LN)	t	1.270	15,6575	1,4683	12,2450	13,8105	14,6970	15,6380	16,6610	17,6415	18,5850
alav	t	1.270	1,1951	1,8398	0,0166	0,0707	0,1911	0,5417	1,2331	2,9898	9,2002
vol_roa	t	1.270	0,0489	0,0608	0,0034	0,0077	0,0153	0,0303	0,0541	0,0995	0,3210
cres	t	1.270	0,0406	0,2697	-0,6240	-0,2370	-0,0820	0,0290	0,1300	0,3220	0,8920

Notas: conforme apresentado no corpo da tabela e também explicado na metodologia do estudo, as variáveis dependentes desta pesquisa encontram-se em “t+1”, enquanto as variáveis independentes estão em “t”, desta forma, as variáveis dependentes referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2011 a 2019, enquanto que as variáveis independentes referem-se ao *disclosure* e às características das empresas para os exercícios contábeis de 2010 a 2018.

Fonte: elaboração própria.

Consonante às pesquisas de Cormier e Magnan (1999), Bozzolan, O'Regan e Ricceri (2006) e Muttakin e Subramaniam (2015), como forma de identificar, em grupos, as firmas que mais evidenciaram informações de RSC em relação as demais, para cada variável de *disclosure* foi estabelecida uma *dummy* tendo como critério a mediana da frequência relativa das palavras nos relatórios. A Tabela 5 apresenta as frequências absoluta e relativa para as variáveis *dummies*.

TABELA 5 – Distribuição de frequência das variáveis *dummies* para o *disclosure*

Variáveis	Frequência absoluta		Total	Frequência relativa		Total
	0	1		0	1	
discRSC (D)	627	643	1.270	49,37%	50,63%	100%
discAMB (D)	627	643	1.270	49,37%	50,63%	100%
discSOC (D)	627	643	1.270	49,37%	50,63%	100%
discECO (D)	627	643	1.270	49,37%	50,63%	100%

Notas: discRSC (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria de RSC foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discAMB (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria ambiental foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discSOC (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria social foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discECO (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria econômica foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos.

Fonte: elaboração própria.

Observa-se na Tabela 5 que, por ter a mediana em cada ano como base para a atribuição dos valores às *dummies*, as observações foram divididas praticamente pela metade entre as firmas que tiveram os maiores e os menores índices de *disclosure*. No caso, 643 observações (50,63%) foram classificadas no grupo evidenciação de RSC superior e 627 observações (49,37%) no grupo de divulgação inferior. Informações descritivas complementares sobre as medidas de *disclosure* estão no Apêndice G.

#### 4.2 Efeito da divulgação de RSC na rentabilidade

Observa-se na Tabela 6, que a divulgação de RSC, mensurada pela variável escalar para a frequência relativa das palavras no dicionário, não demonstrou relação estatisticamente significativa com a rentabilidade (Modelo 1).

TABELA 6 – Efeito da divulgação de RSC na rentabilidade

roa	1	2	3	4	5	6	7	8
discRSC	0,0009							
discAMB		0,0011						
discSOC			-0,0006					
discECO				0,0010				
discRSC (D)					0,0148**			
discAMB (D)						0,0158**		
discSOC (D)							0,0124*	
discECO (D)								0,0133**
tomRSC	0,0154*				0,0147**			
tomAMB		0,0030				0,0038		
tomSOC			0,0112				0,0064	
tomECO				0,0074*				0,0074**
atv (LN)	-0,0341***	-0,0332***	-0,0340***	-0,0340***	-0,0347***	-0,0338***	-0,0344***	-0,0345***
alav	-0,0094***	-0,0098***	-0,0095***	-0,0096***	-0,0094***	-0,0097***	-0,0096***	-0,0095***
vol_roa	-0,0402	-0,0429*	-0,0433	-0,0407	-0,0369	-0,0413	-0,0372	-0,0394
cres	0,0351***	0,0358***	0,0353***	0,0351***	0,0343***	0,0355***	0,0348***	0,0347***
dummy (Ano)	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
dummy (Setor)	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Núm. Obs.	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270
R2	0,1215	0,1152	0,1164	0,1198	0,1261	0,1206	0,1197	0,1229
VIF Médio	1,19	1,32	1,82	1,17	1,18	1,20	1,35	1,17
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Notas: roa = retorno sobre o ativo, mensurado por meio do lucro operacional ao final do período dividido pelo ativo total do ano anterior; discRSC = frequência relativa das palavras da categoria de RSC; discAMB = frequência relativa das palavras da categoria ambiental; discSOC = frequência relativa das palavras da categoria social; discECO =

frequência relativa das palavras da categoria econômica; discRSC (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria de RSC foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discAMB (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria ambiental foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discSOC (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria social foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discECO (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria econômica foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; tomRSC = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas; tomAMB = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria ambiental; tomSOC = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria social; tomECO = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria econômica; atv = *proxy* para o tamanho da firma, mensurado por meio do logaritmo natural do ativo total ao final de cada ano (31/12); alav = alavancagem financeira da firma, mensurada a partir da razão entre o passivo oneroso médio e o valor de mercado médio; vol\_roa = volatilidade do retorno sobre o ativo nos três anos anteriores; cres = perspectiva de crescimento da firma, mensurada por meio da diferença entre a receita de vendas do ano corrente e do ano anterior, dividida pela receita de vendas do ano anterior. Entende-se por frequência relativa a razão entre a frequência total da categoria dividida pelo número de palavras do dicionário para a respectiva categoria. A variável setor foi omitida em razão da estimação por efeitos fixos. \*\*\* = estatisticamente significativo ao nível de 1%; \*\* = estatisticamente significativo ao nível de 5%; \* = estatisticamente significativo ao nível de 10%.  
Fonte: elaboração própria.

Por outro lado, quando houve a segregação das firmas entre aquelas que divulgaram maiores e menores quantidades de informações de RSC, a partir da mediana do índice de evidenciação ponderado, foi possível verificar a existência da relação positiva entre o *disclosure* de RSC e o retorno sobre o ativo (Modelo 5), corroborando assim a hipótese de notação **H1a**. Esses resultados estiveram condizentes com o argumento de que a decisão de divulgar informações voluntárias estaria condicionada a algum efeito econômico positivo subjacente à evidenciação, em consonância à teoria da discricionariedade do *disclosure* (VERRECCHIA, 1983; DYE, 1985).

Com base em estudos anteriores, são vários os motivos que poderiam justificar os resultados aqui encontrados para melhores índices de rentabilidade nas empresas com evidenciação de informações de RSC superior. Por exemplo, há indícios na literatura de que os consumidores estão mais dispostos a adquirir produtos ou serviços ofertados por empresas com boa reputação socioambiental (ILMI; KUSTONO; SAYEKTI, 2017).

Da mesma forma, as informações de RSC podem ser usadas para subsidiar a decisão de indivíduos na escolha da firma para trabalhar ou mesmo para reter os empregados já existentes, gerando assim benefícios em termos de produtividade e aprimoramento do capital intelectual (CORMIER; LEDOUX; MAGNAN, 2011; MICAH; OFURUM; IHENDINIHU, 2012). Ademais, como as informações de RSC constituem um sinal de boa conduta socioambiental da firma, poderiam também contribuir para reduzir litígios trabalhistas (SÁNCHEZ; BENITO-HERNÁNDEZ, 2015) ou multas ambientais (WASARA; GANDA, 2019).



De maneira similar ao observado na divulgação de RSC, os resultados relativos às variáveis escalares para as dimensões ambiental (Modelo 2), social (Modelo 3) e econômica (Modelo 4) não foram significativos, enquanto que para as *dummies* as evidências sugerem que as firmas com maiores índices ponderados de divulgação ambiental (Modelo 6), social (Modelo 7) e econômica (Modelo 8), a partir da mediana, possuem rentabilidade superior às demais, confirmando as hipóteses **H1b**, **H1c** e **H1d**. Sendo assim, os resultados estão condizentes com o esperado, isto é, o *disclosure* de cada uma das dimensões de RSC exerce comportamento análogo ao da medida agregada.

Para a divulgação ambiental, as evidências encontradas coadunam com a fundamentação de Wasara e Ganda (2019) para explicar efeitos positivos na rentabilidade, oriundos da publicação de informações de caráter ambiental. Wasara e Ganda (2019) comentam que com a crescente preocupação dos governos e órgãos reguladores em assuntos ambientais, as pressões e fiscalizações sobre as firmas quanto aos impactos de suas atividades no meio ambiente têm aumentado. Assim, Wasara e Ganda (2019) entendem que o *disclosure* ambiental contribui ao proteger a organização de multas, exigências de mudanças nos processos produtivos, entre outras penalidades que podem impactar negativamente a rentabilidade, haja vista que a divulgação informa ao público externo a respeito da responsabilidade da firma com a preservação ambiental.

Outro ponto é que há praticamente um consenso de que o bom desempenho ambiental implica em melhor desempenho financeiro (ENDRIKAT; GUENTHER; HOPPE, 2014). Logo, sob o pressuposto da teoria da divulgação de que há predominância em informações favoráveis à firma na publicação voluntária, o *disclosure* ambiental configura mecanismo de sinalização do bom desempenho ambiental, explicando, deste modo, os efeitos positivos no retorno sobre o ativo.

A relação positiva encontrada entre a divulgação social e a rentabilidade também está respaldada na literatura. Fijałkowska, Zyznarska-Dworczak e Garsztka (2018) afirmam que iniciativas de cunho social proporcionam maior compreensão do ambiente em que a firma está inserida em aspectos políticos, tecnológicos, mercadológicos e sociais, resultando na melhoria da eficiência organizacional e, por consequência, da rentabilidade. Gonçalves et al. (2013) e Conceição et al. (2011) também ofereceram argumentos que sustentam benefícios em termos de desempenho financeiro advindos do *disclosure* social. Gonçalves et al. (2013) apoiam-se na reputação que a firma obtém perante a sociedade ao desenvolver ações sociais. Por sua vez, Conceição et al. (2011) afirmam que o efeito não se deve, exatamente, à adoção das iniciativas

sociais *per se*, mas sim àquilo que denominam de marketing social, isto é, eventuais externalidades positivas que a divulgação social pode prover.

No que se refere ao tom da divulgação de RSC, percebe-se na Tabela 6 que, para as duas variáveis consideradas (Modelos 1 e 5), os resultados evidenciaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o tom do *disclosure* de RSC e o retorno sobre o ativo, indicando que os reportes corporativos com maior prevalência de termos otimistas implicam em melhores índices de rentabilidade da firma, suportando assim a hipótese **H1e**. Interessante notar que o tom da divulgação econômica foi relevante para explicar a rentabilidade (Modelos 4 e 8). Desta forma, as evidências achadas estão de acordo com a pressuposição central da teoria da discricionariedade da divulgação, no sentido de que o gestor, em razão dos incentivos econômicos inerentes à tomada de decisão, está mais disposto a publicar, voluntariamente, aquelas informações que são favoráveis à firma (VERRECCHIA, 1983).

Cabe mencionar que a relação positiva entre tom do *disclosure* e rentabilidade já havia sido documentada na literatura, apesar de fora do contexto da RSC. Por exemplo, Davis, Piger e Sedor (2012) demonstraram que o tom otimista adotado na comunicação dos resultados implica em maior rentabilidade nos exercícios seguintes. Por seu turno, Davis e Sweet (2012) verificaram pior desempenho financeiro para as empresas cujos formulários 10-Q e 10-K continham elevados níveis de termos e expressões de natureza negativa. Diante disso, esta tese indica que a associação positiva entre o tom do *disclosure* de RSC e a rentabilidade se aplica também ao tom adotado na divulgação de informações de RSC.

Quanto às características das firmas, os resultados foram semelhantes para todos os modelos da Tabela 6. A perspectiva de crescimento manteve uma relação positiva com a rentabilidade, ao passo que para o tamanho da firma e alavancagem foi encontrada uma relação negativa. Esses achados estão consistentes com o esperado, uma vez que, conforme estudos anteriores, havia a expectativa de que a oportunidade de crescimento (PATTITONI; PETRACCI; SPISNI, 2014) estivesse positivamente associada à rentabilidade futura da firma.

No caso do tamanho da firma, mensurado pelo logaritmo natural do ativo total, Pattitoni, Petracci e Spisni (2014) citam dois motivos que explicam o sinal negativo. O primeiro é que as firmas menores conseguem aproveitar e identificar oportunidades de investimentos rentáveis mais facilmente do que as firmas grandes, isso em razão de sua estrutura organizacional mais flexível. O segundo motivo mencionado por Pattitoni, Petracci e Spisni (2014) é que alguns elementos que são mais valorizados pelas firmas maiores, tal como o prestígio e outros benefícios não-monetários, desvirtuam os objetivos organizacionais, de modo que o foco passa a ser a expansão dos ativos em detrimento da geração de riqueza.

Por fim, no que se refere à variável para a alavancagem financeira, Asimakopoulos, Samitas e Papadogonas (2009) corroboram a associação negativa com o retorno sobre o ativo pelo fato de que dívidas elevadas implicam em despesas financeiras adicionais, as quais reduzem os recursos disponíveis para investimento e, por consequência, os índices de rentabilidade.

### 4.3 Efeito da divulgação de RSC no valor de mercado

A Tabela 7 apresenta os resultados para o efeito da divulgação de RSC no valor de mercado da firma. Percebe-se, inicialmente, que assim como foi verificado nos modelos de rentabilidade, a variável escalar para a frequência relativa de palavras de RSC não foi estatisticamente significativa para explicar as variações no valor de mercado (Modelo 1). Ao considerar a variável baseada na mediana do índice de *disclosure* ponderado de RSC (Modelo 5), os resultados também não foram estatisticamente significativos, não permitindo que a hipótese **H2a** pudesse ser corroborada.

No que se refere à divulgação das dimensões da RSC, os resultados não foram significativos para as variáveis escalares de *disclosure* social (Modelo 3) e *disclosure* econômico (Modelo 4). Mesmo dividindo as firmas em grupos, por meio das *dummies* centradas na mediana da frequência relativa das palavras-chave, não foi possível identificar relação estatisticamente significativa com o valor de mercado para a evidenciação social (Modelo 6) nem para a divulgação econômica (Modelo 8), impossibilitando corroborar ou rejeitar as hipóteses **H2c** e **H2d**. Somente a divulgação ambiental foi estatisticamente significativa para explicar o valor de mercado (Modelos 2 e Modelo 6), de forma condizente ao conjecturado na hipótese **H2b**.

Frente as hipóteses enumeradas, o esperado era que a divulgação de cada uma das três dimensões estivesse positivamente associada ao valor de mercado da firma, e não apenas o *disclosure* ambiental. Contudo, essa diferença observada apenas reforça o entendimento de Carroll e Shabana (2010) de que o efeito da RSC no desempenho da firma não é homogêneo entre os pilares que a compõem, variando, portanto, conforme as situações ambientais e as expectativas dos *stakeholders*. Por sua vez, no caso da relação positiva aqui verificada para o *disclosure* ambiental, os achados corroboram os argumentos de Iatridis (2013) e Xu, Zeng e Tam (2012), no sentido de que os investidores são sensíveis às informações ambientais e que, por isso, a divulgação ambiental impacta o valor de mercado da firma.

TABELA 7 – Efeito da divulgação de RSC no valor de mercado

vm (LN)	1	2	3	4	5	6	7	8
discRSC	0,0087							
discAMB		0,0144*						
discSOC			0,0195					
discECO				0,0072				
discRSC (D)					0,0487			
discAMB (D)						0,0964*		
discSOC (D)							0,0746	
discECO (D)								0,0611
tomRSC	0,1667***				0,1711***			
tomAMB		0,0241				0,0373*		
tomSOC			0,0094				0,0441	
tomECO				0,0943***				0,0956***
atv (LN)	0,6436***	0,6511***	0,6506***	0,6437***	0,6438***	0,6517***	0,6476***	0,6430***
alav	-0,2512***	-0,2554***	-0,2547***	-0,2522***	-0,2503***	-0,2540***	-0,2530***	-0,2517***
vol_roa	-0,0515	-0,0834	-0,1052	-0,0471	-0,0356	-0,0767	-0,0519	-0,0383
cres	0,3066***	0,3141***	0,3124***	0,3064***	0,3037***	0,3124***	0,3066***	0,3046***
dummy (Ano)	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
dummy (Setor)	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Núm. Obs.	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270
R2	0,6502	0,6443	0,6436	0,6499	0,6502	0,6448	0,6439	0,6502
VIF Médio	1,19	1,32	1,82	1,17	1,18	1,20	1,35	1,17
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Notas: vm (LN) = valor de mercado, mensurado por meio do logaritmo natural do produto entre o preço das ações e a quantidade de ações em circulação; discRSC = frequência relativa das palavras da categoria de RSC; discAMB = frequência relativa das palavras da categoria ambiental; discSOC = frequência relativa das palavras da categoria social; discECO = frequência relativa das palavras da categoria econômica; discRSC (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da

categoria de RSC foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discAMB (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria ambiental foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discSOC (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria social foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discECO (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria econômica foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; tomRSC = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas; tomAMB = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria ambiental; tomSOC = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria social; tomECO = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria econômica; atv = *proxy* para o tamanho da firma, mensurado por meio do logaritmo natural do ativo total ao final de cada ano (31/12); alav = alavancagem financeira da firma, mensurada a partir da razão entre o passivo oneroso médio e o valor de mercado médio; vol\_roa = volatilidade do retorno sobre o ativo nos três anos anteriores; cres = perspectiva de crescimento da firma, mensurada por meio da diferença entre a receita de vendas do ano corrente e do ano anterior, dividida pela receita de vendas do ano anterior. Entende-se por frequência relativa a razão entre a frequência total da categoria dividida pelo número de palavras do dicionário para a respectiva categoria. A variável setor foi omitida em razão da estimação por efeitos fixos. \*\*\* = estatisticamente significativo ao nível de 1%; \*\* = estatisticamente significativo ao nível de 5%; \* = estatisticamente significativo ao nível de 10%.

Fonte: elaboração própria.

Ainda na Tabela 7, percebe-se que o tom adotado no reporte corporativo demonstra exercer influência sobre o valor de mercado da companhia. Isso porque foi evidenciada, para ambas as medidas do *disclosure* de RSC (Modelos 1 e 5), a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o tom da divulgação e o valor de mercado, confirmando a hipótese **H2e**. Entende-se disso que maior será o valor de mercado da firma quanto mais otimista o tom adotado nas publicações de RSC. Esse achado estendeu-se para a dimensão econômica, quando avaliada isoladamente (Modelos 4 e 8).

Assim, os achados para o tom do *disclosure* de RSC demonstram estar congruentes com o preconizado pela literatura. Rogers, Buskirk e Zechman (2011) afirmam que é esperado que reportes corporativos cujo tom empregado é, predominantemente, otimista impliquem em aumento no valor de mercado da firma, pois boas notícias elevam as expectativas dos investidores e, por isso, impactam positivamente o preço das ações. Além disso, como o tom da divulgação ambiental (Modelo 6) e econômica (Modelo 8) apresentaram significância estatística, os resultados estão em conformidade com o estudo de Plumlee et al. (2015). Isso sugere que para os investidores, o que importa é a publicação otimista de informações de RSC, especialmente se o foco está na temática ambiental ou econômica.

Constatou-se resultados estatisticamente significativos para todas as variáveis de controle, exceto a volatilidade do retorno sobre o ativo, referentes às características das firmas, em cada modelo indicado na Tabela 7. O tamanho e a perspectiva de crescimento estiveram positivamente relacionados ao valor de mercado, enquanto que a alavancagem apresentou associação inversa. Aggarwal e Padhan (2017) argumentam que firmas maiores estão menos

propensas à falência e, por isso, tendem a apresentar maior valor de mercado em relação às demais.

No que tange à perspectiva de crescimento, embora Aggarwal e Padhan (2017) e Marsat e Williams (2011) não tenham encontrado relação significativa com o valor da firma, os achados aqui evidenciados estiveram em linha com Wang (2008). A relação inversa verificada para a alavancagem está condizente com Nekhili et al. (2017), e é justificada pelo fato de que firmas com alto endividamento podem ser preteridas pelos investidores, com implicações negativas no seu valor de mercado.

#### 4.4 Efeito da divulgação de RSC no custo de capital

A Tabela 8 indica os achados para os modelos cuja variável dependente foi o custo de capital, mensurado pelo custo médio ponderado de capital (WACC). Os resultados apresentados nos Modelos 1 e 5 não permitiram efetuar inferências quanto ao efeito da divulgação de RSC no custo de capital, pois não exibiram significância estatística (Modelos 1 e 5). Conforme a hipótese **H3a**, seria esperada a existência de relação negativa significativa entre o *disclosure* de RSC e o custo de capital, o que não ocorreu.

Como os resultados não demonstraram nenhuma relação entre a divulgação de RSC e o custo de capital, os trabalhos anteriores, como os de Dhaliwal et al. (2011), Reverte (2012), Dhaliwal et al. (2014), Li e Foo (2015) e Michaels e Grüning (2017) não foram corroborados nesta pesquisa. Contudo, Weber (2018) também não encontrou associação significativa ao avaliar se o nível de divulgação socioambiental poderia explicar as variações no custo de capital da firma. A explicação de Weber (2018) para isso é que como as informações de RSC não apresentam garantias externas à firma (e.g. não são auditadas externamente) em termos da confiabilidade do conteúdo publicado, os eventuais benefícios no custo de capital, oriundos do *disclosure* de RSC, ficariam comprometidos.

Diante dos argumentos de Botosan (1997), de que elevados níveis de *disclosure* reduzem os custos de transação provenientes da seleção adversa, bem como o risco da firma, podendo implicar na redução do custo de capital, e tendo em vista os resultados não significativos para a relação *disclosure* de RSC e custo de capital, observados nos Modelos 1 e 5 da Tabela 8, foram conduzidos testes adicionais a fim de examinar o efeito da divulgação de cada dimensão da RSC (ambiental, social e econômica) no custo de capital.

TABELA 8 – Efeito da divulgação de RSC no custo de capital

wacc	1	2	3	4	5	6	7	8
discRSC	0,0002							
discAMB		0,0003						
discSOC			0,0006					
discECO				-0,0001				
discRSC (D)					0,0014			
discAMB (D)						-0,0054		
discSOC (D)							-0,0003	
discECO (D)								0,0015
tomRSC	-0,0114**				-0,0114**			
tomAMB		-0,0061**				-0,0056**		
tomSOC			-0,0047				-0,0031	
tomECO				-0,0038				-0,0039
atv (LN)	0,0068	0,0061	0,0065	0,0065	0,0067	0,0067	0,0065	0,0064
alav	-0,0042***	-0,0040***	-0,0041***	-0,0041***	-0,0042***	-0,0039***	-0,0040***	-0,0041***
vol_roa	0,0819**	0,0835**	0,0847**	0,0832**	0,0823**	0,0831**	0,0850**	0,0831**
cres	-0,0076	-0,0082	-0,0078	-0,0077	-0,0077	-0,0082	-0,0079	-0,0078
dummy (Ano)	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
dummy (Setor)	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Núm. Obs.	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270	1.270
R2	0,4637	0,4637	0,4605	0,4613	0,4637	0,4643	0,4605	0,4614
VIF Médio	1,19	1,32	1,82	1,17	1,18	1,20	1,35	1,17
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Notas: wacc = custo médio ponderado de capital; discRSC = frequência relativa das palavras da categoria de RSC; discAMB = frequência relativa das palavras da categoria ambiental; discSOC = frequência relativa das palavras da categoria social; discECO = frequência relativa das palavras da categoria econômica; discRSC (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria de RSC foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discAMB (D) = variável

*dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria ambiental foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discSOC (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria social foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; discECO (D) = variável *dummy* que recebeu valor 1 para as firmas cuja frequência relativa das palavras da categoria econômica foi igual ou superior à mediana e valor 0 nos demais casos; tomRSC = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas; tomAMB = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria ambiental; tomSOC = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria social; tomECO = diferença entre a frequência relativa das palavras positivas e negativas da categoria econômica; atv = *proxy* para o tamanho da firma, mensurado por meio do logaritmo natural do ativo total ao final de cada ano (31/12); alav = alavancagem financeira da firma, mensurada a partir da razão entre o passivo oneroso médio e o valor de mercado médio; vol\_roa = volatilidade do retorno sobre o ativo nos três anos anteriores; cres = perspectiva de crescimento da firma, mensurada por meio da diferença entre a receita de vendas do ano corrente e do ano anterior, dividida pela receita de vendas do ano anterior. Entende-se por frequência relativa a razão entre a frequência total da categoria dividida pelo número de palavras do dicionário para a respectiva categoria. A variável setor foi omitida em razão da estimação por efeitos fixos. \*\*\* = estatisticamente significativo ao nível de 1%; \*\* = estatisticamente significativo ao nível de 5%; \* = estatisticamente significativo ao nível de 10%.

Fonte: elaboração própria.

Apesar disso, no que diz respeito às variáveis para as diferentes dimensões da RSC, os resultados foram equivalentes aos verificados quando as medidas agregadas de *disclosure* de RSC foram consideradas. Sendo assim, nos modelos cujas variáveis independentes de interesse foram a divulgação ambiental (Modelos 2 e 6), divulgação social (Modelos 3 e 7) e divulgação econômica (Modelos 4 e 8) os resultados também não possibilitaram inferências quanto aos impactos da divulgação no custo de capital, de modo que as hipóteses **H3b**, **H3c** e **H3d** não foram confirmadas ou refutadas.

A explicação para os achados não significativos pode estar na dificuldade em se mensurar o custo de capital. Embora Botosan e Plumlee (2005) apontem medidas associadas ao risco como *proxies* mais adequadas para o custo de capital, outros estudos, como Easton e Monahan (2005), propõem medidas baseadas nos retornos realizados. Além disso, percebe-se foco no custo de capital próprio, negligenciando o custo de capital de terceiros.

Por outro lado, a análise do tom da divulgação, tanto para as variáveis concernentes ao *disclosure* de RSC consolidado (Modelos 1 e 5) como para a dimensão ambiental da RSC (Modelos 2 e 6), demonstraram que a prevalência de expressões positivas nos relatórios implicam em reduções no custo de capital, permitindo assim a corroboração da hipótese **H3e**. Deve-se mencionar que Plumlee et al. (2015) chegaram a conclusões similares, tendo em vista que sua medida de divulgação ambiental não foi relevante para explicar o custo de capital, apesar de que os itens classificados como positivos (negativos) no seu índice de *disclosure* estiveram negativamente (positivamente) associados ao custo de capital.



Por fim, no que tange às variáveis de controle, a alavancagem financeira apresentou relação negativa e estatisticamente significativa com o custo de capital em todos os modelos, enquanto que o sinal observado para a volatilidade do retorno sobre o ativo foi o oposto.

Para a volatilidade do retorno sobre o ativo a explicação está no fato de tal medida está diretamente relacionada à avaliação do risco e, por isso, elevados níveis de volatilidade implicam em maior custo de capital (KONCHITCHKI et al., 2016). No caso da alavancagem, embora o esperado fosse uma associação positiva (GHOUL et al., 2011), os resultados encontrados se mostram aderentes à abordagem convencional da estrutura de capital, a qual pressupõe que a firma consegue minimizar seu custo total de capital a partir de proporções ótimas entre fontes de financiamento próprias e de terceiros (curva em formato de U do WACC).

#### 4.5 Mapeamento dos resultados

Diante dos resultados das Tabelas 6, 7 e 8, o Quadro 3 apresenta um resumo dos achados frente às hipóteses do trabalho.

QUADRO 3 – Resumo dos resultados

Hip.	Sinal Esp.	Variáv. Dep.	Variáv. Indep.	Sinal Obs.	Tabela
H1a	+	roa	discRSC	+	Tabela 6
H1b	+	roa	discAMB	+	Tabela 6
H1c	+	roa	discSOC	+	Tabela 6
H1d	+	roa	discECO	+	Tabela 6
H1e	+	roa	tomRSC	+	Tabela 6
H2a	+	vm (LN)	discRSC	∅	Tabela 7
H2b	+	vm (LN)	discAMB	+	Tabela 7
H2c	+	vm (LN)	discSOC	∅	Tabela 7
H2d	+	vm (LN)	discECO	∅	Tabela 7
H2e	+	vm (LN)	tomRSC	+	Tabela 7
H3a	-	wacc	discRSC	∅	Tabela 8
H3b	-	wacc	discAMB	∅	Tabela 8
H3c	-	wacc	discSOC	∅	Tabela 8
H3d	-	wacc	discECO	∅	Tabela 8
H3e	-	wacc	tomRSC	-	Tabela 8

Notas: + relação positiva significativa; - relação negativa significativa; ∅ relação não significativa.  
Fonte: elaboração própria.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As firmas têm sido pressionadas a adotar condutas socialmente responsáveis, as quais são sinalizadas ao seu público de interesse por meio de relatórios de RSC. Nunca antes esse tipo de reporte foi tão amplamente publicado pelas empresas como agora (KPMG, 2018). Assim, cabe à ciência contábil, até mesmo em razão de sua função social, abordar as demandas informacionais contemporâneas por parte dos *stakeholders* da firma, em que as palavras se mostram tão relevantes quanto os números. Com esta tese, tentou-se ampliar o debate sobre o assunto, a partir de um questionamento simples (“Divulgar o bem faz bem?”), apresentado logo de início no título do trabalho, mas que implica em resposta complexa.

Como forma de buscar uma resposta para a questão, este trabalho teve o objetivo de avaliar a relação entre o *disclosure* de responsabilidade social corporativa e o desempenho da firma, considerando as especificidades das dimensões ambiental, social e econômica da RSC, bem como o tom otimista ou pessimista da divulgação. Para isso, inicialmente, foi proposto um dicionário, inédito, para ser empregado com vistas à mensuração do *disclosure* de RSC, incluindo o tom adotado na publicação, o qual foi elaborado a partir da análise textual de 1.371 relatórios de RSC divulgados por 359 empresas no período de 2010 a 2018. Em um segundo momento, exclusivamente no que se refere à amostra final do estudo, foram analisados dados econômico-financeiros e 1.797 reportes corporativos de 219 empresas no período de 2010 a 2019, os quais totalizaram 1.270 observações empresa-ano.

Os resultados da pesquisa permitem afirmar que divulgar o bem, faz bem, desde que a publicação das informações de RSC estejam sujeitas a algumas condições. Isso porque observou-se que o tom da divulgação afeta a rentabilidade, valor de mercado e custo de capital. Os principais achados mostraram que as firmas cujos relatórios publicados apresentaram prevalência de tom otimista tiveram, em média, maiores índices de rentabilidade e valor de mercado, e menor custo de capital. Isso permite concluir que a divulgação voluntária de informações de RSC pode, a depender do tom adotado na publicação, trazer benefícios em termos econômicos, conforme supõe a teoria da discricionariedade do *disclosure* (DYE, 1985).

Não obstante, conforme argumentos expostos por Carroll e Shabana (2010), os achados evidenciados neste trabalho demonstram que o efeito no desempenho da firma não é homogêneo a partir dos diferentes tópicos que compõem a RSC. Por exemplo, verificou-se que a divulgação de informações ambientais explica variações na rentabilidade e valor de mercado, enquanto que a divulgação social e econômica se mostrou preditora apenas da rentabilidade.

Diante do exposto, entende-se que esta pesquisa, além de inovar no sentido de considerar a divulgação de RSC a partir dos seus diferentes tópicos subjacentes (ambiental, social e econômico) e do tom otimista ou pessimista empregado nos relatórios, também colabora ao estabelecer um precedente para que o *disclosure* de RSC não seja avaliado genericamente. Em outras palavras, as conclusões tiradas deste estudo sugerem que a simples observação da publicação ou não de determinado relatório não é suficiente para examinar a divulgação de RSC em profundidade, pois não possibilita identificar os diferentes efeitos que as informações ambientais, sociais e econômicas exercem nas medidas de desempenho da firma, nem mesmo o impacto proveniente das boas ou más notícias, especialmente pelo fato de que os diversos públicos de interesse da firma podem atribuir importância distinta aos temas evidenciados.

Outra inovação proporcionada por esta pesquisa à literatura sobre o tópico está na elaboração do dicionário utilizado para mensurar o *disclosure* de RSC. Até o desenvolvimento deste trabalho, não foi identificado um dicionário que pudesse ser aplicado para mensurar o nível e o tom da divulgação de RSC em relatórios corporativos. A partir de 2010, observou-se em estudos anteriores, desenvolvidos exclusivamente no exterior, o uso de dicionários para a avaliação do conteúdo publicado em relatórios econômico-financeiros (LOUGHRAN; MCDONALD, 2011), mas não com foco em aspectos socioambientais que incluíssem o tom da divulgação. No Brasil, não se tem conhecimento de trabalhos que propuseram ou aplicaram dicionários, ou mesmo listas de palavras, em pesquisas na área para tal fim. Ressalta-se que, a despeito das limitações que o procedimento está sujeito, não há outra alternativa para avaliar eficientemente o conteúdo textual de elevada quantidade de documentos, conforme foi feito aqui.

A pesquisa traz ainda implicações de ordem prática. Ao demonstrar que o tom do *disclosure* de RSC, sobretudo a prevalência de seu tom positivo, exerce efeito na rentabilidade, valor de mercado da firma e custo de capital, percebe-se que o público de interesse considera relevantes tais informações, pois as variações nessas métricas de desempenho podem ser, dentre outros motivos, oriundas de decisões de *stakeholders* que mantêm ou deixam de manter relações com a firma. Nesse sentido, espera-se que os achados possam subsidiar ações de órgãos reguladores e normatizadores com o objetivo de proteger investidores, ou mesmo outros *stakeholders*, do uso indevido do *disclosure* de RSC por parte das firmas, tais como adoção de tom da divulgação incompatível com a realidade e omissão de informações negativas nos reportes, bem como facilitar o acesso às informações mediante orientações e diretrizes para a publicação desses documentos.

No caso de investidores, os resultados fornecem contribuições na decisão de escolha das firmas para aplicação de seus recursos. A partir dos achados aqui apresentados, entende-se que os investidores, como forma de obter ganhos superiores, deveriam buscar por empresas que publiquem informações de RSC, cujo conteúdo dos reportes seja majoritariamente otimista. Diante da dificuldade em avaliar tais informações, em razão da extensão dos documentos e da quantidade de companhias para seleção, pequenos investidores ou investidores individuais podem, facilmente, identificar as perspectivas otimistas ou pessimistas referentes às atividades operacionais das firmas, evidenciadas em seus relatórios, por meio da aplicação do dicionário proposto neste estudo.

Em suma, conclui-se com esta tese que as firmas conseguem melhorar sua rentabilidade e valor de mercado, bem como reduzir o seu custo de capital, ao dar ênfase em aspectos positivos nos reportes corporativos. Portanto, foram corroborados estudos anteriores que avaliaram a natureza positiva ou negativa do *disclosure*, embora fora do contexto da RSC, tais como Loughran e McDonald (2011), Price et al. (2012), Davis et al. (2015), dentre outros. No que se refere ao tom da divulgação, porém para cada um dos tópicos da RSC observados individualmente, o tom da divulgação econômica foi aquele que demonstrou maior relevância em termos de impacto nas medidas para a rentabilidade e valor de mercado, enquanto que o tom da divulgação ambiental foi relevante nos modelos cujo desempenho foi mensurado pelo custo de capital.

A despeito dos avanços e contribuições, este trabalho está sujeito a limitações. Apesar de abordar os pilares ambiental, social e econômico da RSC, existem outros tópicos que a permeiam, tais como as perspectivas voluntária e dos *stakeholders* (CARROLL; SHABANA, 2010), os quais não foram aqui contemplados. Mesmo o desempenho da firma, por ser um conceito abrangente, está além de sua mensuração por meio da observação da rentabilidade, valor de mercado e custo de capital. Neste sentido, ao avaliar a relação entre *disclosure* de RSC e desempenho da firma, há que se ter em mente que o desempenho está limitado às medidas aqui consideradas, não permitindo que os achados se estendam a aspectos como eficiência organizacional, qualidade, inovação, entre outros.

Existem algumas limitações quanto à mensuração do *disclosure* de RSC. Ao utilizar a frequência de palavras nos relatórios para estimar o índice de divulgação, a variável não possibilita inferir a respeito de elementos qualitativos da informação publicada, como a compreensibilidade e concisão. Do mesmo modo, a classificação das palavras quanto à sua natureza, isto é, positiva, neutra ou negativa, não permite avaliar o contexto com que o termo foi utilizado, de modo que determinada palavra-chave com sentido negativo poderia ter sido

utilizada em um contexto positivo, a depender da totalidade da frase utilizada no reporte corporativo.

Por fim, recomenda-se que pesquisas futuras aprofundem a análise da divulgação de RSC a partir de outros padrões de publicação além do GRI, haja vista que, a depender do padrão adotado no relatório, informações adicionais podem ser divulgadas e, por consequência, afetar os resultados para a relação entre a divulgação de RSC e desempenho. Mesmo contemplando apenas o padrão GRI, avanços são factíveis por meio do exame minucioso das dimensões ambiental, social e econômica. Por exemplo, dentro da dimensão ambiental, os trabalhos futuros podem avaliar a divulgação de elementos como uso e destinação de materiais, energia ou emissão de poluentes, os quais não se consegue observar diretamente através de uma medida agregada para a divulgação ambiental, como a utilizada nesta pesquisa.

## REFERÊNCIAS

- ABU QA'DAN, M. B.; SUWAIDAN, M. S. Board composition, ownership structure and corporate social responsibility disclosure: the case of Jordan. **Social Responsibility Journal**, v. 15, n. 1, p. 28-46, 2019. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0225>
- ADEL, C.; HUSSAIN, M. M.; MOHAMED, E. K. A.; BASUONY, M. A. K. Is corporate governance relevant to the quality of corporate social responsibility disclosure in large European companies?. **International Journal of Accounting and Information Management**, v. 27, n. 2, p. 301-332, 2019. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-10-2017-0118>
- AGGARWAL, D.; PADHAN, P. C. Impact of capital structure on firm value: evidence from Indian Hospitality Industry. **Theoretical Economics Letters**, v. 7, n. 4, p. 982-1000, 2017. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067>
- AGGARWAL, P. Sustainability reporting and its impact on corporate financial performance: A literature review. **Indian Journal of Commerce and Management Studies**, v. 4, n. 3, p. 51, 2013.
- AHMED, A. H.; ELIWA, Y.; POWER, D. M. The impact of corporate social and environmental practices on the cost of equity capital: UK evidence. **International Journal of Accounting & Information Management**, 2019. <https://doi.org/10.1108/IJAIM-11-2017-0141>
- AL-DHAIMESH, O. H.; AL ZOBBI, M. K. The effect of sustainability accounting disclosures on financial performance: an empirical study on the Jordanian banking sector. **Banks and Bank Systems**, v. 14, n. 2, p. 1, 2019. [https://doi.org/10.21511/bbs.14\(2\).2019.01](https://doi.org/10.21511/bbs.14(2).2019.01)
- ALI, W.; FRYNAS, J. G.; MAHMOOD, Z. Determinants of Corporate Social Responsibility (CSR) Disclosure in Developed and Developing Countries: A Literature Review. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 24, n. 4, p. 273-294, 2017. <https://doi.org/10.1002/csr.1410>
- ALMEIDA-SANTOS, P. S.; VARGAS, A. J.; ALMEIDA, D. M.; LAVARDA, C. E. F. Nível de disclosure verde e a reputação corporativa ambiental das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 9, n. 18, p. 63-82, 2012. <https://doi.org/10.5007/2175-8069.2012v9n18p63>

AMIR, E.; LEV, B. Value-relevance of nonfinancial information: The wireless communications industry. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, n. 1, p. 3–30, 1996. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(96\)00430-2](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(96)00430-2)

ANIFOWOSE, M.; RASHID, H. M. A.; ANNUAR, H. A. Intellectual capital disclosure and corporate market value: does board diversity matter?. **Journal of Accounting in Emerging Economies**, 2017. <https://doi.org/10.1108/JAEE-06-2015-0048>

ARAÚJO, R. A. M.; LEITE FILHO, P. A. M. Reflexo do nível de agressividade fiscal sobre a rentabilidade de empresas listadas na B3 e NYSE. **Revista Universo Contábil**, v. 14, n. 4, p. 115-136, 2018. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i1.32926>

ARAÚJO, R. A. M.; SANTOS, L. M. S.; LEITE FILHO, P. A. M.; CÂMARA, R. P. B. Agressividade Fiscal: uma comparação entre empresas listadas na NYSE e BM&FBOVESPA1. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 37, n. 1, p. 39-54, 2018.

ARAÚJO, V. R. B. S.; MACHADO, M. R.; MACHADO, M. A. V. Disclosure econômico voluntário e liquidez acionária. In: Congresso ANPCONT, 10., 2016, Ribeirão Preto. **Anais eletrônicos...** Ribeirão Preto, 2016.

ASIMAKOPOULOS, I.; SAMITAS, A.; PAPADOOGONAS, T. Firm-specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data. **Managerial Finance**, v. 35, n. 11, p. 930-939, 2009. <https://doi.org/10.1108/03074350910993818>

ASSF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

B3. **Variação anual (R\$ / US\$)**. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoVariacaoAnual.aspx?Indice=IBOV&idioma=pt-br>. Acesso em: abr., 2020.

BACEN. **Dados diários**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/SELIC/SELICdiarios.asp?frame=1>. Acesso em: abr., 2020.

BACEN. **Relatório de Cidadania Financeira 2018**. BACEN. Brasília, 2018. Disponível em: [www.bcb.gov.br/Nor/releidfin/docs/Relatorio\\_Cidadania\\_Financeira.pdf](http://www.bcb.gov.br/Nor/releidfin/docs/Relatorio_Cidadania_Financeira.pdf).

BALABANIS, G.; PHILLIPS, H. C.; LYALL, J. Corporate social responsibility and economic performance in the top British companies: are they linked? **European Business Review**, v. 98, n. 1, p. 25–44, 1998. <https://doi.org/10.1108/09555349810195529>

BALAKRISHNAN, K.; BILLINGS, M. B.; KELLY, B.; LJUNGQVIST, A. Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 5, p. 2237–2278, 2014. <https://doi.org/10.1111/jofi.12180>

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 159–177, 1968. <https://doi.org/10.2307/2490232>

BARNEA, A.; RUBIN, A. Corporate social responsibility as a conflict between shareholders. **Journal of Business Ethics**, v. 97, n. 1, p. 71-86, 2010. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0496-z>

BEALE, E. M. L.; LITTLE, R. J. A. Missing values in multivariate analysis. **Journal of the Royal Statistical Society**, v. 37, n. 1, p. 129-145, 1975. <https://doi.org/10.1111/j.2517-6161.1975.tb01037.x>

BEAVER, W. The information content of annual earnings announcements. **Journal of Accounting Research**, v. 6, p. 67-92, 1968. <https://doi.org/10.2307/2490070>

BEUREN, I. M.; GUBIANI, C. A.; SOARES, M. Estratégias de legitimidade de Suchman evidenciadas nos relatórios da administração de empresas públicas do setor elétrico. **Revista de Administração Pública**, v. 47, n. 4, p. 849-876, 2013. <https://doi.org/10.1590/S0034-76122013000400003>

BIDHARI, S. C.; SALIM, U.; AISJAH, S. Effect of corporate social responsibility information disclosure on financial performance and firm value in banking industry listed at Indonesia stock exchange. **European Journal of Business and Management**, v. 5, n. 18, p. 39-46, 2013.

BORGES JUNIOR, D. M. Relatório de Sustentabilidade e Desempenho das Firms Brasileiras de Capital Aberto. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 18, n. 1, p. 1-13, 2019. <https://doi.org/10.16930/2237-766220192779>

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



BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A. Assessing alternative proxies for the expected risk premium. **The Accounting Review**, v. 80, n. 1, p. 21-53, 2005. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.1.21>

BOUBAKRI, N.; GUEDHAMI, O.; MISHRA, D.; SAFFAR, W. Political connections and the cost of equity capital. **Journal of Corporate Finance**, v. 18, n. 3, p. 541-559, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2012.02.005>

BOZZOLAN, S.; O'REGAN, P.; RICCERI. Intellectual capital disclosure (ICD). **Journal of Human Resource Costing & Accounting**, v. 10, n. 2, p. 92-113, 2006. <https://doi.org/10.1108/14013380610703111>

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília, DF: Senado Federal, 1988.

BRASIL. Lei nº 12.651, de 25 de maio de 2012. Dispõe sobre a proteção da vegetação nativa; altera as Leis nºs 6.938, de 31 de agosto de 1981, 9.393, de 19 de dezembro de 1996, e 11.428, de 22 de dezembro de 2006; revoga as Leis nºs 4.771, de 15 de setembro de 1965, e 7.754, de 14 de abril de 1989, e a Medida Provisória nº 2.166-67, de 24 de agosto de 2001; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 28 mai. 2012.

BURGWAL, D.; VIEIRA, R. J. O. Determinantes da divulgação ambiental em companhias abertas holandesas. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 25, n. 64, p. 60–78, 2014. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000100006>

BURHAN, A. H. N.; RAHMANTI, W. The impact of sustainability reporting on company performance. **Journal of Economics, Business, and Accountancy Ventura**, v. 15, n. 2, p. 257-272, 2012. <https://doi.org/10.14414/jebav.v15i2.79>

BURRELL, G.; MORGAN, G. **Sociological paradigms and organisational analysis: Elements of the sociology of corporate life**. 1979.

CAHAN, S. F.; VILLIERS, C. DE; JETER, D. C.; NAIKER, V.; STADEN, C. J. VAN. Are CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence. **European Accounting Review**, v. 25, n. 3, p. 579–611, 2016. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1064009>

CALIXTO, L. A divulgação de relatórios de sustentabilidade na América Latina: um estudo comparativo. **Revista de Administração - RAUSP**, v. 48, n. 4, p. 828–842, 2013. <https://doi.org/10.5700/rausp1124>

CAO, S.; FANG, V. W.; LEI, L. G. **Negative Peer Disclosure**. Available at SSRN 3413317, 2020. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3413317>

CARDOSO, V. I. C.; DE LUCA, M. M. M.; GALLON, A. V. Reputação corporativa e o disclosure socioambiental de empresas brasileiras. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 17, n. 2, 2014.

CARÈ, R.; FORGIONE, A. F. Assessing the Relationship Between Environmental Performance and Banks' Performance: Preliminary Evidence. In: **Socially Responsible Investments**. Palgrave Pivot: Cham, 2019. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-05014-6\\_4](https://doi.org/10.1007/978-3-030-05014-6_4)

CARROLL, A. B. Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. **Business & Society**, v. 38, n. 3, p. 268-295, 1999. <https://doi.org/10.1177/000765039903800303>

CARROLL, A. B.; SHABANA, K. M. The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. **International Journal of Management Reviews**, v. 12, n. 1, p. 85-105, 2010. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00275.x>

CHAPPLE, W.; MOON, J. Corporate Social Responsibility (CSR) in Asia: A Seven-Country Study of CSR Web Site Reporting. **Business & Society**, v. 44, n. 4, p. 415–441, 2005. <https://doi.org/10.1177/0007650305281658>

CHEN, Y. C.; HUNG, M.; WANG, Y. The effect of mandatory CSR disclosure on firm profitability and social externalities: Evidence from China. **Journal of Accounting and Economics**, v. 65, n. 1, p. 169–190, 2018. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2017.11.009>

CLARKSON, P. M.; FANG, X.; LI, Y.; RICHARDSON, G. The relevance of environmental disclosures: Are such disclosures incrementally informative? **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 5, p. 410–431, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.06.008>

CONCEIÇÃO, S. H. DA; DOURADO, G.; BAQUEIRO, A.; FREIRE, S.; BRITO, P. Fatores determinantes no disclosure em Responsabilidade Social Corporativa (RSC): um estudo

qualitativo e quantitativo com empresas listadas na Bovespa. **Gestão & Produção**, v. 18, n. 3, p. 461–472, 2011. <https://doi.org/10.1590/S0104-530X2011000300002>

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. Reading, MA: Addison-Wesley, 1988.

CORMIER, D.; LEDOUX, M.; MAGNAN, M. The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. **Management Decision**, v. 49, n. 8, p. 1276–1304, 2011. <https://doi.org/10.1108/00251741111163124>

CORMIER, D.; MAGNAN, M. Corporate environmental disclosure strategies: determinants, costs and benefits. **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, v. 14, n. 4, p. 429-451, 1999. <https://doi.org/10.1177/0148558X9901400403>

CRISÓSTOMO, V. L.; FORTE, H. C.; PRUDÊNCIO, P. A. Uma análise da adesão de organizações brasileiras à GRI como método de divulgação de informações de responsabilidade social corporativa. **Revista Ambiente Contábil**, v. 12, n. 2, p. 47-73, 2020. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2020v12n2ID19005>

CROTTY, M. **The foundations of social research: Meaning and perspective in the research process**. Sage, 1998.

DAMODARAN, A. **Measuring company exposure to country risk: theory and practice**. SSRN 889388, 2003.

DAVIS, A. K.; GE, W.; MATSUMOTO, D.; ZHANG, J. L. The effect of manager-specific optimism on the tone of earnings conference calls. **Review of Accounting Studies**, v. 20, n. 2, p. 639-673, 2015. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9309-4>

DAVIS, A. K.; PIGER, J. M.; SEDOR, L. M. Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 3, p. 845-868, 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>

DAVIS, A. K.; SWEET, I. T. Managers' use of language across alternative disclosure outlets: earnings press releases versus MD&A. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 3, p. 804-837, 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x>

DE KLERK, M.; DE VILLIERS, C.; VAN STADEN, C. The influence of corporate social

responsibility disclosure on share prices: Evidence from the United Kingdom. **Pacific Accounting Review**, v. 27, n. 2, p. 208-228, 2015. <https://doi.org/10.1108/PAR-05-2013-0047>

DEBORTOLI, S.; MULLER, O.; BROCKE, J. V. Comparing business intelligence and big data skills. **Business & Information Systems Engineering**, v. 6, n. 5, p. 289-300, 2014. <https://doi.org/10.1007/s12599-014-0344-2>

DEGENHART, L.; MAZZUCO, M. S. A.; KLANN, R. C. Relevância das Informações Contábeis e a Responsabilidade Social Corporativa de Empresas Brasileiras. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 14, n. 3, p. 157–168, 2017. <https://doi.org/10.4013/base.2017.143.01>

DÉJEAN, F.; MARTINEZ, I. Environmental disclosure and the cost of equity: the French case. **Accounting in Europe**, v. 6, n. 1, p. 57-80, 2009. <https://doi.org/10.1080/17449480902896403>

DEL GAUDIO, B. L.; MEGARAVALLI, A. V.; SAMPAGNARO, G.; VERDOLIVA, V. Mandatory disclosure tone and bank risk-taking: Evidence from Europe. **Economics Letters**, v. 186, 2020. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2019.108531>

DELAI, I.; TAKAHASHI, S. Corporate sustainability in emerging markets: insights from the practices reported by the Brazilian retailers. **Journal of Cleaner Production**, v. 47, p. 211-221, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2012.12.029>

DENG, Q.; HINE, M.; JI, S.; SUR, S. Building an environmental sustainability dictionary for the IT industry. In: **Proceedings of the 50th Hawaii International Conference on System Sciences**. 2017. <https://doi.org/10.24251/HICSS.2017.112>

DHALIWAL, D. S.; LI, O. Z.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Voluntary Nonfinancial Disclosure and the Cost of Equity Capital: The Initiation of Corporate Social Responsibility Reporting. **The Accounting Review**, v. 86, n. 1, p. 59–100, 2011. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>

DHALIWAL, D. S.; RADHAKRISHNAN, S.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Nonfinancial Disclosure and Analyst Forecast Accuracy: International Evidence on Corporate Social Responsibility Disclosure. **The Accounting Review**, v. 87, n. 3, p. 723-759, 2012. <https://doi.org/10.2308/accr-10218>

DHALIWAL, D.; LI, O. Z.; TSANG, A.; YANG, Y. G. Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 33, n. 4, p. 328–355, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006>

DICTION. **Diction:** The Text-analysis Program. Disponível em: <https://www.dictionsoftware.com/>. Acesso em: 14 de mar. de 2020.

DU, S.; YU, K. Do Corporate Social Responsibility Reports Convey Value Relevant Information? Evidence from Report Readability and Tone. **Journal of Business Ethics**, p. 1-22, 2020. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04496-3>

DYE, R. A. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00024-6](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00024-6)

DYE, R. A. Disclosure of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p. 123–145, 1985. <https://doi.org/10.2307/2490910>

EASTON, P. D.; MONAHAN, S. J. An evaluation of accounting-based measures of expected returns. **The Accounting Review**, v. 80, n. 2, p. 501-538, 2005. <https://doi.org/10.2308/accr.2005.80.2.501>

EINHORN, E. The nature of the interaction between mandatory and voluntary disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 43, n. 4, p. 593-621, 2005. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2005.00183.x>

ELSHANDIDY, T.; FRASER, I.; HUSSAINEY, K. Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies. **International Review of Financial Analysis**, v. 30, p. 320-333, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.010>

ENDRIKAT, J.; GUENTHER, E.; HOPPE, H. Making sense of conflicting empirical findings: A meta-analytic review of the relationship between corporate environmental and financial performance. **European Management Journal**, v. 32, n. 5, p. 735-751, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2013.12.004>

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1970.tb00518.x>

FAMA, E. F. Efficient capital markets: II. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5), p. 1575-1617, 1991. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>

FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. The capital asset pricing model: Theory and evidence. **Journal of Economic Perspectives**, v. 18, n. 3, p. 25-46, 2004. <https://doi.org/10.1257/0895330042162430>

FAMA, E.; FRENCH, K. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. **Journal of Financial Economics**, v. 33, n. 1, p. 3-56, 1993. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(93\)90023-5](https://doi.org/10.1016/0304-405X(93)90023-5)

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Elsevier Brasil, 2017.

FIJAŁKOWSKA, J.; ZYZNARSKA-DWORCZAK, B.; GARSZTKA, P. Corporate social-environmental performance versus financial performance of banks in Central and Eastern European countries. **Sustainability**, v. 10, n. 3, p. 772, 2018. <https://doi.org/10.3390/su10030772>

FORTANIER, F.; KOLK, A.; PINKSE, J. Harmonization in CSR Reporting. **Management International Review**, v. 51, n. 5, p. 665, 2011. <https://doi.org/10.1007/s11575-011-0089-9>

FRANCIS, J.; NANDA, D.; OLSSON, P. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 1, p. 53–99, 2008. <https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x>

FRIEDMAN, M. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. **New York Times Magazine**, pp. 32-33, 1970.

GALVÃO, A.; BRESSAN, A. A.; CAMPOS, B. **Finanças Corporativas: teoria e prática empresarial no Brasil**. Elsevier, 2008.

GAMERSCHLAG, R.; MOELLER, K.; VERBEETEN, F. Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. **Review of Managerial Science**, v. 5, n. 3, p. 233–262, 2011. <https://doi.org/10.1007/s11846-010-0052-3>

GAO, F.; DONG, Y.; NI, C.; FU, R. Determinants and Economic Consequences of Non-financial Disclosure Quality. **European Accounting Review**, v. 25, n. 2, p. 287–317, 2016. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1013049>

GHOUL, S. E.; GUEDHAMI, O.; KWOK, C. C.; MISHRA, D. R. Does corporate social responsibility affect the cost of capital?. **Journal of Banking & Finance**, v. 35, n. 9, p. 2388-2406, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.02.007>

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 6. ed. Editora Atlas SA, 2008.

GONÇALVES, R. D. S.; MEDEIROS, O. R. D.; 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. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772013000200003>

GONÇALVES, R. S.; BARBOSA, N. M.; BARROSO, C. R.; MEDEIROS, O. R. Social disclosure e retornos anormais: um estudo de eventos em empresas brasileiras abertas no período de 2005 a 2012. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 9, n. 24, 56-70, 2015. <https://doi.org/10.11606/rco.v9i24.81136>

GRI. **Global Reporting Initiative Sustainability Reporting Standards**. Global Reporting Initiative, 2018.

GRIFFIN, P. A.; SUN, Y. Going green: Market reaction to CSRwire news releases. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 2, p. 93-113, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2013.02.002>

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Amgh Editora, 2011.

HASSAN, O. A. G.; MARSTON, C. Corporate Financial Disclosure Measurement in the Empirical Accounting Literature: A Review Article. **The International Journal of Accounting**, v. 54, n. 2, 2019. <https://doi.org/10.1142/S1094406019500069>

HAWN, O.; CHATTERJI, A. K.; MITCHELL, W. Do investors actually value sustainability? New evidence from investor reactions to the Dow Jones Sustainability Index (DJSI). **Strategic Management Journal**, v. 39, n. 4, p. 949-976, 2018. <https://doi.org/10.1002/smj.2752>

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting & Economics**, v. 31, n. 3, p. 405–440, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)

HEALY, P.; SERAFEIM, G.; SRINIVASAN, S.; YU, G. Market competition, earnings management, and persistence in accounting profitability around the world. **Review of Accounting Studies**, v. 19, n. 4, p. 1281-1308, 2014. <https://doi.org/10.1007/s11142-014-9277-8>

HEDBERG, C. J.; MALMBORG, F. von. The Global Reporting Initiative and Corporate Sustainability Reporting in Swedish companies. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 10, n. 3, p. 153-164, 2003. <https://doi.org/10.1002/csr.38>

HENRY, E. Are investors influenced by how earnings press releases are written?. **Journal of Business Communication**, v. 45, n. 4, p. 363-407, 2008. <https://doi.org/10.1177/0021943608319388>

HENRY, E.; LEONE, A. J. Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. **The Accounting Review**, v. 91, n. 1, p. 153-178, 2016. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>

HUANG, C. L.; KUNG, F. H. Drivers of environmental disclosure and stakeholder expectation: Evidence from Taiwan. **Journal of Business Ethics**, v. 96, n. 3, p. 435-451, 2010. <https://doi.org/10.1007/s10551-010-0476-3>

HUANG, X.; TEOH, S. H.; ZHANG, Y. Tone management. **The Accounting Review**, v. 89, n. 3, p. 1083-1113, 2014. <https://doi.org/10.2308/accr-50684>

HUSSER, J.; EVRAERT-BARDINET, F. The effect of social and environmental disclosure on companies' market value. **Management International**, v. 19, n. 1, p. 61-84, 2014. <https://doi.org/10.7202/1028490ar>

IATRIDIS, G. E. Environmental disclosure quality: Evidence on environmental performance, corporate governance and value relevance. **Emerging Markets Review**, v. 14, n. 1, p. 55-75, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2012.11.003>

ILMI, M.; KUSTONO, A. S.; SAYEKTI, Y. Effect of Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Managerial Ownership to the Corporate Value with



Financial Performance as Intervening Variables: Case on Indonesia Stock Exchange. **International Journal of Social Science and Business**, v. 1, n. 2, p. 75-88, 2017.

INOUE, Y.; LEE, S. Effects of different dimensions of corporate social responsibility on corporate financial performance in tourism-related industries. **Tourism Management**, v. 32, n. 4, p. 790-804, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.tourman.2010.06.019>

KAMATRA, N.; KARTIKANINGDYAH, E. Effect corporate social responsibility on financial performance. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 5, n. 1S, p. 157-164, 2015.

KIM, J. W.; SHI, Y. Voluntary disclosure and the cost of equity capital: Evidence from management earnings forecasts. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 30, n. 4, p. 348-366, 2011. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2011.03.001>

KIM, Y. B.; AN, H. T.; KIM, J. D. The effect of carbon risk on the cost of equity capital. **Journal of Cleaner Production**, v. 93, p. 279-287, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2015.01.006>

KONCHITCHKI, Y.; LUO, Y.; MA, M. L.; WU, F. Accounting-based downside risk, cost of capital, and the macroeconomy. **Review of Accounting Studies**, v. 21, n. 1, p. 1-36, 2016. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9338-7>

KPMG. **The KPMG Survey of Corporate Responsibility Reporting 2017**. 2018. Disponível em: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2017/10/kpmg-survey-of-corporate-responsibility-reporting-2017.pdf>.

LAVINAS, L. How social developmentalism reframed social policy in Brazil. **New Political Economy**, v. 22, n. 6, p. 628-644, 2017. <https://doi.org/10.1080/13563467.2017.1297392>

LESAGE, C.; WECHTLER, H. An inductive typology of auditing research. **Contemporary Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 487-504, 2012. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01111.x>

LI, Q.; LUO, W.; WANG, Y.; WU, L. Firm performance, corporate ownership, and corporate social responsibility disclosure in China. **Business Ethics: A European Review**, v. 22, n. 2, p. 159-173, 2013. <https://doi.org/10.1111/beer.12013>

LI, S.; LIU, C. Quality of Corporate Social Responsibility Disclosure and Cost of Equity Capital: Lessons from China. **Emerging Markets Finance and Trade**, v. 54, n. 11, p. 2472–2494, 2018. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1443441>

LI, Y.; FOO, C. T.. A sociological theory of corporate finance: societal responsibility and cost of equity in China. **Chinese Management Studies**, v. 9, n. 3, p. 269-294, 2015. <https://doi.org/10.1108/CMS-12-2014-0232>

LIPUNGA, A. M. Determinants of profitability of listed commercial banks in developing countries: Evidence from Malawi. **Research Journal of Finance and Accounting**, v. 5, n. 6, p. 41-49, 2014.

LOUGHRAN, T.; MCDONALD, B. Textual Analysis in Accounting and Finance: A Survey. **Journal of Accounting Research**, v. 54, n. 4, p. 1187-1230, 2016. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12123>

LOUGHRAN, T.; MCDONALD, B. When is a liability not a liability? Textual analysis, dictionaries, and 10-Ks. **The Journal of Finance**, v. 66, n. 1, p. 35-65, 2011. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2010.01625.x>

LOURENÇO, I. C.; BRANCO, M. C. Determinants of corporate sustainability performance in emerging markets: the Brazilian case. **Journal of Cleaner Production**, v. 57, p. 134–141, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2013.06.013>

LUO, Q.; LI, H.; ZHANG, B. Financing constraints and the cost of equity: Evidence on the moral hazard of the controlling shareholder. **International Review of Economics & Finance**, v. 36, p. 99-106, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.010>

MARCONI, M. DE A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de Metodologia Científica**. Atlas São Paulo, 2003.

MARSAT, S.; WILLIAMS, B. CSR and market valuation: International evidence. In: **International Conference of the French Finance Association (AFFI)**. 2011. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1833581>

MERKLEY, K. J. Narrative disclosure and earnings performance: Evidence from R&D disclosures. **The Accounting Review**, v. 89, n. 2, p. 725-757, 2014. <https://doi.org/10.2308/accr-50649>

MICAH, L. C.; OFURUM, C. O.; IHENDINIHU, J. U. Firms financial performance and human resource accounting disclosure in Nigeria. **International Journal of Business and Management**, v. 7, n. 14, p. 67, 2012. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v7n14p67>

MICHAELS, A.; GRÜNING, M. Relationship of corporate social responsibility disclosure on information asymmetry and the cost of capital. **Journal of Management Control**, v. 28, n. 3, p. 251-274, 2017. <https://doi.org/10.1007/s00187-017-0251-z>

MILANI, B.; CERETTA, P. S. Tamanho e rentabilidade dos fundos brasileiros de investimento em ações. **Revista Alcance**, v. 19, n. 4, p. 461-475, 2012.

MITTELBACH-HOERMANSER, S.; HUMMEL, K.; RAMMERSTORFER, M. Information Content of Corporate Social Responsibility Disclosures in Europe: An Institutional Perspective. **Working paper**. Available at SSRN 3365521, 2019. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3365521>

MORAES, M. A.; NASSAR, A. M.; MOURA, P.; LEAL, R. L.; CORTEZ, L. A. B. Jet biofuels in Brazil: Sustainability challenges. **Renewable and Sustainable Energy Reviews**, v. 40, n. 1, p. 716-726, 2014. <https://doi.org/10.1016/j.rser.2014.07.210>

MORAVCIKOVA, K.; STEFANIKOVA, L.; RYPAKOVA, M. CSR Reporting as an Important Tool of CSR Communication. **Procedia Economics and Finance**, v. 26, p. 332-338, 2015. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)00861-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)00861-8)

MUKWARAMI, S.; NYIRENDA, G.; FAKOYA, M. B. Governance of corporate social responsibility and return on assets in the South African mining firms. **African Journal of Public Affairs**, v. 9, n. 5, p. 136-153, 2017.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Discretionary-based disclosure: Evidence from the Brazilian market. **BAR-Brazilian Administration Review**, v. 9, n. 1, p. 88-109, 2012. <https://doi.org/10.1590/S1807-76922012000100006>

MUTTAKIN, M. B.; SUBRAMANIAM, N. Firm ownership and board characteristics.

**Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, v. 6, n. 2, 2015.  
<https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2013-0042>

NAGAR, V.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. Discretionary disclosure and stock-based incentives. **Journal of Accounting and Economics**, v. 34, n. 1-3, p. 283-309, 2003.  
[https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00075-7](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00075-7)

NAHAR, S.; AZIM, M.; JUBB, C. A. Risk disclosure, cost of capital and bank performance. **International Journal of Accounting & Information Management**, 2016.  
<https://doi.org/10.1108/IJAIM-02-2016-0016>

NEKHILI, M.; NAGATI, H.; CHTIOUI, T.; REBOLLEDO, C. Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. **Journal of Business Research**, v. 77, p. 41–52, 2017. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>

OUSAMA, A. A.; AL-MUTAIRI, M. T.; FATIMA, A. H. The relationship between intellectual capital information and firms' market value: a study from an emerging economy. **Measuring Business Excellence**, v. 24, n. 1, p. 39-51, 2020. <https://doi.org/10.1108/MBE-01-2019-0002>

PARLAMENTO EUROPEU E O CONSELHO DA UNIÃO EUROPEIA. Diretiva 2014/95/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 22 de outubro de 2014. Altera a Diretiva 2013/34/EU no que se refere à divulgação de informações não financeiras e de informações sobre a diversidade por parte de certas grandes empresas e grupos. **Jornal Oficial da União Europeia**, Estrasburgo, FR, 22 de out. 2014.

PATTITONI, P.; PETRACCI, B.; SPISNI, M. Determinants of profitability in the EU-15 area. **Applied Financial Economics**, v. 24, n. 11, p. 763-775, 2014.  
<https://doi.org/10.1080/09603107.2014.904488>

PEREIRA, A.; STOCKER, F.; MASCENA, K.; BOAVENTURA, J. Corporate Social Performance and Financial Performance in Brazilian Companies: Analysis of the Influence of Disclosure. **Brazilian Business Review**, Ahead of print, 2020.

PLUMLEE, M.; BROWN, D.; HAYES, R. M.; MARSHALL, R. S. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. **Journal of Accounting And Public Policy**, v. 34, n. 4, p. 336–361, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>

PRICE, S. M.; DORAN, J. S.; PETERSON, D. R.; BLISS, B. A. Earnings conference calls and stock returns: The incremental informativeness of textual tone. **Journal of Banking & Finance**, v. 36, n. 4, p. 992-1011, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2011.10.013>

QIU, Y.; SHAUKAT, A.; THARYAN, R. Environmental and social disclosures: Link with corporate financial performance. **The British Accounting Review**, v. 48, n. 1, p. 102-116, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2014.10.007>

REVERTE, C. Corporate social responsibility disclosure and market valuation: evidence from Spanish listed firms. **Review of Managerial Science**, v. 10, n. 2, p. 411-435, 2016. <https://doi.org/10.1007/s11846-014-0151-7>

REVERTE, C. The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 19, n. 5, p. 253-272, 2012. <https://doi.org/10.1002/csr.273>

RICHARDSON, A. J.; WELKER, M. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. **Accounting Organizations and Society**, v. 26, n. 7-8, p. 597-616, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0361-3682\(01\)00025-3](https://doi.org/10.1016/S0361-3682(01)00025-3)

ROGERS, J. L.; BUSKIRK, A. V.; ZECHMAN, S. L. C. Disclosure tone and shareholder litigation. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 2155-2183, 2011. <https://doi.org/10.2308/accr-10137>

ROGERS, J. L.; VAN BUSKIRK, A.; ZECHMAN, S. L. C. Disclosure tone and shareholder litigation. **The Accounting Review**, v. 86, n. 6, p. 2155-2183, 2011. <https://doi.org/10.2308/accr-10137>

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J.; LAMB, R. **Administração financeira**. AMGH Editora, 2015.

RUF, B. M.; MURALIDHAR, K.; BROWN, R. M.; JANNEY, J. J.; PAUL, K. An Empirical Investigation of the Relationship Between Change in Corporate Social Performance and Financial Performance: A Stakeholder Theory Perspective. **Journal of Business Ethics**, v. 32, n. 2, p. 143-156, 2001. <https://doi.org/10.1023/A:1010786912118>

SÁNCHEZ, P. E.; BENITO-HERNÁNDEZ, S. CSR policies: effects on labour productivity in Spanish micro and small manufacturing companies. **Journal of Business Ethics**, v. 128, n. 4, p. 705-724, 2015. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1982-x>

SANVICENTE, A. Z. Relevância de prêmio por risco país no custo de capital das empresas. **Revista de Administração Contemporânea**, Edição Especial, p. 38-52, 2015. <https://doi.org/10.1590/1982-7849rac2015140097>

SARUMPAET, S.; NELWAN, M. L.; DEWI, D. N. The value relevance of environmental performance: evidence from Indonesia. **Social Responsibility Journal**, v. 13, n. 4, p. 817–827, 2017. <https://doi.org/10.1108/SRJ-01-2017-0003>

SHAD, M. K.; LAI, F. W.; SHAMIM, A.; MCSHANE, M. The efficacy of sustainability reporting towards cost of debt and equity reduction. **Environmental Science and Pollution Research**, p. 1-12, 2020.

SILVA, E. L. DA; MENEZES, E. M. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 3. ed. 2001.

SILVA, V. P.; MUNTASER, J. G. S. Impacto do Disclosure no Risco e no Valor das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Management in Perspective**, v. 1, n. 1, p. 34-58, 2020. <https://doi.org/10.14393/MIP-v1n1-2020-46836>

SOARES, M. O.; TEIXEIRA, C. E. P.; BEZERRA, L. E. A.; ROSSI, S.; TAVARES, T.; CAVALCANTE, R. M. Brazil oil spill response: Time for coordination. **Science**, v. 367, n. 6474, p. 155-155, 2020.

SU, W.; PENG, M. W.; TAN, W.; CHEUNG, Y. L. The signaling effect of corporate social responsibility in emerging economies. **Journal of Business Ethics**, v. 134, n. 3, p. 479-491, 2016. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2404-4>

SUBANIDJA, S.; RAJASA, A.; SUHARTO, E.; ATMANTO, J. D. The determinants of firm value: The role of earnings management and good corporate governance. **Corporate Ownership and Control**, v. 13, n. 4, p. 609-615, 2016. <https://doi.org/10.22495/cocv13i4c4p10>

SUMARDANI, E. S.; HANDAYANI, R. S. The effect of risk disclosure on the cost of equity capital and firm value. **The Indonesian Accounting Review**, v. 9, n. 2, 2019. <https://doi.org/10.14414/tiar.v9i2.1715>

SUTANTOPUTRA, A. W. Social disclosure rating system for assessing firms' CSR reports. **Corporate Communications: An International Journal**, v. 14, n. 1, p. 34–48, 2009. <https://doi.org/10.1108/13563280910931063>

TADROS, H.; MAGNAN, M. How does environmental performance map into environmental disclosure?. **Sustainability Accounting, Management and Policy Journal**, 2019. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-05-2018-0125>

TAYLOR, J.; VITHAYATHIL, J.; YIM, D. Are corporate social responsibility (CSR) initiatives such as sustainable development and environmental policies value enhancing or window dressing? **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, v. 25, n. 5, p. 971–980, 2018. <https://doi.org/10.1002/csr.1513>

TETLOCK, P. C.; SAAR-TSECHANSKY, M.; MACSKASSY, S. More than words: Quantifying language to measure firms' fundamentals. **The Journal of Finance**, v. 63, n. 3, p. 1437-1467, 2008. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01362.x>

THOMPSON, F.; OLIVEIRA, B. C.; CORDEIRO, M. C.; MASI, B. P.; RANGEL, T. P.; PAZ, P., FREITAS, T.; LOPES, G.; SILVA, B. S.; CABRAL, A. S.; SOARES, M.; LACERDA, D.; VERGILIO, C. S.; FERREIRA, M. L.; LIMA, C.; THOMPSON, C.; REZENDE, C. E. Severe impacts of the Brumadinho dam failure (Minas Gerais, Brazil) on the water quality of the Paraopeba River. **Science of the Total Environment**, v. 705, n. 1, 2020. <https://doi.org/10.1016/j.scitotenv.2019.135914>

TILT, C. A. Making social and environmental accounting research relevant in developing countries: a matter of context?. **Social and Environmental Accountability Journal**, v. 38, n. 2, p. 145-150, 2018. <https://doi.org/10.1080/0969160X.2018.1489296>

TORUGSA, N. A.; O'DONOHUE, W.; HECKER, R. Proactive CSR: An empirical analysis of the role of its economic, social and environmental dimensions on the association between capabilities and performance. **Journal of Business Ethics**, v. 115, n. 2, p. 383-402, 2013. <https://doi.org/10.1007/s10551-012-1405-4>

TRIERWEILLER, A. C.; PEIXE, B. C. S.; TEZZA, R.; BORNIA, A. C.; CAMPOS, L. M. S. Measuring environmental management disclosure in industries in Brazil with Item Response Theory. **Journal of Cleaner Production**, v. 47, p. 298-305, 2013. <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2012.10.025>

VERBEETEN, F. H. M.; GAMERSCHLAG, R.; MÖLLER, K. Are CSR disclosures relevant for investors? Empirical evidence from Germany. **Management Decision**, v. 54, n. 6, p. 1359-1382, 2016. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2015-0345>

VERRECCHIA, R. E. Discretionary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 179–194, 1983. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

VIRTANIA, L. O.; SIREGAR, S. V. The Effect of Environmental Disclosure on Cost of Equity. In: R. Balqiah, TE and Kusumastuti (Org.); Proceedings of The International Conference on Business and Management Research (ICBMR-17). **Anais... AEBMR-Advances in Economics Business and Management Research**. v. 36, p. 95–104, 2017. <https://doi.org/10.2991/icbmr-17.2017.9>

VITALIANO, D. F. Corporate social responsibility and labor turnover. **Corporate Governance**, v. 10, n. 5, p. 563-573, 2010. <https://doi.org/10.1108/14720701011085544>

WANG, J. C. Investigating market value and intellectual capital for S&P 500. **Journal of Intellectual Capital**, v. 9, n. 4, p. 546-563, 2008. <https://doi.org/10.1108/14691930810913159>

WASARA, T. M.; GANDA, F. The Relationship between Corporate Sustainability Disclosure and Firm Financial Performance in Johannesburg Stock Exchange (JSE) Listed Mining Companies. **Sustainability**, v. 11, n. 16, p. 1-23, 2019. <https://doi.org/10.3390/su11164496>

WEBER, J. L. Corporate social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 16, n. 4, p. 694–724, 2018.

WEBER, R. P. Measurement models for content analysis. **Quality and Quantity**, v. 17, n. 2, p. 127-149, 1983. <https://doi.org/10.1007/BF00143616>



WISNIEWSKI, T. P.; YEKINI, L. S. Stock market returns and the content of annual report narratives. **Accounting Forum**, v. 39, n. 4, p. 281-294, 2015. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2015.09.001>

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria**. São Paulo: Thomson Learning, 2006.

XU, S.; LIU, D. Do financial markets care about corporate social responsibility disclosure? Further evidence from China. **Australian Accounting Review**, v. 28, n. 1, p. 79-103, 2018. <https://doi.org/10.1111/auar.12161>

XU, X. D.; ZENG, S. X.; TAM, C. M. Stock market's reaction to disclosure of environmental violations: evidence from China. **Journal of Business Ethics**, v. 107, n. 2, p. 227-237, 2012. <https://doi.org/10.1007/s10551-011-1035-2>

YANG, H. I. Capital market consequences of managers' voluntary disclosure styles. **Journal of Accounting and Economics**, v. 53, n. 1-2, p. 167-184, 2012. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2011.08.003>

YAO, S.; LIANG, H. Analyst Following, Environmental Disclosure and Cost of Equity: Research Based on Industry Classification. **Sustainability**, v. 11, n. 2, p. 300, 2019. <https://doi.org/10.3390/su11020300>

YEKINI, L. S.; WISNIEWSKI, T. P.; MILLO, Y. Market reaction to the positiveness of annual report narratives. **The British Accounting Review**, v. 48, n. 4, p. 415-430, 2016. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.12.001>

YOUNG, S.; THYIL, V. Governance, employees and CSR: Integration is the key to unlocking value. **Asia Pacific Journal of Human Resources**, v. 47, n. 2, p. 167-185, 2009. <https://doi.org/10.1177/1038411109105440>

YUSOFF, H.; MOHAMAD, S. S.; DARUS, F. The Influence of CSR Disclosure Structure on Corporate Financial Performance: Evidence from Stakeholders' Perspectives. **Procedia Economics and Finance**, v. 7, p. 213–220, 2013. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00237-2](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00237-2)

## APÊNDICE A: Lista de palavras-chave para mensuração do *disclosure* ambiental

<b>Divulgação ambiental com tom positivo</b>
água, águas, amazônia, ambientais, ambiental, ambiente, animal, belo, biodiversidade, cachoeira, campo, campos, certificação, conservação, energia, eólica, equilíbrio, espécies, etanol, fauna, gri, habitats, ise, itaipu, licença, naturais, natural, natureza, preservação, prevenção, reciclagem, recuperação, renova, renováveis, renovável, reserva, saneamento, socioambientais, socioambiental, solar, substituição, sustentabilidade, sustentáveis, sustentável, vida.
<b>Divulgação ambiental com tom neutro</b>
ciclo, clima, climáticas, coleta, condições, elétrica, elétricas, eletricidade, elétrico, elétricos, energética, equivalente, equivalentes, espaço, física, florestal, fluxo, fonte, fontes, hectares, líquida, líquido, litros, madeira, manejo, mar, mata, matéria, materiais, material, mato, mineral, parque, recurso, recursos, rural, safra, sólidos, subestações, ventos, verde.
<b>Divulgação ambiental com tom negativo</b>
captação, carbono, combustíveis, combustível, consumo, descarte, diesel, efeito, efeitos, efluentes, emissão, emissões, esgoto, estufa, exposição, gás, gases, impacto, impactos, óleo, resíduos, usados, uso, utiliza, utilização, utilizada, utilizado, utilizados, utilizando.

## APÊNDICE B: Lista de palavras-chave para mensuração do *disclosure* social

<p><b>Divulgação social com tom positivo</b></p> <p>acesso, acompanhamento, acompanhar, adequação, adequada, adesão, adoção, adolescentes, adota, adotadas, alcance, alegre, alegria, alimentação, alimentos, alunos, apoiar, apoio, aposentadoria, aprendizagem, aprendizes, apresenta, apresentação, apresentadas, apresentados, apresentar, apresentou, aprimoramento, aprimorar, assegurar, assistência, associação, associações, associados, atenção, atende, atender, atendidas, atendidos, atendimento, atendimentos, auxílio, benefício, benefícios, campanha, campanhas, capacidade, capacitação, caráter, carreira, casa, cidadania, ciência, coberto, cobertura, complementar, completo, comprometimento, compromisso, compromissos, comunicação, comunidade, comunidades, conhecimento, consciente, conscientização, contato, contempla, contribui, contribuição, contribuições, contribuindo, contribuir, criança, crianças, cultura, culturais, cultural, curso, cursos, defesa, desenvolve, desenvolver, desenvolvidas, desenvolvido, desenvolvidos, desenvolvimento, destacam, destaque, destaques, destinação, destinados, diálogo, direito, direitos, disclosure, diversas, diversidade, diversos, divulgação, doações, educação, educacional, emprego, encontro, encontros, engajamento, ensino, entrega, envolve, envolvendo, envolvidos, envolvimento, escola, escolas, esporte, estagiários, estimular, estudo, estudos, ética, ético, éticos, evolução, exame, exames, exercício, família, familiares, famílias, feminino, fortalecer, fortalecimento, fortaleza, forte, fundação, garantia, garantindo, garantir, graduação, guia, hospital, humano, humanos, igualdade, iluminação, importância, importante, importantes, imprensa, incentiva, incentivar, incentivo, incluem, inclui, incluindo, inclusão, infantil, informação, informações, integração, integrada, integrado, interessadas, interesse, interesses, jovens, justiça, justo, liberdade, líder, liderança, lideranças, líderes, luz, médica, medicina, médico, médicos, oferece, oferecer, oferecidos, oferta, oportunidade, oportunidades, ouvidoria, participa, participação, participações, participantes, participar, participaram, patrocínio, possam, possibilidade, possíveis, possuem, possui, potenciais, potencial, prêmio, prêmios, preparação, previdência, professores, programa, programas, promoção, promove, promover, proteção, protegidas, pública, publicação, públicas, público, públicos, realiza, realizada, realizadas, realizado, realizados, realizar, realizou, recebem, receber, receberam, recebeu, reconhecida, reconhecidos, reconhecimento, reconhecimentos, rede, redes, região, regiões, regionais, regional, relacionamento, remuneração, renda, respeito, responsabilidade, responsabilidades, responsáveis, responsável, satisfação, saúde, segurança, seguro, seguros, significativas, significativos, sociais, social, sociedade, sucesso, suporte, talentos, títulos, transparência, trata, tratamento, treinados, treinamento, treinamentos, triunfo, universidade, voluntariado, voluntários.</p>
<p><b>Divulgação social com tom neutro</b></p> <p>cadastro, características, cargo, cargos, cidade, cidades, classe, classes, código, códigos, colaborador, colaboradores, coletiva, comportamento, composição, composta, composto, conduta, conjunto, considera, considerado, considerados, considerando, declaração, demonstração, demonstrações, descrição, diferentes, digital, dimensão, empregado, empregados, entidade, entidades, entorno, equipamentos, equipe, equipes, estatuto, etapa, etária, evento, eventos, existentes, filho, formação, formado, formais, formal, formas, função, funcional, funcionários, funções, fundamental, futuro, futuros, gênero, gente, história, hoje, homens, idade, identificação, identificados, identificar, imagem, independente, independentes, indígenas, individuais, individual, inicial, iniciativa, iniciativas, início, institucionais, institucional, instituição, instituições, instituto, integrantes, integridade, lâmpadas, legais, legal, legislação, lei, leis, linha, linhas, lista, locais, local, localização, lugar, manual, manutenção, mão, masculino, membro, membros, mensagem, missão, mitigação, movimento, mudança, mudanças, mulheres, mundial, mundo, municipais, municipal, município, municípios, nacionais, nações, necessário, necessários, necessidade, necessidades, norma, normas, obra, obras, ocupacionais, ocupacional, opinião, órgão, órgãos, orientação, orientações, origem, pacientes, palestras, papel, permanente, permite, pessoa, pessoal, pilares, plataforma, poder, população, presença, presentes, princípio, princípios, profissionais, profissional, propósito, regras, regulamentos, relação, relacionadas, relacionados, relações, residencial, resolução, reúne, reunião, reuniões, salário, salários, seleção, selecionados, sindicatos, sugestões, sus, tema, temas, trabalhadores, trabalhar, trabalhistas, trabalho, trabalhos, visitas.</p>
<p><b>Divulgação social com tom negativo</b></p> <p>acidentes, afastamento, câncer, combate, denúncias, discriminação, divisão, doenças, emergência, escravo, esforços, eventuais, evitar, exceto, exigências, força, forçado, judiciais, judicial, lesões, obrigações, perigosos, reclamações, rotatividade, tensão, turnover.</p>

## APÊNDICE C: Lista de palavras-chave para mensuração do *disclosure* econômico

<p><b>Divulgação econômica com tom positivo</b></p> <p>abastecimento, aberto, ação, acima, ações, acordo, acordos, adicionado, adicional, alinhamento, alta, alto, ampla, ampliação, ampliar, anticorrupção, aplica, aplicação, aplicações, aplicados, aprovação, atingiu, ativo, ativos, atual, atualização, atualmente, auditores, auditoria, auditorias, aumentar, aumento, avaliação, avaliações, avaliados, avaliar, bens, boa, boas, competências, competitividade, compliance, conforme, conformidade, crédito, créditos, crescimento, cumprimento, disponibilidade, disponíveis, disponível, disposição, economia, economizada, eficiência, eficiente, entrada, estratégia, estratégias, estratégica, estratégicas, estratégico, estratégicos, excelência, expansão, experiência, frente, ganhos, geração, gerado, gerados, gerar, globais, global, governança, grande, grandes, implantação, implementação, inovação, lucro, lucros, maior, maiores, máximo, melhor, melhorar, melhores, melhoria, melhorias, novas, objetivo, objetivos, pesquisa, pesquisas, positivo, primeira, primeiro, principal, produção, produtiva, produtividade, qualidade, receita, receitas, relato, relatório, relatórios, relevância, relevante, relevantes, rentabilidade, retorno, soluções, superior, tecnologia, tecnologias, valor, valores, valorização.</p>
<p><b>Divulgação econômica com tom neutro</b></p> <p>abordagem, acionistas, administração, administradores, administrativa, administrativas, administrativo, administrativos, agentes, ajustado, ajustes, alterações, análise, análises, anterior, anteriores, aquisição, área, áreas, atividade, atividades, atua, atuação, atuam, atuar, balanço, bolsa, cadeia, cálculo, capitais, capital, cláusulas, cliente, clientes, comerciais, comercial, comercialização, comércio, componentes, compra, compras, consolidação, consolidadas, consolidado, constante, construção, consulta, consultoria, consumidor, consumidores, conteúdo, contexto, contínua, continuidade, contínuo, contratação, contratadas, contratados, contrato, contratos, controlada, controladas, controladora, controle, controles, coordenação, corporativa, corporativas, corporativo, corporativos, criação, criada, criado, criar, critérios, debêntures, decisão, decisões, decorrentes, definição, demanda, demandas, departamento, depósitos, derivativos, desempenho, diagnóstico, direção, diretor, diretores, diretrizes, distribuição, distribuído, distribuidora, distribuidoras, dividendos, econômica, econômicas, econômico, econômicos, embalagens, empreendimento, empreendimentos, empresariais, empresarial, engenharia, estabelece, estabelecer, estabelecidas, estabelecidos, estrutura, execução, executiva, executivo, executivos, exemplo, expectativas, extensão, exterior, externa, externas, externo, externos, fábrica, fator, fatores, faturamento, ferramenta, ferramentas, finanças, financeira, financeiras, financeiro, financeiros, financiamento, financiamentos, fiscais, fiscal, foco, fornecedor, fornecedores, fornecimento, frequência, frota, fundo, fundos, gerência, gerenciais, gerenciamento, gerências, gerente, gerentes, gestão, gestores, governo, horizonte, imobilizado, imposto, impostos, indicador, indicadores, índice, índices, indústria, industriais, industrial, indústrias, infraestrutura, instalação, instalações, instalada, instrumentos, insumos, integral, interna, internacionais, internacional, internas, internet, interno, internos, intranet, inventário, investe, investido, investidores, investidos, investimento, investimentos, item, itens, jurídica, lançamento, liquidação, liquidez, logística, lojas, longo, maneira, mantém, manter, máquinas, marca, marcas, margem, marketing, matriz, mecanismos, média, medição, medida, medidas, médio, mercado, mercados, meta, metas, método, metodologia, mobiliários, modelo, modelos, moeda, moedas, monitor, monitoramento, montante, negociação, negócio, negócios, níveis, nível, números, obter, ocorrência, opção, opções, operação, operacionais, operações, organização, organizacional, organizações, padrão, padrões, pagamento, pagamentos, pagar, país, países, parâmetros, parceiros, parcela, parceria, parcerias, patrimonial, patrimônio, peças, perspectivas, planejamento, plano, planos, política, políticas, porte, portfólio, prática, práticas, prazo, prazos, preço, preços, premissas, prestação, prestadores, prestados, procedimentos, processo, processos, produto, produtos, projeto, projetos, proposta, provisão, provisões, resultado, resultados, rotulagem, segmento, segmentos, serviço, serviços, setor, setores, setoriais, setorial, sistema, sistemas, suprimentos, técnica, técnicas, técnico, técnicos, terceirizados, terceiro, terceiros, terminal, termos, transações, transferência, transformação, transmissão, transporte, tributos, troca, usuários, varejo, veículos, venda, vendas, verificação, volume, volumes.</p>
<p><b>Divulgação econômica com tom negativo</b></p> <p>abaixo, apesar, baixa, complexo, concorrência, corrupção, curto, custo, custos, deficiência, depreciação, desafios, despesas, dívida, empréstimos, encargos, gastos, juros, minimizar, mínimo, multas, passivo, passivos, perda, perdas, perdidos, problemas, redução, reduzir, risco, riscos, tarifa, taxa, taxas.</p>

**APÊNDICE D: Média para o retorno sobre o ativo por setor e ano**

ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Setor</b>									
Agro e Pesca	0,0235	0,0660	0,0557	0,0140	0,0310	0,0040	0,0765	0,0903	0,0643
Alimentos e Bebidas	0,0637	0,0383	0,0953	0,1142	0,0966	0,0845	0,0906	0,0694	0,1044
Comércio	0,1311	0,1224	0,1049	0,0939	0,0534	0,0496	0,0597	0,0548	0,0831
Construção	0,0557	0,0321	0,0613	0,0214	0,0109	-0,0450	-0,0540	-0,0543	-0,0041
Eletroeletrônicos	-0,0440	0,0758	0,0770	0,1093	0,0140	0,0223	0,1440	0,0035	0,0155
Energia elétrica	0,1149	0,0806	0,0618	0,0913	0,0721	0,0760	0,0721	0,0808	0,0812
Finanças e Seguros	0,0110	0,1355	0,1363	0,0300	0,0180	0,0325	0,0460	0,0585	-
Mínerais não-metálicos	0,1660	0,2120	0,1660	0,1535	0,0995	0,0230	-0,0360	0,0035	0,0535
Mineração	0,1080	0,0240	0,0070	-0,0380	-0,0200	0,1340	0,0123	-0,0315	-0,0915
Máquinas industriais	0,0357	0,0193	0,0417	0,0403	0,0435	0,0180	0,0655	0,0720	0,0975
Outros	0,0744	0,0825	0,0733	0,0782	0,0536	0,0581	0,0694	0,0749	0,0503
Papel e Celulose	0,0120	0,0240	0,0570	0,0580	0,0935	0,0475	0,0580	0,1305	0,0640
Petróleo e Gás	0,0730	0,0023	0,0400	-0,0121	0,0217	0,0656	0,0476	0,1113	0,1360
Química	0,0494	0,0593	0,0633	0,0520	0,0850	0,1387	0,1023	0,1088	0,0565
Siderurgia e Metalurgia	0,0687	0,0206	0,0350	0,0128	-0,0101	-0,0328	-0,0114	0,0589	0,0538
Software e Dados	0,0780	0,1617	0,1620	0,1243	0,0387	0,1238	0,1098	0,0483	0,0468
Telecomunicações	0,1407	0,1127	0,0750	0,0760	0,0593	0,0068	0,0055	0,0085	0,0315
Têxtil	0,0978	0,1753	0,1112	0,1367	0,0984	0,0927	0,1166	0,1258	0,0752
Transportes	0,0879	0,1180	0,0984	0,0902	0,0798	0,0837	0,0783	0,0898	0,1031
Veículos e Peças	0,0592	0,0324	0,0271	0,0061	0,0184	-0,0035	0,0262	0,0814	0,0608

Fonte: elaboração própria.

**APÊNDICE E: Média para o logaritmo natural do valor de mercado por setor e ano**

ano	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Setor</b>									
Agro e Pesca	13,2127	12,7884	12,9996	12,8963	13,9816	13,9452	13,9721	14,1521	14,5649
Alimentos e Bebidas	15,4030	15,3376	15,8711	15,7514	15,5189	16,2889	16,3627	16,3126	16,3957
Comércio	15,6918	15,6521	15,9708	15,8631	15,2951	15,2975	15,6479	15,6869	16,1007
Construção	15,0345	14,7866	14,6440	14,2015	13,7849	13,4816	13,5955	13,4458	13,4656
Eletroeletrônicos	13,0963	12,6699	13,2677	13,9201	14,0338	12,5807	11,6365	11,6233	11,3885
Energia elétrica	16,3390	16,2424	16,0313	15,8197	15,6230	15,5478	15,7672	15,7770	16,0192
Finanças e Seguros	15,7771	15,8011	15,6554	15,2998	15,3398	16,6807	16,9497	17,1794	-
Mínerais não-metálicos	14,2988	14,0581	13,9579	13,8607	13,4654	12,7952	12,7965	12,8636	12,3232
Mineração	16,5178	16,3867	16,0386	15,3245	14,5614	14,3140	14,3187	14,3999	14,3999
Máquinas industriais	14,8486	14,2765	14,1730	13,8933	14,7744	14,3734	14,8636	15,4464	15,4484
Outros	14,6269	14,9505	14,9108	15,0176	14,5605	14,4137	14,7566	14,9863	14,8209
Papel e Celulose	16,8100	16,1955	16,7872	16,7609	17,0663	16,9297	16,6678	17,2944	17,3928
Petróleo e Gás	15,9387	16,1596	16,1373	15,4565	15,3957	15,2784	15,6276	16,1739	16,3486
Química	14,3610	14,6607	14,6420	14,4311	13,8205	13,8568	14,2773	14,0209	14,0314
Siderurgia e Metalurgia	14,2036	14,0463	13,6751	14,2679	14,1535	13,6685	13,5610	13,9044	14,0441
Software e Dados	15,4586	15,6130	15,5846	15,4762	15,4055	14,4073	14,4255	15,2835	15,3274
Telecomunicações	17,0030	17,2916	17,3418	17,1046	16,8747	15,3217	15,8797	16,2433	16,4755
Têxtil	14,6766	14,9628	14,8504	14,9988	14,8137	14,5986	14,7262	15,1121	14,7960
Transportes	15,4856	15,5183	15,6425	15,2867	14,7599	14,1347	14,4223	14,7496	15,0679
Veículos e Peças	14,4833	14,6105	14,4357	14,1108	13,5707	14,0377	14,1391	14,8693	14,3586

Fonte: elaboração própria.

**APÊNDICE F: Média para o custo médio ponderado de capital por setor e ano**

<b>ano</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Setor</b>									
Agro e Pesca	0,1093	0,1052	0,1100	0,0931	0,0919	0,0943	0,1287	0,0899	0,1330
Alimentos e Bebidas	0,1175	0,1612	0,1825	0,1750	0,1499	0,1453	0,1495	0,0723	0,1723
Comércio	0,1141	0,1360	0,2000	0,1152	0,1397	0,1735	0,2138	0,0448	0,2550
Construção	0,1044	0,1249	0,1901	0,1072	0,0766	0,1131	0,1564	0,0643	0,1998
Eletroeletrônicos	0,1024	0,0859	0,1642	0,1313	0,1314	0,1557	0,1467	0,0761	0,0953
Energia elétrica	0,0732	0,0648	0,1711	0,1288	0,1073	0,1386	0,1523	0,0571	0,1467
Finanças e Seguros	0,1896	0,2351	0,1824	0,1336	0,1715	0,2189	0,0667	0,2724	-
Mínerais não-metálicos	0,0810	0,1083	0,1666	0,1057	0,1151	0,1435	0,2085	0,1047	0,1903
Mineração	0,1530	0,2195	0,3002	0,2184	0,2804	0,2207	0,1811	0,2014	0,2787
Máquinas industriais	0,0838	0,0672	0,0833	0,0826	0,0464	0,1162	0,1717	0,0247	0,2215
Outros	0,1107	0,1224	0,1857	0,1409	0,1167	0,1619	0,1888	0,0499	0,2182
Papel e Celulose	0,1388	0,1666	0,2119	0,0651	0,0945	0,0555	0,0617	0,0498	0,1199
Petróleo e Gás	0,0926	0,0961	0,1898	0,1467	0,1779	0,1655	0,1688	0,0569	0,2276
Química	0,1346	0,1575	0,1570	0,1280	0,1759	0,1264	0,1882	0,1109	0,1774
Siderurgia e Metalurgia	0,1365	0,1404	0,1982	0,1509	0,2035	0,1946	0,1756	0,1194	0,1958
Software e Dados	0,0705	0,0841	0,1639	0,1031	0,1253	0,0975	0,0951	0,0244	0,1794
Telecomunicações	0,1010	0,1180	0,2038	0,1284	0,1434	0,1510	0,1483	0,0519	0,2118
Têxtil	0,1262	0,1575	0,1907	0,1384	0,1042	0,1417	0,2105	0,0388	0,2028
Transportes	0,1129	0,0880	0,1564	0,1339	0,1276	0,1488	0,1948	0,0672	0,1962
Veículos e Peças	0,1144	0,1366	0,1620	0,1130	0,1161	0,1484	0,1688	0,0636	0,1697

Fonte: elaboração própria.

**APÊNDICE G: Estatísticas descritivas da frequência relativa das palavras do dicionário por categoria**

Variáveis	Período	Obs.	Média	D.P.	Min.	P <sub>10</sub>	P <sub>25</sub>	P <sub>50</sub>	P <sub>75</sub>	P <sub>90</sub>	Max
disc_rsc	t	1.270	2,3686	3,1121	0,0000	0,2381	0,5820	1,1635	2,6373	6,4142	36,0131
disc_amb	t	1.270	2,4632	3,7558	0,0000	0,1217	0,3391	0,8609	2,9739	7,7130	45,2696
amb_pos	t	1.270	2,8900	4,9695	0,0000	0,0222	0,1333	0,5556	3,5556	9,7889	55,6889
amb_neu	t	1.270	2,2042	2,9727	0,0000	0,1707	0,4634	1,1707	2,8049	5,5610	37,6342
amb_neg	t	1.270	2,1669	3,6659	0,0000	0,0690	0,2414	0,6897	2,1724	6,5862	39,8966
disc_soc	t	1.270	1,7130	2,5216	0,0000	0,1276	0,3017	0,6857	1,8882	5,1698	30,2954
soc_pos	t	1.270	1,7872	2,6955	0,0000	0,1162	0,2804	0,7030	1,9594	5,3948	36,1919
soc_neu	t	1.270	1,7195	2,4484	0,0000	0,1525	0,3277	0,7232	1,8927	5,1497	23,6893
soc_neg	t	1.270	0,8962	1,5587	0,0000	0,0000	0,0769	0,2692	1,0000	2,6538	13,8077
disc_eco	t	1.270	2,9959	3,6598	0,0000	0,3651	0,8619	1,6736	3,4100	7,7008	39,4561
eco_pos	t	1.270	3,4446	4,1024	0,0000	0,3833	1,0000	1,9333	4,1750	8,7292	44,1500
eco_neu	t	1.270	2,8222	3,5078	0,0000	0,3503	0,7747	1,5108	3,2346	7,1651	37,3426
eco_neg	t	1.270	3,0678	4,0030	0,0000	0,2941	0,8235	1,9265	3,7059	7,0735	43,0294

Notas: Nesta tabela, entende-se por frequência relativa a razão entre a frequência total da categoria dividida pelo número de palavras do dicionário para a respectiva categoria; disc\_rsc = frequência relativa das palavras da categoria RSC; disc\_amb = frequência relativa das palavras da categoria ambiental; amb\_pos = frequência relativa das palavras da categoria ambiental positiva; amb\_neu = frequência relativa das palavras da categoria ambiental neutra; amb\_neg = frequência relativa das palavras da categoria ambiental negativa; disc\_soc = frequência relativa das palavras da categoria social; soc\_pos = frequência relativa das palavras da categoria social positiva; soc\_neu = frequência relativa das palavras da categoria social neutra; soc\_neg = frequência relativa das palavras da categoria social negativa; disc\_eco = frequência relativa das palavras da categoria econômica; eco\_pos = frequência relativa das palavras da categoria econômica positiva; eco\_neu = frequência relativa das palavras da categoria econômica neutra; eco\_neg = frequência relativa das palavras da categoria econômica negativa.

Fonte: elaboração própria



