

DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES VOLUNTÁRIAS COMO ESTRATÉGIA DE CRESCIMENTO E MELHORIA DO DESEMPENHO ECONÔMICO-FINANCEIRO: UM ESTUDO NAS EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (B3)

DISCLOSURE OF VOLUNTARY INFORMATION AS A GROWTH STRATEGY AND IMPROVEMENT OF ECONOMIC AND FINANCIAL PERFORMANCE: A STUDY IN LISTED COMPANIES IN THE SÃO PAULO STOCK EXCHANGE (B3)

Ariane Raquel Axiole de Souza Câmara

Mestranda no curso de Pós-Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN)
e-mail: arianneraquel@outlook.com.br

Clara Monise Silva

Mestranda no curso de Pós-Graduação em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN)
e-mail: clarinhacontabeis@hotmail.com

Adilson de Lima Tavares

Doutor em Ciências Contábeis pelo Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN)
Professor Adjunto na Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN)
e-mail: adilson.tavares@uol.com.br

Mariana Medeiros Dantas de Melo

Doutoranda do Programa de Pós-Graduação em Administração pela Univ. Federal do Rio Grande do Norte (UFRN)
Professora Assistente na Universidade Federal do Paraná (UFPR)
e-mail: marianadmelo@yahoo.com.br

Resumo:

Este estudo objetivou analisar a relação entre a divulgação (disclosure) de informações voluntárias e a melhoria do desempenho econômico financeiro das empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo, a B3 (antiga BM&FBOVESPA). Com o intuito de alcançar o objetivo deste estudo, inicialmente realizou-se uma análise descritiva do nível de disclosure voluntário das empresas utilizando a métrica desenvolvida por Murcia e Santos (2009) e Lanzana (2004), e em seguida foi feita a análise de uma Regressão de Dados em Painel com efeitos aleatórios em uma amostra composta por 45 empresas relacionadas no Ibovespa nos anos de 2013, 2014 e 2015. O estudo evidencia que as empresas analisadas apresentam um nível de divulgação de informações voluntárias em média de 39%, tendo seu maior nível de disclosure a empresa que obteve 76% e a que menos divulgou 0,05%. Os resultados também apontam que o disclosure voluntário das empresas apresentaram relação positiva com alguns indicadores econômicos-financeiros e de criação de valor para empresa, como Crescimento de Vendas Líquidas, ROA e MVA. Todavia, o estudo ressalta a importância do processo de

melhoria da qualidade das informações evidenciadas, não sendo apenas uma replicação de um ano para o outro.

Palavras-chave: Disclosure Voluntário. Estratégia de Crescimento. Criação de Valor.

Abstract:

This study aims to analyze the relationship between the disclosure of information volunteers and the improvement of the economic performance of companies listed on the São Paulo stock exchange, the B3 (old BM&FBOVESPA). In order to achieve the objective of this study, initially a descriptive analysis was made of the level of disclosure of companies using the metric developed by Murcia (2009) and Lanzana (2004), and then it was done the analysis of a regression of panel data with random effects in a sample of 45 companies listed on the Ibovespa in the years 2013, 2014 and 2015. The study shows that companies analyzed have a level of disclosure of information volunteers in an average of 39%, having its greatest level of disclosure the company that has obtained 76% and that less reported 0.05%. The results also indicate that the voluntary disclosure of companies showed a positive relationship with some economic indicators and financial criteria and to create value for the company, As Growth of Net Sales, ROA and MVA. However, the study emphasizes the importance of the process of improving the quality of information evidenced, not only as a replication from one year to the next.

Keywords: Voluntary Disclosure. Growth of Strategy. Value Creatio.

1 Introdução

O *disclosure* e suas potencialidades vem ganhando relevância tanto no âmbito das pesquisas acadêmicas quanto na discussão corporativa. E essa importância se dá pelo fato dos investidores e o mercado financeiro olharem de forma positiva e com maior destaque para organizações que divulgam de forma voluntária suas informações, e assim reduzindo a assimetria da informação e maximizando a transparência corporativa.

A divulgação é parte do diálogo entre a empresa e seus *stakeholders*, e dessa forma, fornece informações com o intuito de legitimar o seu comportamento decorrente das atividades empresariais (ADAMS; LARRINAGA-GONZÁLEZ, 2007; ADAMS; MCNICHOLAS, 2007).

De acordo com Murcia e Santos (2009), a teoria da sinalização postula que as organizações que possuem maior rentabilidade fornecem ao mercado mais informações, com o propósito de evidenciar seus resultados positivos, e assim aumentar sua vantagem competitiva perante os seus concorrentes.

Gazzola e Mella (2012) descrevem que uma boa comunicação (*disclosure*) da empresa com seus investidores diminui a assimetria informacional e, por conseguinte diminui a incerteza. O aumento dos níveis de *disclosure* reduz as assimetrias informacionais entre a companhia e seus acionistas, ou entre potenciais compradores e vendedores de ações (KUHNEN, 2014). Nesse sentido, reduz o desconto pelo qual as companhias negociam as suas ações.

Ao reduzir o grau de incerteza e a assimetria da informação fornecida pelas empresas, a evidenciação contribui para a melhoria da eficiência do mercado de capitais, com relação à

gestão do risco, para a melhoria da compreensão da informação contábil pelos diferentes grupos de usuários que dela logram (HENDRIKSEN; VAN-BREDA, 2012).

De acordo com Baek, Johnson e Kim (2009) parte do problema da assimetria da informação é causada pela ausência de informação disponível para os investidores e demais interessados. Dessa forma, as empresas que fornecem divulgação adicional sobre suas atividades melhoram a relação entre agente e principal.

A divulgação é uma forma que as entidades possuem de apresentar para seus investidores e outros *stakeholders*, seu desempenho, suas estratégias, suas perspectivas, seus diferenciais competitivos, se tornando uma importante ferramenta para alcance de uma vantagem competitiva (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004).

Estudos empíricos relatam que a preocupação com a imagem e valores corporativos da organização é a principal motivação para implementação de políticas de divulgação, as quais associadas à transparência instituem as estratégias empresariais de uma entidade (PEDERSEN, 2006).

Diante disso, o estudo a respeito da relevância do *disclosure* voluntário, a estratégia de crescimento das empresas e a criação de valor, reforçam a presente pesquisa que busca responder o seguinte problema de pesquisa: qual a relação entre a divulgação (*disclosure*) de informações voluntárias e a melhoria do desempenho econômico financeiro das empresas listadas na B3 (antiga BM&FBOVESPA)?

2 Referencial Teórico

Esta seção tem a finalidade de fornecer a sustentação teórica à pesquisa, dos conteúdos necessários para a compreensão do objetivo de pesquisa, apresentando e discutindo acerca do parecer de diversos autores a respeito da *disclosure* voluntário, as estratégias empresariais e o incentivo para divulgação informações, assim como a apresentação de estudos empíricos recentes que estudaram esta temática.

2.1 Divulgação (*Disclosure*) de Informações Voluntárias

A informação é um recurso econômico valioso, e um dos fatores mais importantes para o alcance de eficiência de mercado, e da obtenção de uma imagem de credibilidade no mercado por parte das empresas (MARTINS, 2012).

A divulgação dessas informações é fundamental para a transparência corporativa como modo de informar os investidores e demais interessados sobre a administração de riscos e oportunidades associados ao contexto econômico e financeiro, sinaliza para situações de endividamento, lucratividade, governança corporativa, dentre outros (RANKIN; WINDSOR; WAHYUNI, 2011).

Um nível elevado de *disclosure* da companhia auxilia os usuários no instante que fornece informações pertinentes para a tomada de decisão, abrangendo o acompanhamento da evolução patrimonial, proporcionando o conhecimento a respeito das ações passadas e a realização de inferências em relação ao futuro (BALLESTERO; NOGUEIRA; VITORINO FILHO, 2016). Na mesma perspectiva influi para uma melhor reputação da empresa diante do mercado, repercutindo diretamente na valorização da empresa (DANTAS, *et al.*, 2011; MARTINS; MENDONÇA, 2016). Nesse sentido, as empresas participantes do mercado acionário brasileiro deveriam melhorar a qualidade da evidenciação de suas informações contábeis, uma vez que essa prática possibilita benefícios para as mesmas.

A Teoria da divulgação originada de Grossman (1981) e Milgrom (1981) busca os motivos implícitos e explícitos para que as empresas evidenciem suas informações

econômicas e financeiras, assim como o impacto da divulgação dessas informações no mercado de capitais e no desempenho econômico-financeiro da empresa (FARIAS, 2008).

O *disclosure* pode ser concebido como um conjunto de informações relevantes e confiáveis divulgadas pelas organizações, de forma periódica, que evidenciam sua situação financeira, as oportunidades de investimento, riscos de mercado e a sua governança corporativa (YAMAMOT; SALOTTI, 2006).

A divulgação pode apresentar-se de forma compulsória e/ou voluntária, a primeira envolve as informações requeridas para registro das companhias abertas e as demais informações periódicas exigidas pelas comissões de valores mobiliários ou associações de cada país. A segunda forma compreende as informações que não são obrigatórias por lei, porém fornecem uma maior transparência para a organização no âmbito corporativo (LIMA, 2007).

A evidenciação voluntária é o fornecimento adicional de informações estratégicas, financeiras e não financeiras pelos gestores das organizações. Através do *disclosure* voluntário as empresas divulgam informações além do que é determinado por lei, com o intuito de reduzir a assimetria de informações, a seleção adversa e o risco moral (GRAY, 1995).

De acordo com Martins e Paulo (2014), as relações entre os participantes de uma empresa, nesse caso administradores (agente) e investidores, *stakeholders* (principal), onde a propriedade e o controle do capital são destinados a indivíduos distintos, dá espaço para que surja o conflito de interesse, e esse conflito pode levar ao acionista controlador, ou administrador, a fazer uso dessa vantagem informacional que possui em seu benefício próprio.

Essa separação entre propriedade e controle de uma empresa e a assimetria de informação existente entre esses indivíduos é o chamado conflito (ou problema) de agência. Nesse sentido, com o propósito de minimizar o problema de agência os investidores tendem a incorrer com os custos de agência (MARTINS; PAULO; GIRÃO, 2016).

A assimetria da informação é a diferença do nível de informação pelos participantes de um mercado (MARTINS; PAULO, 2014). Nessa perspectiva, se for assumido um cenário em que os investidores e o agente estão em uma relação conflituosa, segundo Macho-Stadler e Perez-Castilho (2001) o *disclosure* assume um papel fundamental para o mercado de capitais, pois a divulgação das informações tem a capacidade de reduzir as incertezas.

De acordo com Bushman e Smith (2001) as organizações que possuem um melhor nível de divulgação, demonstram melhores expectativas aos seus investidores pela redução da seleção adversa relacionado à assimetria informacional por meio da transparência. O aumento da divulgação de informações por parte da companhia reflete na redução do custo de agência dos investidores, e concomitantemente, aumenta o valor da empresa.

Por conseguinte, empresas que adotam essa política de transparência de suas informações são avaliadas positivamente pelo mercado, pois proporcionam que os investidores avaliem o seu desempenho, as perspectivas futuras da entidade, e dessa forma são abastecidos de informações para uma tomada de decisão fundamentada em relação aos seus investimentos (LANZANA, 2004). Dessa forma, identifica-se que a divulgação também é um meio de se alcançar vantagem competitiva de uma organização.

Desse modo, constata-se que a divulgação desempenha um papel importante no fornecimento de informações e prestação de contas aos seus usuários (SACCONI, 2006). Por esse motivo, faz-se necessário o estudo entre divulgação de informações voluntárias como estratégia de crescimento para melhoria do desempenho econômico financeiro das empresas brasileiras. Visto que, conforme Gazzola e Mella (2012), uma boa comunicação (*disclosure*) favorece a um bom desempenho econômico-financeiro.

2.2 Estratégias Empresariais e o Incentivo para Divulgação Informações

As organizações que operam em cenários altamente competitivos, possuem maiores incentivos para a divulgação de informações em detrimento as empresas que atuam em um ambiente de baixa competitividade. Botosan e Stanford (2005) comentam que a decisão de uma organização em divulgar ou não uma informação pode se relacionar a sua posição competitiva.

Para Silva (2003) as estratégias representam o conjunto de mudanças competitivas para alcance de um melhor desempenho organizacional. Dessa forma, a divulgação de estratégias de crescimento relaciona-se ao desempenho econômico-financeiro próspero, na medida em que tem o propósito de aumentar as vendas, participação no mercado e lucros.

De acordo com Elkington (2006), o objetivo final da empresa não é apenas criar valor para seus acionistas, mas sim gerar valor econômico. Nesse sentido, a criação de valor está associada ao aumento da sua vantagem competitiva por meio de estratégias de crescimento.

A criação de valor por parte de uma organização também pode ser associada a uma vantagem competitiva maior em relação à concorrência. Porter (2008) enfatiza que vantagem competitiva é representada pela superioridade em alguns aspectos: humanos, tecnológicos e organizacionais, que são capazes de diferenciar uma empresa de outra. Dessa forma, para o alcance dessa superioridade torna-se indispensável à adoção de estratégias de crescimento.

Nessa perspectiva, conforme demonstram Powell (2001) e Tang e Liou (2010) a vantagem competitiva antecede o desempenho, sendo este influenciado diretamente por estratégias que possibilitem o aumento no valor das empresas. Sendo assim, é possível realizar a associação entre a criação de valor e o desempenho econômico financeiro das empresas através de estratégias de crescimento.

A utilização de estratégias de crescimento e a melhoria do desempenho econômico-financeiro podem ser visualizadas através das informações divulgadas pelas companhias, as quais são tratadas por Carvalho (2002) como elemento fundamental para garantir proteção aos acionistas e aos demais interessados.

De acordo com Drucker (2002) estratégias empresarias podem ser definidas como a direção das ações de longo prazo da companhia, a partir do desenvolvimento de objetivos e metas e escolha de recursos necessários para alcançá-los.

A literatura classifica as estratégias empresarias em três tipos: de crescimento, de estabilidade e de redução. Wright, Kroll e Parnell (2001) descrevem que estratégias de crescimento são indicadas quando o resultado esperado possibilita aumento do valor da empresa. Eles afirmam que as estratégias de crescimento têm como objetivo aumentar as vendas da empresa, sua participação no mercado e maximizar os lucros.

Os incentivos para divulgar informações são diversos. Para algumas organizações essa divulgação é um instrumento para melhorar o relacionamento com as partes interessadas (clientes, autoridades reguladoras, comunidades locais, organizações não governamentais, etc.). Outras sociedades são motivadas pelos potenciais do mercado a terem uma boa reputação ou por acreditarem que esse compromisso é ético e moralmente correto (PEDERSEN, 2006).

A melhoria na imagem institucional perante os seus *stakeholders* pode influenciar também a captação de recursos, bem como o desempenho econômico-financeiro através de importantes ações estratégicas realizadas nas mais diversas áreas, incluindo as áreas social e ambiental (DIAS, 2007).

As políticas de divulgação de informações corporativas são destinadas a legitimar as atividades da empresa com os seus *stakeholders*, melhorar sua captação de recursos através da

prestação de contas (UNERMAN; BENNETT, 2004; CHO; PATTEN, 2007; ADAMS; MCNICHOLAS, 2007).

2.3 Estudos Empíricos Recentes

O Quadro 1 busca apresentar uma síntese de evidências empíricas nacionais sobre o *Disclosure* Voluntário e sua relação com o desempenho financeiro em empresas de capital aberto no Brasil.

Quadro 1 - Estudos relacionados com o *disclosure* de informações voluntárias e o desempenho econômico-financeiro

Autor(es) / Ano	Síntese da pesquisa
Janiszewski <i>et. al.</i> (2017)	A pesquisa encontrou uma forte relação dos Indicadores de Divulgação Voluntária com a variação da Rentabilidade e do Tamanho das empresas, em contraste, no que se refere aos níveis de risco não houve associação significativa.
Cruz <i>et. al.</i> (2014)	Através do estudo, constatou-se que não há relações significativas entre a prática <i>guidance</i> e o desempenho financeiro das empresas listadas na B3.
Melo (2014)	Identificou a existência de relações entre a divulgação e os investimentos socioambientais, os quais são realizados na perspectiva de melhorar o desempenho das organizações, apresentando-se como uma estratégia para captação de recursos externos através de investidores.
Sousa <i>et al.</i> (2014)	Os resultados desta pesquisa apontam que existe uma relação positiva entre o valor de mercado e a divulgação de informações econômicas, bem como demonstra existir uma relação negativa entre valor de mercado e as informações voluntárias ambientais, pressupondo existir um <i>trade off</i> entre a visão de gestão e a expectativa dos investidores/acionistas.
Klann, Beuren (2011).	Através do estudo, pode-se perceber que algumas variáveis podem influenciar o <i>disclosure</i> voluntário, ainda que não tenham sido encontradas relações estatísticas suficientemente fortes.
Luz, Camargos e Lima (2006)	O estudo verificou que a disseminação voluntária de informações nos sites corporativos das empresas pesquisadas está associada diretamente ao tamanho da empresa, ao retorno acionário e ao retorno sobre o ativo total, ou seja, quanto maior a empresa, o retorno acionário e o retorno sobre o ativo, maior tende a ser a transparência e a divulgação de informações ao mercado por meio dos sites corporativos. E, contrariando as expectativas, foi encontrada, também com significância estatística, uma associação negativa entre o retorno sobre o patrimônio líquido e a disseminação voluntária de informações na internet.

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

3 Procedimentos Metodológicos

O estudo caracteriza-se como pesquisa descritiva quanto aos objetivos, uma vez que, buscar descrever e analisar a relação entre o nível de *disclosure* de informações voluntárias e o desempenho econômico financeiros das empresas que integram o índice Ibovespa da B3 (antiga BM&FBOVESPA), e suas variáveis de desempenho econômico-financeiro e de criação de valor.

No que diz respeito aos procedimentos, foram realizadas pesquisas bibliográficas e documentais. A pesquisa bibliográfica abrange a bibliografia sobre o tema em estudo composto por artigos científicos e livros. A pesquisa documental compreende os demonstrativos financeiros e suas notas explicativas, bem como os relatórios da administração.

Quanto à abordagem do problema caracteriza-se como quantitativa com aspectos qualitativos tendo em vista que para responder ao problema de pesquisa utilizaram-se métodos estatísticos, precisamente, a regressão com dados em painel, assim como foi

realizada a análise de conteúdo para a elaboração do índice de *disclosure* voluntários das empresas analisadas.

Diante do extenso universo empresarial, foram selecionadas para o estudo as empresas com ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo, a antiga BM&FBOVESPA SA, que no mês de março de 2017, uniu as suas atividades com as desenvolvidas pela Cetip SA e passou a operar sob o nome de B3. A escolha das empresas estudadas ocorreu através de uma amostragem não aleatória, abrangendo as empresas que compõe o Índice Bovespa (Ibovespa).

A razão de escolha das empresas que pertencem ao índice Ibovespa foi realizada pelo fato do Índice Bovespa tratar-se do mais importante indicador do desempenho médio das cotações das ações negociadas no mercado de ações brasileiro. Esse indicador representa uma carteira teórica das ações de maior liquidez e negociação no mercado acionário do Brasil nos últimos meses, e exerce a função de indicador médio do comportamento do mercado financeiro e do contexto econômico do país (BM&FBOVESPA, 2015).

Dessa forma, essa carteira possui alto nível de confiabilidade por representa com fidedignidade, de acordo com sua metodologia de procedimentos, o comportamento médio das ações negociadas pelas empresas (DECKER *et al*, 2013).

Em sua integralidade, no período de janeiro a abril de 2017 a carteira do Ibovespa é composta por 59 empresas. A partir desta amostra inicial, foram realizados tratamentos analíticos com o objetivo de averiguar as empresas relacionadas possuíam alguma especificidade.

Após essa análise foram excluídas 10 empresas do setor financeiro, por possuírem particularidades em seus registros contábeis na forma como são registradas as suas operações, o que diferem das outras empresas, 2 empresas por estarem em duplicidade, e outras 2 por apresentarem ausência de dados ao longo dos anos de análise. Resultando assim, em uma amostra final de 45 empresas no total, conforme demonstra o Quadro 2.

Quadro 2 -Empresas incluídas na amostra da pesquisa

Empresa	Classificação Setorial
AMBEV AS	Bebidas / Cervejas e Refrigerantes
BR MALLS PARTICIPACOES AS	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis
BRASKEM SA A	Químicos / Petroquímicos
BRF AS	Alimentos Processados / Carnes e Derivados
CCR AS	Bens Industriais / Transporte / Exploração de Rodovias
CIA BRASILEIRA DE DIS	Comércio e Distribuição / Alimentos
CIA ENERGETICA MINAS GERPRF	Energia Elétrica
CIA PARANAENSE DE ENERGIPFB	Energia Elétrica
CIA SANEAMENTO BASICO DE SP	Água e Saneamento
CIA SIDERURGICA NACIONAL AS	Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia
COSAN SA INDUSTRIA COMERCIO	Petróleo. Gás e Biocombustíveis
CPFL ENERGIA AS	Energia Elétrica
CYRELA BRAZIL REALTY SA EMP	Construção Civil / Edificações
ECORODOVIAS INFRA E LOG AS	Bens Industriais / Transporte / Exploração de Rodovias
EDP ENERGIAS DO BRASIL SA	Energia Elétrica
EMBRAER SA	Bens Industriais / Material de Transporte Aeronáutico Defesa
ENGIE BRASIL ENERGIA SA	Energia Elétrica
EQUATORIAL ENERGIA SA ORD	Energia Elétrica
ESTACIO PARTICIPACOES SA	Serviços Educacionais
FIBRIA CELULOSE SA	Madeira e Papel / Papel e Celulose
GERDAU SA	Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia
HYPERMARCAS SA	Produtos Diversos
ITAUSA	Financeiro e Outros / Intermediários Financeiros / Bancos
JBS SA	Alimentos Processados / Carnes e Derivados

KLABIN AS	Madeira e Papel / Papel e Celulose
KROTON EDUCACIONAL SA	Serviços Educacionais
LOCALIZA RENT A CAR	Aluguel de carros
LOJAS AMERICANAS SA	Comércio / Produtos Diversos
LOJAS RENNER S.A.	Comércio / Tecidos. Vestuário e Calçados
MARFRIG GLOBAL FOODS SA	Alimentos Processados / Carnes e Derivados
METALURGICA GERDAU SA	Siderurgia e Metalurgia / Siderurgia
MRV ENGENHARIA	Construção Civil / Edificações
MULTIPLAN EMPREENDIMENTOS	Financeiro e Outros / Exploração de Imóveis
NATURA COSMETICOS SA	Produtos de Uso Pessoal e de Limpeza
PETROLEO BRASILEIRO S.A.	Petróleo. Gás e Biocombustíveis
QUALICORP SA	Serv.Méd.Hospit..Análises e Diagnósticos
RAIA DROGASIL SA	Comércio e Distribuição / Medicamentos e Outros Produtos
SMILES SA	Programas de Fidelização
SUZANO PAPEL E CELULO A	Madeira e Papel / Papel e Celulose
TELEFONICA BRASIL S.A.	Telecomunicações
TIM PARTICIPACOES SA	Telecomunicações
ULTRAPAR PARTICIPACOES SA	Petróleo. Gás e Biocombustíveis
USINAS SIDER MINAS GERAIS	Siderurgia e Metalurgia
VALE SA	Mineração / Minerais Metálicos
WEG SA	Bens Industriais

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

O período de análise refere-se aos anos de 2013, 2014 e 2015 visando averiguar em uma série histórica de três anos os efeitos das divulgações em seus resultados.

Nesse estudo, as variáveis utilizadas foram fundamentadas na hipótese da pesquisa que existe relação entre o *disclosure* de informações voluntárias como estratégia de crescimento e melhoria do desempenho econômico financeiro das empresas.

3.1 Variável dependente: Disclosure de Informações voluntárias (DISC)

Para investigar a *divulgação* das informações voluntárias associadas às estratégias de crescimento, adotou-se nessa pesquisa como *proxy* as métricas desenvolvidas por Lanzana (2004) e Murcia e Santos (2009), o qual investigou os fatores determinantes do *disclosure* voluntário de companhias abertas.

O índice utilizado nesse estudo é formado por cinco categorias que estão subdivididos em 40 subcategorias, referente a informações que poderiam integrar o relatório anual da empresa. As categorias e subcategorias estão elencadas no Quadro 3.

Quadro 3 - Índice para análise do *disclosure* voluntário

Categoria	Subcategoria
INFORMAÇÕES GERAIS/ OPERACIONAIS E NÃO FINANCEIRAS	Descrição do Negócio/Principais Produtos
	Principais Mercados e <i>Market Share</i>
	Estratégia (Metas e Objetivos)
	Ambiente de Negócios
	Unidades vendidas
	Estrutura organizacional
	Governança corporativa
	Investimentos em recursos humanos e desenvolvimento gerencial
	Investimentos em P&D e outros ativos intangíveis
	Indicadores de eficiência operacional
	Relacionamento com fornecedores
	Efeito dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerras)

INFORMAÇÕES FINANCEIRAS ADICIONAIS	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)
	Indicadores de Liquidez (liquidez corrente, seca)
	Indicadores de Endividamento
	EBITDA
ANÁLISE DE TENDÊNCIA E DISCUSSÃO E ANÁLISE GERENCIAL	Tendência de Receita ao longo dos últimos anos
	Vendas por região e/ou unidade de negócio
	Tendência do lucro operacional ao longo dos últimos anos
	Lucro operacional por região e/ou unidade de negócio
	Tendência dos investimentos ao longo dos últimos anos
	Investimentos por região e/ou unidade de negócio
	Tendência de comportamento das ações e retorno para o acionista
	Discussão sobre mudanças na receita e <i>market share</i>
	Discussão sobre mudanças no lucro operacional
	Discussão nos investimentos de P&D
RISCO, CRIAÇÃO DE VALOR E PROJEÇÕES	Uso e implementação de gestão de risco
	Exposição ao risco ambiental
	Medidas quantitativas de criação de valor para o acionista
	Perspectivas de novos projetos
	Projeção de lucro
	Projeções de vendas e crescimento
ASPECTOS ESTRATÉGICOS	Objetivos, metas e planos futuros da empresa
	Perspectiva de novos investimentos
	Principais mercados de atuação
	Perspectiva de novos mercados que a empresa pretende atuar
	Política de reinvestimento dos lucros
	Pesquisa e desenvolvimento
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços
	Preços dos produtos e serviços da empresa

Fonte: Adaptado de Lanzana (2004) e Murcia e Santos (2009).

Foram excluídas das métricas estabelecidas por Lanzana (2004) e Murcia e Santos (2009), na categoria de informações financeiras, as subcategorias Demonstração dos Fluxos de Caixa e Demonstração do Valor Adicionado, pois após a adoção da Lei 11.638/07 tornaram-se obrigatórias.

Para análise do nível de *disclosure* voluntário das empresas, foi utilizada a métrica desenvolvida por Murcia e Santos (2009) que avalia a existência ou não da evidenciação de determinada informação, na qual para cada informação divulgada pela empresa de certa categoria, é atribuído o valor de um (1) e caso não evidencie tal informação é atribuído o valor zero (0). Dessa forma, ao final da análise, o nível *disclosure* voluntário da empresa é obtido através do cálculo da proporção estatística, feita através da relação entre o número de subcategorias evidenciadas pela empresa pelo número total de subcategorias, que são 40.

3.2 Variáveis Independentes de Desempenho Econômico-Financeiro e Criação de Valor

Para analisar a possível associação das estratégias de crescimento à melhoria do desempenho econômico-financeiro foram utilizadas as variáveis sugeridas pela literatura como pertinentes para essa mensuração, como o Crescimento das Vendas líquidas, Tamanho da empresa, Retorno sobre o Patrimônio (ROE) e o Retorno sobre o Ativo (ROA). No mesmo sentido, com o objetivo de investigar a relação entre as informações voluntárias e o desempenho econômico-financeiro para criação de valor para as empresas foi mensurado por meio de indicadores de criação de valor apresentados na literatura, esses indicadores se referem ao lucro por ação, Valor Econômico Adicionado (EVA) e Valor de Mercado

Agregado (MVA). O Quadro 4 ilustra o objetivo do estudo, as variáveis de análise, a *proxy* utilizada associada aos estudos que utilizaram essas *proxys*.

Quadro 4 - Variáveis independentes de desempenho econômico-financeiro e de criação de valor utilizados no estudo

Objetivo do Estudo	Variáveis de Análise	Proxy	Autor/Ano
Associar o desempenho econômico-financeiro às estratégias de crescimento	Crescimento das vendas líquidas	A proxy para crescimento das vendas, foi utilizado o <i>logaritmo</i> natural das vendas líquidas de cada ano.	Bhagat e Bolton (2008)
	Tamanho da Empresa	A proxy para o tamanho da empresa, foi utilizado o <i>logaritmo</i> natural do Ativo Total da empresa de cada ano.	Rover (2013)
	ROE	Para fins de cálculo da rentabilidade, utilizou-se o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), calculado a partir da relação entre o lucro líquido pelo patrimônio líquido do período.	Grzebieluckas, Marcon, e Alberton (2012)
	ROA	O ROA foi calculado através da razão entre o lucro líquido sobre o Ativo Total, ambos de cada período analisado.	
Investigar as informações voluntárias e o desempenho econômico-financeiro para criação de valor para as empresas da BM&F Bovespa	Lucro por ação	O Lucro por ação (LPA) refere-se ao lucro que pode ser distribuído aos acionistas da organização. O LPA foi calculado através da relação entre o Lucro líquido ou prejuízo do exercício e o número de ações emitidas pela empresa no ano.	Kaur e Narang (2009)
	EVA	A EVA (<i>Economic Value Added</i>) avalia o retorno econômico gerado pela empresa. Pela perspectiva do Lucro líquido, o EVA foi calculado da seguinte forma: $EVA = NOPAT - (\text{Patrimônio Líquido} \times TJLP^*)$ * O Ke foi substituído pela taxa de Juros ao Longo Prazo (TJLP) anual divulgada pelo sítio da Receita Federal, para evitar estimativas imprecisas.	Vijayakumar (2012) e Assaf Neto (2014)
	MVA	O <i>Market Value Added</i> (MVA) compara o valor de mercado de uma empresa (de capital aberto) com o total do seu patrimônio líquido. A <i>proxy</i> para o valor de mercado agregado, foi feita através da avaliação do patrimônio líquido pela cotação de suas ações no mercado, representado pelo <i>logaritmo</i> natural do MVA. Para fins de cálculo foi utilizada a seguinte métrica: $MVA = (\text{número de ações} \times \text{preço das ações}) - \text{Patrimônio Líquido}$ * Posição final de cada ano, conforme cotação histórica.	Girão, Machado, e Callado (2013)

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

3.3 Tratamento e Análise dos Dados

Foram analisados os demonstrativos financeiros e suas notas explicativas, bem como os relatórios da administração referente aos anos de 2013, 2014 e 2015 das empresas selecionadas, obtidos através do *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com o intuito de determinar o *disclosure* das empresas analisadas.

Em seguida, para verificar relação da divulgação (*disclosure*) de informações voluntárias como estratégia de crescimento para melhoria do desempenho econômico financeiro das empresas listadas na B3 foi utilizada a análise de regressão com dados em painel.

Método estatístico apropriado quando se pretende analisar um certo número de empresas, durante determinado período, de acordo com Gujarati e Porter (2011), é o modelo de regressão com dados em painel, pois a mesma unidade de corte transversal (uma empresa no caso) é acompanhada ao longo do tempo.

Dessa forma, para testar uma relação de dependência do *disclosure* de informações voluntárias em relação a um conjunto de fatores (variáveis independentes), que nesse estudo foram representadas pelas variáveis de desempenho e de criação de valor, foi estimado o seguinte modelo de regressão:

$$DISC_{it} = \beta_0 + \beta_1 VL_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LP_{it} + \beta_6 EVA_{it} + \beta_7 MVA_{it} + \mu \quad (1)$$

Onde:

DISC = *disclosure* de informações voluntárias *i* no período *t*

VL = crescimento das vendas líquidas da empresa *i* no período *t*

TAM = tamanho da empresa *i* no período *t*

ROE = retorno sobre o patrimônio da empresa *i* no período *t*

ROA = retorno sobre o ativo da empresa *i* no período *t*

LP = lucro por ação da empresa *i* no período *t*

EVA = valor econômico adicionado da empresa *i* no período *t*

MVA = valor de mercado agregado da empresa *i* no período *t*

μ = é o erro da regressão

A estimação desse modelo visa analisar se a divulgação de informações voluntárias se apresenta como estratégia de crescimento para melhoria do desempenho econômico-financeiro das empresas listadas integrantes da carteira do Ibovespa ao longo dos anos analisados. Cabe salientar que a análise dos dados em painel foi balanceado, ou seja, todas as empresas analisadas possuíam informações disponíveis para todos os anos estudados.

4 Resultados e Discussão

Nesta seção são evidenciados os resultados bem como suas discussões. No tópico inicial é apresentado uma análise exploratória dos dados, onde se analisa as práticas de *disclosure* voluntário das empresas. No tópico seguinte é realizada a análise da regressão dos dados em painel da equação proposta nesta pesquisa.

4.1 Análise das Práticas de *Disclosure*

Os dados da estatística descritiva indicam que o nível médio de *disclosure* voluntário, apresentando pelas empresas analisadas nessa amostra alcançaram um percentual médio de 39%, um nível máximo de aproximadamente 77% de divulgação voluntária, conforme evidenciado de forma geral na Tabela 1.

Tabela 1 - Estatística descritiva do percentual de *disclosure* voluntário das empresas

	Nº Empresas	Média	Mínimo	Máximo	Desvio padrão
% de <i>Disclosure</i> Voluntário	45	0,3939	0,05128	0,7692	0,1514

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa

A empresa PETROBRAS foi a empresa que respondeu pelo maior nível de *disclosure* voluntário da amostra, atingindo 0,74 nos anos de 2014 e 2013 e 0,76 no ano de 2015. Seguido da BRF SA que obteve um nível constante ao longo dos três anos analisados, 0,72, em uma escala que varia de 0 a 1. Em contrapartida, as duas empresas que obtiveram os

menores níveis de *disclosure* voluntário foram as empresas SMILE SA em 2013 com 0,05, e a CYRELA BRAZIL REALTY SA, que no mesmo ano de 2013 alcançou apenas 0,10 em nível de evidenciação de informações voluntárias através do seu Relatório Anual.

Concerne ressaltar a evolução acompanhada no *disclosure* voluntário apresentado entre os anos de 2014 e 2015 da CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO, passando do nível de *disclosure* de 0,28 constantes entre os anos de 2013 e 2014 evoluindo para 0,46 no ano de 2015. Desta maneira, podemos perceber que a empresa tende a apresentar uma perspectiva de aumento de sua política de divulgação de informações voluntárias.

Em relação as categorias de análise do *disclosure* voluntário, a que alcançou o maior nível de evidenciação foi a de “Informações Gerais/ Operacionais e Não Financeiras” com participação média de 58% das 45 empresas analisadas, com ênfase para a subcategoria de Descrição do Negócio/Principais Produtos que foi apresentado por aproximadamente 91% das empresas que integraram a presente amostra. No mesmo sentido, a categoria que obteve a segunda maior evidenciação por parte das empresas foi a de “Informações Financeiras Adicionais” com 40% de participação das companhias, impulsionado pela subcategoria de EBITDA, sendo apresentada por 93% das entidades estudadas, evidenciando a relevância reportada as empresas para esse indicador de desempenho que evidencia quanto a empresa gera de recurso apenas através de suas atividades operacionais.

Por outro lado, a categoria que foi menos evidenciada pelas empresas foi a de “Risco, Criação de Valor e Projeções”, sendo apresentada por apenas 26% das empresas em média, com destaque negativo para a subcategoria de Projeção de lucro e de Projeções de vendas e crescimento, não sendo divulgada por nenhuma das empresas pertencentes a amostra analisada no período estudado.

A KROTON EDUCACIONAL SA, foi a única empresa que evidenciou ao longo dos três anos analisados a subcategoria de eficiência operacional, onde ela apresenta as quantidades de serviços prestados pela empresa durante os respectivos anos.

De forma geral, um importante achado que deve ser ressaltado nessa pesquisa, foi obtido através da análise de conteúdo, que abrangeu a leitura do Relatório Anual das companhias dos anos de 2013 a 2015, e corrobora com o nível obtido de *disclosure* das empresas durante os anos investigados, é a reprodução semelhante da narrativa apresentada aos seus usuários externos de um ano para o outro, mudando apenas o resultado econômico retratado no ano. Nesse sentido, verifica-se que não existe por parte da maioria das empresas analisadas a iniciativa de apresentar inovações do *disclosure* voluntário de informações acerca da organização, apenas a replicação de informações pré-concebidas de anos anteriores.

4.2 Análise de Regressão com Dados em Painel

Em seguida, realizou-se análise da equação proposta nesta pesquisa com a utilização de uma regressão com dados em painel com efeitos aleatórios e balanceado, com o intuito de verificar a relação da divulgação (*disclosure*) de informações voluntárias como estratégia de crescimento para melhoria do desempenho econômico financeiro das empresas listadas na B3.

A utilização do teste de *Hausman* possibilitou a detectar se o modelo seria com efeitos fixos ou aleatórios. Com base nos resultados apurados na regressão será feita uma análise da relação do *disclosure* voluntário com os indicadores de desempenho econômico.

Ressalta-se que para as variáveis que representam o Tamanho da Empresa (*TAM*), Crescimento das Vendas Líquidas (*VL*) e Valor de Mercado Agregado da empresa (*MVA*), utilizou-se o logaritmo natural (*Ln*), com o intuito de minimizar ou até eliminar problemas de heterocedasticidade e tentar limitar os efeitos dos *outliers*, em virtude destas variáveis serem valores monetários positivos (WOOLDRIDGE, 2016).

Tabela 2 - Regressão com dados em painel - efeitos aleatórios

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Valor P
LnMVA	0,0083353	0,0050005	1,67	0,096***
EVA	-1,79e-06	1,39e-06	-1,28	0,200
LPA	-0,0027749	0,0065499	-0,42	0,672
ROA	0,03117	0,2409293	0,13	0,897
ROE	-0,0005256	0,0229315	-0,02	0,982
LnTAM	-0,0414516	0,0243913	-1,70	0,089***
LnVL	0,0693216	0,0215217	3,22	0,001**
DISC	0,0016017	0,1538669	0,01	0,992

Nota: R² ajustado 34,42% para 135 observações,

** Significância a 5%.

*** Significância a 10%

Fonte: elaborado pelos autores, com base nos dados da pesquisa.

Os resultados apurados na Tabela 2 apontam que existe relação entre a variável Crescimento das Vendas Líquidas (LnVL) e a divulgação voluntária das informações das empresas, uma que esta mostrou-se significativa estatisticamente ao nível de 5%. Verificou-se também que quanto maior o Crescimento das Vendas maior será o nível de divulgação de informações voluntárias por parte das empresas.

Outro aspecto da pesquisa é a relação do nível de *disclosure* voluntário com o tamanho da empresa (LnTAM). O modelo explica que quanto maior for a empresa menor será o nível de divulgação voluntária. Os achados dessa pesquisa divergem com o estudo de Janiszewski et al. (2017), o qual afirma que existe uma relação positiva entre o Ativo Total e o Índice de Divulgações Voluntárias da Empresa.

Em relação ao ROE, a pesquisa buscou evidenciar se empresas que possuem um maior retorno sobre o patrimônio apresentam um nível maior de divulgação voluntária, porém os resultados apontaram existir uma relação negativa entre o Retorno do Patrimônio e a Divulgação de Informações Voluntárias, todavia a variável independente não se mostrou significativa estatisticamente aos níveis de 1%, 5% e 10%. O resultado corrobora com o achado da pesquisa de Luz, Camargos e Lima (2006) que apresentou uma associação negativa entre o retorno sobre o patrimônio líquido e a disseminação voluntária de informações.

A pesquisa ainda analisa se a divulgação de informações voluntárias está positivamente relacionada com o Retorno sobre o Ativo da Empresa. A relação das variáveis é positiva, porém não se mostrou significativa estatisticamente aos níveis de 1%, 5% e 10%. Esse resultado converge com o achado do estudo de Luz, Camargos e Lima (2006) quanto maior o retorno sobre o ativo maior tende a ser a transparência e a divulgação de informações ao mercado por meio dos sites corporativos.

No tocante a análise dos indicadores de criação de valor para empresas investigadas nesse estudo, podemos inferir através da Tabela 2 que o Lucro por ação (LPA) apresenta uma relação negativa com o *Disclosure*, porém a variável independente não se mostrou significativa estatisticamente aos níveis de 1%, 5% e 10%. Contrariando, o estudo de Luz, Camargos e Lima (2006) que indica que quanto maior o retorno acionário maior tende a ser a transparência e a divulgação de informações por parte das empresas.

Os resultados deste estudo apontam uma relação negativa entre a divulgação voluntária de informações e o aumento do Valor Econômico da Empresa (EVA), contudo a

variável independente não se mostrou significativa estatisticamente aos níveis de 1%, 5% e 10%.

A análise ainda aponta que existe uma relação positiva entre o valor de mercado agregado da empresa e a divulgação de informações voluntárias, convergindo com a pesquisa de Souza (2013), que constata que o *disclosure* voluntário influencia positivamente o Valor de Mercado das Companhias.

5 Considerações Finais

Esta pesquisa teve como objetivo verificar a relação entre a divulgação (*disclosure*) de informações voluntárias como estratégia de crescimento para melhoria do desempenho econômico financeiro das empresas listadas na BM&F Bovespa. Com o intuito de atingir tal objetivo, utilizou-se da análise de conteúdo a técnica de análise de conteúdo, aplicando uma métrica adaptada dos trabalhos de Lanzana (2004) e Murcia e Santos (2009), assim como de um modelo de Regressão com Dados em Painel com efeitos aleatórios para uma amostra de 45 companhias brasileiras listadas no Ibovespa durante uma série histórica de três anos (2013, 2014 e 2015).

A motivação para realização desta pesquisa resultou da relevância e das potencialidades do *disclosure* tanto na área das pesquisas acadêmicas quanto na discussão corporativa. A justificativa para a pesquisa se dá em função da importância em investigar qual o reflexo de uma maior transparência corporativa como uma estratégia para maximizar o desempenho econômico financeiro de uma organização. Destacam-se dentre os principais achados da pesquisa:

O nível de divulgação de informações voluntárias das empresas analisadas apresenta um percentual médio de 39%. Tendo como destaque a PETROBRAS e a BRF SA com os maiores níveis de *disclosure* voluntário, 0,76 e 0,72 em 2015.

A descrição do negócio operacionalizado pelas empresas seus principais produtos, e o EBTIDA foram as subcategorias com maior representatividade em nível de divulgação pelas empresas analisadas, cerca de 91% e 93% respectivamente. E a subcategoria de Projeção de lucro e de Projeções de vendas e crescimento, foi o destaque negativo da análise, não sendo divulgada por nenhuma das empresas pertencentes a amostra analisada no período estudado.

A pesquisa aponta existir uma relação positiva entre o *disclosure* voluntário de informações e as variáveis de desempenho financeiro-econômico de Crescimento das Vendas Líquidas, do Retorno sobre o Ativo, indicando que quanto maior forem essas variáveis maior será o nível de divulgação de informações voluntárias por parte das empresas, conforme estudos de Luz, Camargos e Lima (2006). O estudo também constatou uma relação negativa existente entre o Tamanho da Empresa e a Rentabilidade, corroborando com os estudos de Janiszewski *et al.* (2017) e Luz, Camargos e Lima (2006).

Os resultados obtidos através do modelo de regressão aplicado também obteve o achado em relação as informações voluntárias e o desempenho econômico-financeiro para criação de valor para as empresas da BM&F Bovespa analisadas, a existência de uma relação positiva entre o Valor de Mercado Agregado (MVA) da empresa e a divulgação de informações voluntárias, enfatizando a relevância do *disclosure* e sua influência positiva no valor de mercado das empresas, como também foi evidenciado no estudo de Souza (2013). Em contrapartida o Lucro por Ação e o Valor Econômico Adicionado (EVA) nessa pesquisa mostraram uma relação negativa com a divulgação de informações voluntárias.

Dessa forma, pode-se concluir que a divulgação de informações voluntárias por partes das empresas apresentou relação positiva com alguns indicadores econômico-financeiro e de criação e valor para organização, convergindo para a perspectiva que o *disclosure* pode

reduzir o grau de incerteza dos investidores se tornando uma relevante ferramenta de alcance de vantagem competitiva. Embora, algumas empresas persistam replicando informações de um ano para o outro, o que afeta a qualidade do que está sendo divulgado.

O documento utilizado como instrumento de análise pode ser indicado como uma limitação observada na condução desse estudo, pois as empresas podem se utilizar de outros canais para divulgação das informações voluntárias, como através de *websites* corporativos. Sendo que esse estudo buscou enfatizar a evidenciação informações voluntárias por meio do Relatório Anual.

Como sugestões para pesquisas futuras recomenda-se replicar o estudo com uma amostra mais ampla e um período histórico maior para que se possa averiguar as variações das divulgações de informações por parte das organizações e se apresentam uma tendência ao longo dos anos analisados correlacionada com sua estratégia empresarial, bem como ampliar o estudo relacionando o *disclosure* voluntario com outros indicadores de desempenho econômico financeiro.

Referências

ADAMS, C.A.; LARRINAGA-GONZÁLEZ, C. Engaging with organisations in pursuit of improved sustainability accounting and performance. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Bingley, v. 20, n. 3, p. 333-355, 2007.

ADAMS, C. A.; MCNICHOLAS, P. Making a difference: sustainability reporting, accountability and organisational change. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Bingley, v. 20, n. 3, p. 382-402, 2007.

ASSAF NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2014.

BAEK, H.Y.; JOHNSON, D.R.; KIM, J.W. Managerial ownership, corporate governance and voluntary disclosure. **Journal of Business and Economic Studies**, New Jersey, v.15, n. 2, p. 44-61, 2014.

BALLESTERO, A; NOGUEIRA, I. V.; VITORINO FILHO V. A. Análise do nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital das empresas brasileiras: no período de 2008 a 2012. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v. 19. n. 3, p. 356-375, set./dez, 2016.

BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, Amsterdã, v. 14, n. 3, p. 257-273, 2008.

BOTOSAN, C.A; STANFORD, M. Manager's motives to withhold segment disclosures and the effect of SFAS No. 131 on analysts' information environment. **The Accounting Review**, Palo Alto, v. 80, n. 3, p. 751-771, 2005.

BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS DE SÃO PAULO (BM&FBOVESPA). **Metodologia dos Índices 2015**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/indices/indices-amplos/indice-bovespa-ibovespa.htm>. Acesso em 19 jan. 2017.

BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, Abbie J. What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 42. n. 2. p. 207-252, 2004.

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

CALLAN, Scott J.; THOMAS, Janet M. Corporate financial performance and corporate social performance: an update and reinvestigation. **Corporate Social Responsibility and Environmental Management**, Sidney, v. 16, n. 2, p. 61-78, 2009.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set, 2002.

CHO, C. H.; PATTEN, D. M. The role of environmental disclosures as tools of legitimacy: A research note. **Accounting, Organizations and Society**, Oxford, v. 32, n. 7, p. 639-647, 2007.

DANTAS, J. A. *et al.* Determinações de refazimento/publicação de demonstrações financeiras pela cvm: o papel dos auditores independentes. **Revista Universo Contábil-FURB**, Blumenau, v. 7, n. 2, p. 45-64, abr./jun, 2011.

DECKER, F.; *et al.* A relação entre os ativos intangíveis e a rentabilidade das empresas listadas no índice Bovespa. **REUNA**, Belo Horizonte, v.18, n.4, p. 75-92, out/dez, 2013.

DRUCKER, P. F. **Introdução à administração**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

ELKINGTON, John B. Governance for sustainability. **Corporate Governance: An International Review**, Birmingham, v.14, n.6, p. 522-529, 2006.

FARIAS, K. T. R. **A relação entre divulgação ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto: uma pesquisa utilizando equações simultâneas**. 2008. 193 p. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) –Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, Rio Preto, 2008.

GAZZOLA, P.; MELLA, P. Corporate performance and corporate social responsibility (CSR). A necessary choice. **Economia Aziendale Online**, Pavia n. 3, p. 1-22. 2012.

GRAY, R., K., R; LAVERS, S. Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Bingley, v. 8, n. 2, p. 47-77, 1995.

GIRÃO, L. F. A. P.; MACHADO, M. A. V.; CALLADO, A. L. C.. Análise dos fatores que impactam o MVA das companhias abertas brasileiras: será o EVA® mais value relevant que os indicadores de desempenho tradicionais. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, Rio de Janeiro v. 8, n. 2, p. 89-105, 2013.

- GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5. ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.
- GRZEBIELUCKAS, C.; MARCON, R.; ALBERTON, A. A estratégia de diversificação e performance: o caso das companhias abertas no Brasil. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 14, n. 2, p. 99-126, mar/abr, 2012.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- JANISZEWSKI, *et. al.* Relação da Teoria da Sinalização com o desempenho das Empresas a partir dos seus Indicadores de Performance de Divulgação Voluntária. **RC&C - Revista Contabilidade e Controladoria**, Curitiba, v. 9, n. 2, p. 93-108, mai./ago. 2017
- KAUR, M.; NARANG, S. Shareholder value creation in India's most valuable companies: an empirical study. **Journal of Management Research**, Las Vegas, v. 8, n. 8, p. 16-42, 2009.
- KLANN, R. C.; BEUREN, I. M. Características de empresas que influenciam o seu disclosure voluntário de indicadores de desempenho. **Brazilian Business Review**, Vitória - ES, v. 8, n. 2, p. 96-118, abr./jun, 2011.
- KUHNEN, C. M. Asymmetric learning from financial information. **The Journal of Finance**, Berkeley, v. 70, n. 5, p. 2029-2062, 2015.
- LANZANA, A. **Relação entre o disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 165 p. Dissertação (Mestrado em administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LIMA, G. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 118 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- LUZ, J. J. M.; CAMARGOS, M. A. de; LIMA, J. O. Análise da relação entre disseminação voluntária de informações e desempenho financeiro de empresas brasileiras. **Revista de Gestão USP**, São Paulo, v. 13, n. 4, p. 11-24, out./dez, 2006.
- MACHO-STADLER, I.; PEREZ-CASTILHO, J. D. **An introduction to the economics of information: incentives and contracts**. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2001.
- MARTINS, O. S. **Relações entre e assimetria de informação e as características das empresas no mercado acionário brasileiro**. 2012. 186 p. Tese Doutorado em Contabilidade – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – UNB, UFPB e UFRN, João Pessoa –PB, 2012.
- MARTINS, V. F.; MENDONÇA, L. P. O nível de evidenciação dos derivativos financeiros: uma análise das empresas brasileiras do setor de energia elétrica. **Revista Científica Interdisciplinar**, Link Science Place, v. 3, n. 2, p. 101-155, abr./jun, 2016.

MARTINS, O. S.; PAULO, E. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. **R. Cont. Fin. – USP**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, jan./fev./mar./abr., 2014.

MARTINS, O. S.; PAULO, E.; GIRÃO, L. F. A. P. Preço da ação, disclosure e assimetria de informação: o caso OGX. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 12, n. 1, p. 06-24, jan./mar, 2016.

MELO, M. M. D. **Divulgação de informações sob a perspectiva da sustentabilidade empresarial e sua relação com os investimentos socioambientais e governança corporativa das empresas listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA**. 2014. 119 p. Dissertação (Mestrado em Programa Multi-institucional Inter-Reg. em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília (UnB) e Universidade Federal do Rio Grande do Norte (UFRN), 2014.

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

PEDERSEN, E. R. Making corporate social responsibility (CSR) operable: how companies translate stakeholder dialogue into practice. **Business and Society Review**, Waltham, v. 111, n. 2, p. 137-163, 2006.

PORTER, M. E. **Competitive advantage: creating and sustaining superior performance**. 1 ed. New York: Simon e Schuster, 2008.

POWELL, T. C. Competitive advantage: logical and philosophical considerations. **Strategic Management Journal**, Malden, v. 22, n. 9, p. 875-888, 2001.

RANKIN, M.; WINDSOR, C.; WAHYUNI, D. An investigation of voluntary corporate greenhouse gas emissions reporting in a market governance system. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, Bingley, v. 24, n. 8, p. 1037-1070, 2011.

ROVER, S. **Disclosure sociambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil**. 2013. Tese. 197 p. (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SACCONI, L. A social contract account for CSR as an extended model of corporate governance (I): Rational bargaining and justification. **Journal of Business Ethics**, New York, v. 68, n. 3, p. 259-281, 2006.

SILVA, W. M. **Governança corporativa e estratégia: evidências de associações e implicações para o desempenho financeiro de indústrias brasileiras**. 2003. Dissertação. 197 p. (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Pernambuco, Pernambuco, Recife, 2003.

SOUSA, C. B; *et al.* Valor de mercado e disclosure voluntário: estudo empírico em companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Ambiente Contabil**, Natal, v. 6, n. 2, jul./dez, 94-115, 2014.

TANG, Ying-Chan; LIOU, Fen-May. Does firm performance reveal its own causes? The role of Bayesian inference. **Strategic Management Journal**, Malden, v. 31, n. 1, p. 39-57, 2010.

UNERMAN, J.; BENNETT, M. Increased stakeholder dialogue and the internet: towards greater corporate accountability or reinforcing capitalist hegemony? **Accounting, Organizations and Society**, Oxford, v. 29, n. 7, p. 685-707, 2004.

VIJAYAKUMAR, A. Economic value added (EVA) and shareholders wealth creation: a factor analytic approach. **Research Journal of Finance and Accounting**, Oxford, v. 2, n. 12, p. 22-37, 2012.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil**: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

WRIGHT, P; KROLL, M.J.; PARNELL, J. **Administração estratégica**: conceitos. São Paulo: Atlas, 2001.

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à Econometria**: uma abordagem moderna. 6 Ed. São Paulo: Cengage Learning, 2016.