

# Social Disclosure e Custo de Capital Próprio em Companhias Abertas no Brasil\*

## Social Disclosure and Cost of Equity in Public Companies in Brazil

### Rodrigo de Souza Gonçalves

Professor Doutor do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília  
E-mail: rgoncalves@unb.br

### Otávio Ribeiro de Medeiros

Professor Titular do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília  
E-mail: otavio@unb.br

### Jorge Katsumi Niyama

Professor Titular do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Universidade de Brasília  
E-mail: jkatsumi@unb.br

### Elionor Farah Jreige Weffort

Professora Doutora do Departamento de Ciências Contábeis da Fundação Escola do Comércio Álvares Penteado  
E-mail: eweffort@fecap.br

Recebido em 5.3.2012 – Aceito em 9.3.2012 – 3ª versão aceita em 25.6.2013

## RESUMO

Esta pesquisa tem por objetivo analisar a relação entre o nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil. Assume-se a hipótese de que os programas sociais externos promovidos ou apoiados pelas empresas contribuem para a construção da imagem reputacional das organizações, compensando as externalidades, trazendo benefícios sob o ponto de vista econômico, pela relação negativa com o custo do capital. Para testar essa hipótese, foram coletados e analisados os relatórios de responsabilidade social de 83 empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), no período de 2005 a 2009. Para avaliação do nível de *social disclosure* das empresas analisadas, foi utilizado um índice composto de 13 indicadores. O custo de capital próprio foi ajustado ao risco mediante o Capital Asset Pricing Model (CAPM) e testado por meio de regressão com dados em painel com efeitos fixos seccionais. Os resultados evidenciam que há relação negativa entre custo de capital próprio e nível de *social disclosure*, indicando, para o mercado acionário brasileiro, uma forma semiforte de eficiência de mercado.

**Palavras-chave:** *Social disclosure*. Custo de capital próprio. Programas sociais externos. Empresas brasileiras. Eficiência de mercado.

## ABSTRACT

This study aims to analyze the relationship between the level of *social disclosure* and the cost of equity in public companies in Brazil. The hypothesis is that external social programs promoted or supported by a company increase the organization's reputation, compensate for externalities and bring economic benefits through the negative relationship with the cost of equity. To test this hypothesis, social responsibility reports of 83 companies listed on the São Paulo Stock, Mercantile and Futures Exchanges (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo - BM&FBovespa) from the period 2005-2009 were collected and analyzed. A composite index of 13 indicators was used to evaluate the *social disclosure* level of the companies analyzed. The cost of equity was risk-adjusted using the capital asset-pricing model (CAPM) and regression tested using panel data with cross-sectional fixed effects. The results show a negative relationship between the cost of equity and level of *social disclosure*, indicating that the Brazilian stock market has a semi-strong form of market efficiency.

**Keywords:** *Social disclosure*. Cost of equity. External social programs. Brazilian companies. Market efficiency.

\*Artigo apresentado no XXXV EnANPAD realizado no Rio de Janeiro/RJ em 2011.

## 1 INTRODUÇÃO

A busca por maior aceitação e reconhecimento pela sociedade e pelos investidores faz com que as empresas realizem um conjunto de ações para se tornarem mais transparentes e para promoverem um desenvolvimento econômico e sustentável. Assim, os impactos negativos ocasionados pela atuação das empresas têm sido atenuados por ações que conjugam soluções alternativas em seu processo operacional e programas que buscam compensar os impactos negativos gerados na comunidade local, os denominados programas sociais.

Dessa forma, os programas sociais surgem como alternativa na busca das empresas por maior aceitação, de modo a propiciar compensação pela geração de suas externalidades, e na promoção de uma imagem associada a ações que possam ser consideradas socialmente responsáveis (Baron, 2001; Orlitzky & Benjamin, 2001; Heal, 2004; McWilliams, Siegel, & Wright, 2006; Udayasankar, 2008). Infere-se, assim, que tais ações devam contribuir para que as empresas cumpram, ao menos em parte, seu contrato com a sociedade, também conhecido como contrato social (Ramanathan, 1976) e, dessa forma, conquistem maior aceitabilidade não somente da comunidade local, mas de seus potenciais consumidores.

Por outro lado, há de se destacar que a realização de programas sociais foge ao escopo da função-objetivo para a qual as empresas foram criadas (Sternberg, 1999), o que, por sua vez, pode gerar incertezas quanto ao modo como os recursos alocados pelos investidores estão sendo geridos (Hillman & Keim, 2001; Brigham, Gapenski, & Ehrhard, 2001). Peliano et al. (2002, 2006) corroboram esse cenário, apontando que grande parte das empresas brasileiras não possuía qualquer sistema que permitisse avaliar o impacto de suas ações sociais, não tendo, assim, qualquer preocupação em identificar as relações dessas ações com seus objetivos estratégicos e tampouco em providenciar que tais ações tivessem orçamento próprio. Machado Filho e Zylbersztajn (2003) identificaram, para uma amostra de empresas brasileiras, que tais empresas passam a realizar essas ações como forma de reduzir o risco reputacional<sup>1</sup>, não possuindo, porém, qualquer forma sistemática de avaliação do desempenho das atividades sociais desenvolvidas nem do valor gerado para essas. Corroboram, assim, os resultados das pesquisas de Peliano et al. (2002, 2006), ao identificarem que a escolha das ações não possui qualquer relação com os objetivos estratégicos da empresa, que não possui estruturas, quer formais ou informais, que deem sustentação adequada à implementação de ações de responsabilidade social ou ao seu monitoramento.

Nota-se que as empresas, embora aumentem gradativamente o volume de recursos em programas sociais ou se preocupem, cada vez mais, em realizar essas ações, ainda carecem de melhor planejamento e acompanhamento por parte das organizações que se propõem a fazê-lo ou a financiá-lo. É nesse momento que mecanismos de monitoramento e controle devem servir como instrumentos de redução de

incerteza, entre os quais se destaca o processo de prestação de contas que, sob a ótica do investidor externo, pode ser realizado por intermédio dos relatórios contábeis.

A evidenciação social (*social disclosure*) tem por objetivo servir como canal de comunicação entre a empresa e a comunidade, divulgando as ações de responsabilidade social empreendidas, sejam essas internas ou externas. Para Williams (1980), Riahi-Belkaoui e Korpik (1988), Epstein e Freedman (1994) e Gray, Javad, Power, e Sinclair (2001), *social disclosure* é definido como um instrumento de relação ou interlocução entre empresa e sociedade, compreendendo as vertentes de natureza interna, de natureza ética e de natureza discricionária, que são as ações voluntárias. Segundo Orlitzky e Benjamin (2001), Jensen (2001) e Saia, Carroll, e Buchholtz (2003), as ações de responsabilidade social corporativa e, conseqüentemente, sua divulgação em relatórios sociais são itens importantes a serem considerados na estratégia empresarial, à medida que servem como instrumentos para melhoria da imagem organizacional.

De acordo com pesquisa realizada pela KPMG, cresce o número de empresas preocupadas em divulgar suas ações sociais mediante seus relatórios, dado que, no universo de empresas pesquisadas no ano de 2005, havia um total de 50% que incluíam práticas de accountability de suas ações sociais, passando para 80% no ano de 2008 (KPMG International, 2008).

No caso brasileiro, destacam-se as ações divulgadas por meio do Balanço Social a partir das iniciativas do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase), introduzidas na segunda metade dos anos 1990. O Balanço Social é um mecanismo utilizado pelas empresas para tornarem públicas suas intenções e seus compromissos, visando à transparência de suas ações no exercício da responsabilidade social corporativa, trazendo informações qualitativas e quantitativas (Zarpelon, 2006).

Segundo o Ibase, “a ideia do Balanço Social é demonstrar quantitativamente e qualitativamente o papel desempenhado pelas empresas no plano social, tanto internamente quanto na sua atuação na comunidade” (Ibase, 2012). Relatório de Sustentabilidade Empresarial, Balanço Social Corporativo, Relatório Social e Relatório Social-Ambiental são outros nomes utilizados por organizações, especialistas e acadêmicos para designar o material informativo acerca da situação da organização em relação a questões sociais e ambientais (Oliveira, 2008).

Segundo Pires e Silveira (2008), o disclosure de informações de natureza social é uma nova atribuição da contabilidade, pois as organizações procuram atender aos anseios da sociedade, conscientes de que, além de lucrativas e de atuarem de forma social e ambientalmente responsável, precisam transmitir esses valores aos stakeholders, procurando disponibilizar tanto informações econômico-financeiras quanto informações associadas às suas ações sociais e ambientais. Essas informações podem ser acrescidas aos

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



relatórios contábeis tradicionais (Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Notas Explicativas e Relatório de Administração etc.) e/ou divulgadas em relatórios específicos (Demonstração do Valor Adicionado, Balanço Social, Relatório Ambiental etc.). Além disso, conforme Borba e Nazário (2003), as demonstrações contábeis tradicionais poderiam e deveriam contemplar informações de natureza social e ambiental, uma vez que elas podem causar impacto na situação patrimonial, financeira e econômica das organizações.

Considerando esse cenário, verifica-se que a divulgação das ações sociais tem exercido ou pode exercer um papel estratégico para as organizações, tendo em vista que retrata não somente sua visão de responsabilidade social, mas, sobretudo, a forma como os programas por ela desenvolvidos ou financiados contribuem no desenvolvimento da sociedade. Nesse sentido, para que as empresas sobrevivam em longo prazo, devem incorporar práticas que levem em conta os interesses da sociedade ou dos stakeholders (v.g. Jensen, 2001; Saiia, Carroll, & Buchholtz, 2003; Smith, Adhikari, & Tondkar, 2005).

Sob a ótica da prestação de contas, o *social disclosure* traz benefícios à empresa, uma vez que o investidor teria maiores informações acerca de suas atividades, o que traz maior confiabilidade para o mercado e, com isso, cria-se um ciclo virtuoso (v.g. Anderson & Frankle, 1980; Gray, Javad, Power, & Sinclair, 2001; Poddi & Vergalli, 2009). Essa suposição, entretanto, ainda não foi suficientemente investigada e tampouco é ponto pacífico nas pesquisas acadêmicas. Richardson e Welker (2001), por exemplo, verificaram que o mercado recebe, de maneira positiva, as informações quanto às ações de responsabilidade social, desde que a empresa garanta o desempenho e a rentabilidade esperados no período.

Já Riahi-Belkaoui e Karpik (1988) e Riahi-Belkaoui (2004) entendem que, à medida que as empresas aumentam o volume e a qualidade da informação, incluindo a de natureza social, as incertezas quanto ao uso dos recursos empresariais tendem a diminuir, provocando, consequentemente, uma maior confiança dos investidores que, ao alocarem seus recursos, se dispõem a cobrar um prêmio menor pelo risco do capital investido em empresas consideradas mais transparentes. Nesse sentido, Silva e Quelhas (2006), Poddi e Vergalli (2009) e Dhaliwal, Li, Tsang, e Yang (2011) constataram que o custo de capital próprio é inferior para as empresas que participam de fundos considerados socialmente responsáveis ou para aquelas que evidenciam suas práticas sociais. Essa situação é passível de ocorrência

em mercados acionários considerados eficientes, uma vez que os investidores passam a incorporar no valor do ativo todas as informações públicas disponíveis, como é o caso de mercados classificados na forma de eficiência semiforte (Fama, 1970). Todavia, em se tratando do mercado acionário brasileiro, não é possível afirmar que esse seja classificado na forma semiforte de eficiência nem que os programas sociais e sua prestação de contas sejam vistos como instrumentos de redução das externalidades.

Considerando que as ações de natureza social têm recebido maior atenção por parte das organizações, seja nos aspectos relacionados à alocação de recursos, seja na busca de melhorias em suas práticas de evidenciação, este estudo tem por objetivo geral analisar a relação entre o nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil.

Assim, o estudo justifica-se não só pela importância do *social disclosure* em si, mas também pela carência de pesquisas que buscam compreender os efeitos do *social disclosure*, em especial aquele relacionado aos programas sociais externos sobre o custo de capital próprio em empresas brasileiras. Sob esse enfoque, à medida que se busca identificar evidências da relação negativa entre o *social disclosure* e o custo de capital próprio em empresas brasileiras, este trabalho poderá também contribuir para avaliar a percepção do mercado acionário em relação ao comportamento do gestor em suas ações discricionárias.

Acerca da temática, os estudos ainda são escassos (v.g. Richardson & Welker, 2001; Orlitzky & Benjamin, 2001; Poddi & Vergalli, 2009; Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011; Reverte, 2012; Ng & Rezaee, 2012), sobretudo em mercados emergentes (v.g. Rover & Murcia, 2010; Gana & Dakhlaoui, 2011). Desse modo, esta pesquisa avança em relação aos estudos anteriores na medida em que analisa, de forma específica, o efeito da divulgação dos programas sociais externos no custo de capital próprio. Essa abordagem é relevante porque tais programas não possuem, de forma direta, relação com as atividades operacionais da empresa, o que poderia ser entendido como um mau uso dos recursos econômico-financeiros (v.g. Carr & Outhwaite, 2009).

Complementarmente, se verificada a existência de uma relação negativa entre nível de *social disclosure* dos programas sociais externos e custo de capital próprio, pode ser um sinalizador de que tais ações podem contribuir para compensar os efeitos negativos decorrentes da atividade operacional das organizações (externalidades) com uma melhora em sua imagem reputacional (Machado Filho & Zylbersztajn, 2003).

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

Os custos sociais inerentes à atividade empresarial podem ser suportados pela própria organização (custos privados) ou “transferidos” para a sociedade (externalidades). Alguns desses custos cabem, por obrigatoriedade legal, à empresa. No entanto, há outros – como os programas sociais externos – com os quais a empresa tem a discricionariedade de arcar ou não. Assim, se a empresa opta por arcar com programas sociais externos, espera-se que sejam

evitados ou, ao menos, minimizados os conflitos entre essa e a sociedade, o que geraria, entre outros, benefícios como redução do risco, melhoria das relações com os reguladores, incremento da produtividade e menor custo do capital (v.g. Heal, 2004).

Por outro lado, o *social disclosure* é o caminho encontrado pelas organizações para levar ao mercado as informações relevantes sobre os seus programas sociais. De acor-

do com Richardson e Welker (2001), há duas razões pelas quais as empresas que adotam o *social disclosure* devem se beneficiar de um custo de capital próprio menor: primeiramente, maior *social disclosure* possibilitaria a redução dos custos de transação com os investidores, resultando em maior liquidez de mercado e maior demanda pelas ações da empresa (Diamond & Verrecchia, 1991); em segundo lugar, maior *social disclosure* poderia reduzir o risco de estimação ou a incerteza em relação à distribuição dos retornos das ações da empresa (Clarkson, Guedes, & Thompson, 1996). Portanto maior transparência via *social disclosure* reduziria a assimetria informacional entre empresa e investidores, o que favoreceria a demanda pelas ações da empresa, a melhoria do risco percebido e a diminuição da volatilidade das ações da empresa.

Todavia, as diferentes percepções acerca da realização ou promoção de programas sociais, bem como os resultados de estudos até o momento controversos, suscitam as mais diferentes opiniões de como as empresas devem se portar. Segundo Jensen et al. (1972, p. 339), “programa social é um plano de ação, uma experiência introduzida em sociedade com a finalidade de produzir uma mudança no status da sociedade ou de alguns de seus membros”<sup>2</sup>. Nessa perspectiva, os programas sociais são vistos como instrumentos que buscam compensar as externalidades provocadas pela atividade operacional (Heal, 2004), o que, por sua vez, abre espaço para uma avaliação da sociedade em relação à empresa sob enfoque que não o relacionado à sua atividade operacional. Isso faz com que a empresa possa ganhar maior aceitação por parte daqueles que são impactados de forma negativa por suas atividades (Orlitzky & Benjamin, 2001).

Entretanto, para Coase (1960), o fato de as empresas provocarem externalidades em decorrência de sua atuação dentro dos parâmetros legais é, por si só, motivo suficiente para que não tenham de arcar com custos adicionais em suas atividades, pois isso seria nocivo para a atividade empresarial. Esses custos adicionais, que são os custos de transação, além de não serem necessários, acabam por reduzir a competitividade das empresas (Coase, 1937). Para Wink Jr., Sheng, e Eid Jr. (2011), as imperfeições de mercado, isto é, os custos de transação, têm sido objeto de intenso debate na área econômica, desde a segunda metade da década de 1920. Enquanto para Arrow (1969), custos de transação são os custos do sistema operacional da economia, para Furuotn e Richter (1997), são aqueles resultantes da criação, operação, manutenção e modificação das instituições.

Diante dessa ambiguidade, diversos estudos acerca do exercício da contabilidade foram desenvolvidos com vistas a buscar respostas quanto ao papel dela como instrumento de comunicação entre empresas e usuários externos (Jensen et al., 1972; Estes, 1972). Para Ramanathan (1976), o papel da Contabilidade Social Corporativa, realizado por meio de seus relatórios de *social disclosure*, é o de ir além de informar as ações de responsabilidade social empreendidas ou de servir como instrumento de relação entre empresa e sociedade, pois deve conter informação útil caracterizada

por aspectos como a) objetivos da empresa, b) suas políticas, programas, desempenho e c) contribuições para os objetivos sociais. Desse modo, é de se esperar que os relatórios sociais que possuam tais características venham a contribuir para a tomada de decisão do usuário externo e, ainda, a realizar uma adequada prestação de contas da alocação dos recursos.

Nesse cenário, a dúvida acerca dos impactos dessas ações empreendidas pelas empresas permeia as pesquisas na área contábil e, assim, foram realizadas pesquisas (v.g. Anderson & Frankle, 1980; Cochran & Wood, 1984; Riahi-Belkaoui & Karpik, 1988; Waddock & Graves, 1997) com o objetivo de se determinar o impacto das ações promovidas pelas empresas na sociedade e seu custo/benefício, conjugando variáveis financeiras e sociais. Ocorre que os estudos que buscaram compreender esses efeitos por meio do custo de captação de recursos ainda são escassos, principalmente quando se trata de mercados emergentes, como o brasileiro. Um dos primeiros estudos a respeito do assunto foi realizado por Richardson e Welker (2001), que encontraram uma relação positiva entre custo de capital e aumento do *social disclosure*. Já Orlitzky e Benjamin (2001) encontraram evidências de que o *social disclosure* tem uma relação negativa com o custo de capital próprio estimado pelo Capital Asset Pricing Model (CAPM). Dhaliwal et al. (2011), em uma análise temporal de 15 anos e amostra de 213 empresas norte-americanas, também apresentaram indícios de que o nível de *social disclosure*, ao ser testado conjuntamente com outras variáveis, tem uma relação negativa com o custo de capital daquelas empresas. Entretanto, isso só ocorreu naquelas que tiveram um nível de evidência social mais elevado. Reverte (2012), em uma amostra de empresas espanholas, identificou que, nas organizações que possuíam um maior *social disclosure*, houve uma relação negativa com o custo de capital próprio, sobretudo naquelas classificadas em setores sensíveis ao meio ambiente.

O estudo de Ng e Rezaee (2012) demonstra que não somente a divulgação voluntária dessas informações tem uma relação negativa com o custo de capital próprio e de terceiros, como também passa a ter maior cobertura por parte dos analistas, corroborando os resultados de Dhaliwal et al. (2011). No estudo realizado por Rover e Murcia (2010), que analisou as 100 maiores empresas brasileiras não financeiras no período de 2006 a 2008, o nível de evidência voluntária, que incluía informações sociais, está associado a um custo de capital mais elevado nas empresas. Porém não é possível extrair desse estudo conclusões acerca do efeito provocado somente pelas informações sociais, uma vez que foram analisadas em conjunto com outras informações voluntárias. Alinhados aos resultados de Rover e Murcia (2010), Gana e Dakhlaoui (2011), em uma amostra de empresas tunisianas, concluíram que o custo de capital próprio é mais elevado nas empresas que possuem maior nível de evidência, ao passo que o custo de captação é menor naquelas com menor nível de evidência. Os resultados dessas pesquisas demonstram, de certa forma, a necessidade de melhor investigação e compreensão dos efeitos desse tipo de informação, tendo em vista

<sup>2</sup> “social program is a plan of action, an experiment introduced into society for the purpose of producing a change in the status of the society or some of its members”.

que contrariam os resultados mais recentes encontrados em mercados considerados desenvolvidos (v.g. Dhaliwal et al., 2011; Reverte, 2012).

De modo geral, os estudos mencionados partem da hipótese da eficiência de mercado (HEM), em que, sob condições ideais, o valor de mercado de um ativo (ação) deve refletir toda informação disponível (Fama, 1970). Nesse cenário, Scott (2009) acredita que a eficiência de mercado deve impulsionar as empresas para um full disclosure, em que tanto a quantidade quanto a qualidade da informação a ser evidenciada deverão ser prontamente asseguradas e perseguidas pelas empresas.

No que diz respeito à ampliação do *social disclosure*, a

hipótese que sustenta essa atuação é a de que os programas sociais seriam instrumentos que atuam de forma a compensar as externalidades empresariais, promovendo uma melhoria na imagem reputacional das empresas e, consequentemente, tendo uma relação negativa com o seu custo de captação de recursos (Richardson, Welker, & Hutchinson, 1999; Heal, 2004; McWilliams, Siegel, & Wright, 2006).

Nessa perspectiva, o presente trabalho procura analisar o comportamento do nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio no mercado brasileiro, e a hipótese a ser testada no estudo pode ser assim definida:

$H_1$  – Há uma relação negativa entre *social disclosure* e custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil.

### 3 PERCURSO METODOLÓGICO

A amostra inicial que compõe o objeto de estudo é formada pelas empresas listadas na BM&FBovespa. Considerando o objetivo subjacente da pesquisa, que é avaliar o *social disclosure* relativo às ações discricionárias que impactam a comunidade, foram identificadas quais das empresas possuem ou patrocinam programas sociais no período de 2005 a 2009.

Considerando que o *social disclosure* ora avaliado é testado quanto à sua relação com o custo de capital próprio, constituído basicamente de variáveis de mercado, e que o comportamento de ações com baixa liquidez no mercado poderia distorcer os resultados, dado que os preços dessas ações poderiam não refletir as condições normais de precificação, provocando viés na estimação do custo de capital próprio, utilizou-se a liquidez em bolsa, no período de dezembro de 2005 a dezembro de 2009, disponibilizado pelo sistema Economática®, como filtro para selecionar as empresas. O critério adotado foi o de selecionar empresas com indicador de liquidez superior a 0,001. Além disso, verificaram-se, por meio dos relatórios anuais, as ocorrências

de fusões, decidindo-se, então, pela eliminação dessas empresas, em função das substanciais alterações decorrentes de suas estruturas patrimoniais.

Em função das restrições adotadas, a amostra utilizada para a realização do estudo empírico ficou constituída por 83 empresas, participantes de 18 dos 20 setores classificados no sistema Economática®.

O nível de *social disclosure*, por sua vez, foi mensurado por um índice que avalia as informações sociais relacionadas aos programas sociais externos a partir de 13 indicadores, com fundamento nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel (1989), e Hammond e Miles (2004). Esse índice de *social disclosure* tem por objetivo avaliar a informação de natureza social sob a vertente das ações discricionárias empreendidas por empresas mediante programas sociais na comunidade. O enfoque nesse tipo de informação é especialmente útil, dado que busca identificar o comportamento do gestor ao estabelecer parâmetros e prestar contas quanto à alocação de recursos em programas sociais, como pode ser observado na Tabela 1, a seguir.

**Tabela 1** Indicadores do índice de *social disclosure* (não deveria ser figura já que não tem valores?)

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

Os relatórios de responsabilidade social das empresas amostradas no período de 2005 a 2009 constituíram a base para avaliação do *social disclosure*, realizada mediante a análise de conteúdo (Bardin, 1977), classificando-se a informação desde o nível “restrito” (nível inferior da informação), “baixo”, “médio” até “amplo” (nível superior da informação). Esses níveis podem ser assim caracterizados:

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

Para testar a hipótese proposta ( $H_1$ ), um modelo econométrico foi especificado na forma de painel, conforme Equação (1):

$$Y_{it} = \alpha + \gamma X_{it} + \delta' Z_{it} + u_{it} \quad 1$$

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

1) tamanho da empresa medido por: (a) logaritmo natural do total dos ativos e (b) logaritmo natural de receita operacional;

2) razão entre valor patrimonial e valor de mercado, cujo objetivo é o de mensurar o conservadorismo contábil;

esse indicador foi obtido pelo sistema Economática\*;

3) list (L), variável binária que avaliou se a empresa (1) participa de fundos caracterizados como socialmente responsáveis ou (0) não participa;

4) internacionalização (I), variável binária que avaliou se a empresa (1) possui ações emitidas fora de seu país de origem (Nyse, Nasdaq ou Latibex) ou se (0) as ações emitidas restringem-se ao mercado nacional, no caso da BM&FBovespa;

5) efeito da alteração na legislação societária (E), em que a adoção obrigatória das International Financial Reporting Standards (IFRS) para as empresas brasileiras deve promover variações no resultado das empresas se comparada com o período anterior a sua promulgação. Para tanto, foi utilizada uma variável binária que classificou o período anterior a 2008 como (0) e o período de 2008 em diante como (1);

6) alavancagem (A), representada pela relação entre dívida financeira total sobre o patrimônio líquido, ao final de cada ano.

Como praxe, as variáveis de controle são inseridas no modelo para dar maior robustez aos resultados encontrados, pois, embora essas variáveis não sejam objeto deste estudo, a variável dependente (custo de capital) pode ser por elas influenciada. As variáveis de controle utilizadas são embasadas em estudos anteriores, como os de Richardson e Welker (2001), Alencar e Lopes (2005), Costi e Soares (2008), Fama e French (1992), Becchetti, Ciciretti, e Hasan (2009), Rover e Murcia (2010), entre outros.

### 3.1 Estimação do Custo de Capital Próprio.

O custo de capital próprio representa a remuneração que o investidor requer pela alocação de recursos em ativos (ações) de determinada empresa, representado por uma taxa de remuneração necessariamente superior a um investimento considerado livre de risco ( $R_f$ ), ajustado ao risco da empresa, mensurado pelo coeficiente beta ( $\beta$ ). A sua estimação é ajustada ao risco por meio do CAPM, como originalmente proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965).

Com relação à taxa livre de risco, necessária para a estimação do custo de capital próprio pelo CAPM, segundo Silveira, Barros, e Fama (2002), há no Brasil duas taxas que satisfazem a definição teórica dessa taxa, que são o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e o retorno da Caderneta de Poupança. Nesse estudo, foi utilizado o CDI. Quanto ao portfólio de referência para o cálculo do retorno do mercado, foi utilizado o Ibovespa.

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

Esta seção apresenta os resultados da análise da regressão em painel, de modo a corroborar ou não a hipótese de pesquisa. Para tanto, foi realizada inicialmente a matriz de correlação entre as variáveis do estudo como forma de

identificar possíveis colinearidades elevadas que poderiam causar problemas na estimação do modelo, tendo em vista que a matriz  $X'X$  poderia se tornar quase-singular (Kennedy, 2008).



**Tabela 2** Matriz de correlação cruzada entre as variáveis do estudo

VARIÁVEIS <sup>3</sup>	SDISC	CAPM	FUNDOS	INTER	LEGSOC	TAM1	TAM2	BM	ALAV
SDISC	1.00								
CAPM	0.02	1.00							
FUNDOS	0.49	0.012	1.00						
INTER	0.44	0.04	0.26	1.00					
LEGSOC	0.06	-0.29	0.029	-0.01	1.00				
TAM <sub>1</sub>	0.64	0.01	0.47	0.55	0.07	1.00			
TAM <sub>2</sub>	0.62	0.02	0.39	0.62	0.07	0.91	1.00		
BM	0.07	0.09	0.09	-0.05	-0.08	-0.03	0.03	1.00	
ALAV	0.11	-0.04	0.15	-0.01	0.06	0.27	0.17	0.59	1.00

Como esperado, as variáveis que representam tamanho – ativo e receita – possuem entre si uma correlação positiva acima de 0,8 (0,9063), o que indica uma situação de colinearidade entre elas.

Quanto à regressão com dados em painel, essa pode ser estimada utilizando-se efeitos aleatórios ou efeitos fixos. Inicialmente, foi realizada uma estimação do modelo com efeitos aleatórios e foi efetuado o teste de Hausman para identificar se esse método é o mais adequado para a estimação do modelo. O resultado do teste é demonstrado a seguir.

**Tabela 3** Teste de Hausman para o painel com efeitos aleatórios seccionais

Resultado do teste	Estatística $\chi^2$	Graus de liberdade	p-valor
Efeitos aleatórios em cross-section	16.050473	7	0.0247

O resultado do teste de Hausman aponta a rejeição da hipótese nula da estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios, indicando que a estimação deve ser realizada com efeitos fixos. A estimação do modelo em painel com efeitos fixos pode ser feita, conforme Baltagi (2008), das seguintes maneiras: a) os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia entre os indivíduos; b) os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia com os indivíduos e com o tempo; e c) todos os coeficientes variam entre os indivíduos. Ao realizar a estimação do modelo, o que demonstrou melhor ajuste foi aquele em que os coeficientes angulares foram constantes, mas o intercepto variou entre as empresas. Essa abordagem, segundo o citado autor, respeita a “heterogeneidade” de cada empresa, ou seja, na estimação do modelo, o efeito provocado pelo nível de *social disclosure* no custo de capital próprio é diferente para cada empresa, fazendo com que exista um modelo para cada uma delas.

Além disso, a estimação dos erros-padrão dos coeficientes foi realizada utilizando-se a matriz de covariância de White, uma vez que o modelo apresentou evidências de heteroscedasticidade, conforme os testes de Bartlett (p-valor <0,0000) e Levene (p-valor <0,0003), bem como o teste de Brown-Forsythe (p-valor <0,0819), somente a 10%.

Desse modo, a estimação do modelo de regressão com dados em painel foi realizada com efeitos fixos seccionais, com os coeficientes angulares constantes, variação do in-

tercepto entre as empresas e erros-padrão robustos calculados pela matriz de covariância White, consistente com heteroscedasticidade, cujos resultados estão apresentados na Tabela 4.

**Tabela 4** Resultados da estimação da regressão em painel com efeitos fixos seccionais\*

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

Effects Specification

Cross-section fixed (dummy variables)

Weighted Statistics			
R-squared	0.388949	Mean dependent var	0.200311
Adjusted R-squared	0.205221	S.D. dependent var	0.458635
S.E. of regression	0.408875	Sum squared resid	49.48493
F-statistic	0.000000		

\*Por questão de espaço, foram suprimidos os valores dos efeitos fixos seccionais associados a cada empresa da amostra.

\*\*Corrigido pela matriz de White para heteroscedasticidade

Inicialmente, verifica-se que os coeficientes do modelo são conjuntamente significantes, considerando-se o resultado do Teste F (p-valor <0,01). O que chama a atenção, no modelo encontrado, é o fato de as variáveis que representam tamanho – TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub> – serem significativas em conjunto e com sinais invertidos (TAM<sub>1</sub> – sinal positivo e TAM<sub>2</sub> – sinal negativo). Como já mencionado, essas variáveis são forte e positivamente correlacionadas entre si ( $\rho > 0,9$ ), o que poderia indicar problemas de colinearidade. Entretanto, o fato de os coeficientes serem altamente correlacionados é “condição suficiente, mas não necessária, para a existência de multicolinearidade” (Gujarati, 2006, p. 290) e a análise das variáveis incluídas no modelo por meio de uma “alta correlação parcial pode ser ineficaz em decorrência de diferentes padrões de multicolinearidade” (Gujarati, 2006, p. 290). Em decorrência da possibilidade de haver co-

<sup>3</sup>TAM<sub>1</sub> – variável tamanho mensurado pelo total de ativos; TAM<sub>2</sub> – variável tamanho mensurado pelo total de receita operacional.

linearidade entre essas variáveis, é necessário analisar se os problemas decorrentes da colinearidade são encontrados nessa regressão, que são, principalmente, os seguintes: a) a razão t de um ou mais coeficientes tende a ser estatisticamente não significativa e b) a medida geral de ajustamento,  $R^2$ , é alta, ou seja, superior a 0,8 (Kennedy, 2008).

Analisando a razão t de todos os coeficientes em conjunto, incluindo  $TAM_1$  e  $TAM_2$ , o modelo teve um melhor ajuste, haja vista que todos possuem uma probabilidade p-valor  $<0,05$ . Além disso, foi realizada a estimação segregada das variáveis  $TAM_1$  e  $TAM_2$ . Na estimação somente com a variável  $TAM_1$ , o resultado é positivo e significativo ao nível de 5% e a variável *social disclosure* teve um sinal negativo e significativo ao nível de 10%. Na estimação com a variável  $TAM_2$ , o resultado é positivo e não significativo ao nível de 5% e a variável *social disclosure* teve um sinal negativo e significativo ao nível de 10%. Como se observa, o sinal da variável *social disclosure* não se alterou com a estimação em separado de  $TAM_1$  e  $TAM_2$ .

Com a estimação em conjunto de  $TAM_1$  e  $TAM_2$ , o modelo encontra melhor ajuste à medida que os coeficientes se tornam mais representativos, em sentido inverso ao que é sugerido quando da existência de multicolinearidade. Quanto ao  $R^2$ , o resultado encontrado (0,389) é inferior ao nível sugerido para a existência de multicolinearidade, que é a partir de 0,8 (Kennedy, 2008). Diante disso, os resultados sugerem a não existência de multicolinearidade entre as variáveis  $TAM_1$  e  $TAM_2$ .

Considerando as evidências de não existência de colinearidade entre as variáveis  $TAM_1$  e  $TAM_2$ , observa-se que o sinal de  $TAM_1$  é positivo, contrariando a expectativa inicial. Esse resultado leva a inferir que empresas com ativos elevados requerem maior esforço para a obtenção do retorno esperado do investimento, o que pode significar que ativos elevados seriam um indicador de risco quando da avaliação pelo mercado. De forma contrária,  $TAM_2$ , que é representado pelo total de receitas operacionais, tende a representar

uma medida de eficiência na utilização dos recursos, dado que a combinação de maiores receitas com menores ativos provocará um maior retorno para o investidor.

Em relação à normalidade dos resíduos, foi realizado o teste de Jarque-Bera para cada uma das equações, obtendo-se um p-valor  $>0,05$  para todas as empresas, o que resulta na não rejeição da hipótese nula de normalidade dos resíduos.

Quanto à existência de autocorrelação, foi realizado o teste Q de Box e Pierce, conforme demonstrado a seguir.

**Tabela 5** Teste de autocorrelação dos resíduos de Box e Pierce

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

Com base nos dados apresentados, verifica-se que os resultados do teste Q não indicam rejeição da hipótese nula de não existência de autocorrelação dos resíduos (todos os p-valores são maiores que 0,05).

Por fim, para identificar se as séries são estacionárias, foram realizados, nas séries envolvidas na regressão, os testes de raiz unitária de Levin, Lin e Chut (p-valor  $<0,00$ ), Im, Pesaran e Shin (p-valor  $<0,00$ ), ADF-Fisher (p-valor  $<0,00$ ) e PP-Fisher (p-valor  $<0,00$ ), que rejeitam a hipótese nula, indicando a não existência de raízes unitárias, isto é, as séries são estacionárias.

A partir dos testes realizados e dos resultados encontrados, o modelo estimado revela robustez e corrobora a hipótese central da pesquisa, indicando que há relação entre o nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil e que essa relação é negativa.

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

**Tabela 6** Resumo dos sinais dos coeficientes das variáveis (esperados versus observados)

	Sinal esperado do coeficiente	Sinal observado do coeficiente	Sig
<i>Social Disclosure</i> (SDISC)	negativo	negativo	Sim**
Internacionalização (INTER)	negativo	negativo	Sim*
Efeito da alteração na legislação societária (LEGSOC)	não previsto	negativo	Sim*
Tamanho – ativo – ( $TAM_1$ )	negativo	positivo	Sim*
Tamanho – receita operacional – ( $TAM_2$ )	negativo	negativo	Sim*
Razão entre valor patrimonial e valor de mercado (BM)	positivo	positivo	Sim*
Alavancagem (ALAV)	positivo	negativo	Sim*
List – empresas listadas em fundos socialmente responsáveis	negativo	excluído	Não

\*Significativa ao nível de 1%

\*\*Significativa ao nível de 5%

#### 4.1 Discussão dos Resultados.

Antes de comentar, de forma mais detalhada, os resultados apresentados na Tabela 6, ressalte-se que o modelo apresentado foi estimado com o índice de *social disclosure* contemporâneo com o custo de capital. Outras especificações foram estimadas, como, por exemplo, as da variável

*social disclosure* defasada em um período em relação ao custo de capital, sob a hipótese, não corroborada, de que a informação social teria repercussão na variável dependente após sua divulgação.

No que concerne aos resultados obtidos, contrariando a expectativa inicial, o sinal observado para a variável ala-



vancagem é negativo. Uma possível explicação para esse resultado pode ser o fato de que empresas com maior endividamento passam a ter maior cobertura por parte dos analistas, que, por sua vez, exigem maior transparência das ações gerenciais e prestação de contas. Esse resultado não corrobora estudos anteriores, como os de Richardson e Welker (2001) e de Rover e Murcia (2010).

Outro resultado que chama a atenção é o fato de a variável tamanho, medida pelo logaritmo natural do total dos ativos, ter um sinal positivo, indicando que empresas com ativos maiores sofrem a exigência de maiores retornos ajustados ao risco, ao passo que o tamanho medido pelo nível das maiores receitas apresentou sinal negativo, ou seja, ações de empresas com maiores receitas são consistentes com menor exigência de retorno ajustado ao risco. Esse resultado vai ao encontro dos apresentados por Dhaliwal et al. (2011) e por Rover e Murcia (2010), para quem a variável tamanho, mensurada pelo total de ativos, teve relação positiva com o custo de capital.

A variável dummy, que representa os efeitos da legislação societária, ao ser inserida no modelo, teve um coeficiente altamente significativo, demonstrando que as alterações promovidas pelas Leis n. 11.638/2007 e n. 11.941/2009 tiveram impacto no resultado econômico das organizações, bem como na percepção do mercado ao precificar o custo de capital próprio, o que faz com que seja necessária sua inclusão em modelos econométricos que se valem de séries temporais, como forma de atenuar eventuais distorções.

No caso da variável internacionalização, aplicável a empresas que buscam captar recursos via bolsas de valores internacionais, o resultado alcançado vai ao encontro dos estudos anteriores (Stulz, 1999; Bruni, 2002; Alencar, 2005; Rover & Murcia, 2010), indicando que tais empresas, ao buscarem esses mercados, seriam percebidas como organizações com melhores práticas gerenciais, incluindo as de evidênciação, o que, a seu turno, diminuiria o risco percebido pelo mercado financeiro.

A variável list, que representa as empresas listadas em fundos socialmente responsáveis, incluída no modelo, não foi significativa, razão pela qual foi excluída, tendo o modelo estimado sem essa variável apresentado melhor ajuste. Esse resultado, de certa forma, não era esperado, dado que um dos fatores determinantes para as empresas melhorarem seu nível de *social disclosure* seria o fato de estarem listadas em fundos socialmente responsáveis. Assim sendo, esse resultado contraria os de Silva e Quelhas (2006) para o mercado brasileiro, à medida que não reconhece que empresas listadas em fundos socialmente responsáveis criariam uma imagem reputacional positiva a ponto de captarem recursos próprios a custo inferior ao daquelas que não são listadas.

Com referência à variável *social disclosure*, cabe, inicialmente, destacar que há uma tendência na melhoria da qualidade desse tipo de informação, uma vez que, durante o período observado (2005 a 2009), a quantidade de empresas classificadas com nível de evidênciação alto subiu de 17 (20,99%) para 22 (26,51%), ao passo que a quantidade de empresas classificadas com o nível de evidênciação ruim caiu de 25 (30,86%) para 21 (25,30%). Essa tendência de-

monstra o interesse e o empenho das empresas no sentido de dar maior transparência a suas ações gerenciais, no que tange a planejamento, execução e controle de seus programas sociais, corroborando, assim, a pesquisa realizada pela KPMG International (2008).

Além disso, as empresas estão, aparentemente, utilizando os relatórios sociais como um caminho para prover melhorias na qualidade de sua prestação de contas, trazendo para esses relatórios informações úteis, conforme já mencionado por Ramanathan (1976), tais como a) objetivos dos programas sociais, b) políticas de apoio aos programas sociais e c) desempenho e contribuições por meio dos programas sociais. Essas ações acabam equilibrando os conflitos de interesses (Ramanathan, 1976), já que exercem uma redução no custo de captação de recursos, como mencionam Richardson, Welker, e Hutchinson (1999), Riahi-Belkaoui (2004), Gray et al. (2001) e Heal (2004).

Espera-se que tais ações favoreçam um círculo virtuoso, dado que a empresa, valendo-se dos programas sociais como instrumento de compensação de suas externalidades na sociedade (Hammond & Miles, 2004; McWilliams et al., 2006), poderiam obter uma redução do seu risco reputacional (Jensen, 2001; Machado Filho & Zylbersztajn, 2003; Saia et al., 2003).

Esse comportamento torna-se mais relevante se for considerado o aumento na entrada de recursos estrangeiros no país, ocorrido na última década (Lima Jr. & Jayme Jr., 2008), e de transações médias diárias envolvendo o mercado de ações à vista na BM&FBovespa, que passou de pouco mais de 550 milhões de dólares, no ano de 2005, para 2,43 bilhões de dólares, em 2009 (BM&FBovespa, 2011).

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

Ainda no que diz respeito ao resultado encontrado, mencione-se que, aparentemente, a informação relacionada aos programas sociais é capturada pelo mercado antes mesmo de ser divulgada, à medida que os coeficientes relevantes mostraram-se significativos contemporaneamente, ou seja, na data-base do relatório de responsabilidade social, e não a partir da data de sua divulgação. Isso sinaliza que tem havido uma cobertura eficiente, por parte do mercado, das decisões gerenciais acerca dos programas sociais, não somente no momento em que as informações são divulgadas, mas ao longo do ano, premiando o comportamento de longo prazo das empresas que possuem maior nível de *social disclosure*, na medida em que essas captam recursos próprios a taxas mais baixas.

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

Além disso, o fato de que o mercado se antecipa e precifica as informações sociais contidas nos relatórios indica a existência, para o mercado brasileiro, da versão semiforte

da hipótese de eficiência de mercado (Fama, 1970), corroborando estudos anteriores para esse mercado (Belo & Brasil, 2006; Lima & Terra, 2004; Sarlo Neto, 2004).

Essa constatação é importante em decorrência dos cuidados que as organizações devem ter ao elaborar sua prestação de contas, em especial acerca de suas ações de responsabilidade social, dado que a ausência dessas informações ou seu baixo nível de evidênciação poderá acarretar maior custo de captação de recursos.

No tocante às informações analisadas, observa-se que as empresas, de forma geral, buscam deixar transparente sua atuação nos programas sociais realizados e/ou apoiados quanto a seus objetivos e aos resultados alcançados, buscando criar, ao longo do tempo, um comportamento que permita ao mercado financeiro antecipar-se à divulgação da informação e, ainda, precificá-la.

## 5 CONCLUSÕES

Com objetivo de analisar a relação entre o nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil, este estudo utilizou um índice com 13 indicadores, fundamentado nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004), cujo objetivo foi o de avaliar a informação de natureza social sob a vertente das ações discricionárias empreendidas por empresas mediante programas sociais na comunidade.

A hipótese da pesquisa – há relação entre o nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio em companhias abertas no Brasil – foi corroborada na medida em que a variável *social disclosure* teve coeficiente significativo e seu sentido foi inverso ao do custo de capital próprio.

Os resultados evidenciaram que as informações sociais são capturadas pelo mercado e influenciam a precificação das ações, corroborando a versão semiforte de eficiência de mercado, que se refere à incorporação aos preços das ações e, conseqüentemente, aos retornos das informações disponíveis (passadas e presentes), de forma eficiente.

Além de precificar as informações disponíveis (passadas e presentes), o mercado antecipa-se na precificação do custo de capital, tendo em vista que essas foram significativas con-

Assim, apesar de haver alocação de recursos em atividades que fogem ao escopo da atividade operacional da empresa, esse comportamento aparentemente não diminui sua competitividade, como mencionam Coase (1960) e Friedman (1970), haja vista que essas ações são consideradas como uma política de estratégia de longo prazo (Jensen, 2001; Saiia, Carroll, & Bulchholtz, 2003), o que, a seu turno, pode criar a propensão de os analistas indicarem tais empresas como oportunidades de investimento (Ioannou & Serafim, 2009).

Por fim, verifica-se que as empresas que buscam melhorias na qualidade de seu *social disclosure* cumprem não somente a obrigação natural de prestar contas dos recursos investidos por terceiros (Covello, 1996), mas também cumprem a obrigação com o seu contrato econômico (Carroll, 1979), via geração de lucros, e com o seu contrato social (Ramanathan, 1976), via realização ou promoção de programas sociais.

temporaneamente, ou seja, na data-base do relatório social, indicando que as empresas, ao buscar compensar suas externalidades via programas sociais, devem fazê-lo de modo a sustentar suas ações no longo prazo, dado que os analistas acompanham as decisões tomadas ao longo do tempo.

Essa tendência traz importantes indicativos acerca da relevância da informação social e da necessidade do desenvolvimento dessa como instrumento de prestação de contas, já que no Brasil não há instrumentos válidos disponíveis que norteiem tanto o elaborador e o usuário externo quanto a qualidade dessas informações.

Portanto a principal contribuição deste estudo à literatura da área é a evidênciação empírica de que o mercado leva em consideração o *social disclosure* ao precificar as ações das empresas a partir de indicador que avaliou apenas o *social disclosure* relacionado aos programas sociais externos.

Quanto às sugestões para trabalhos futuros, pode-se indicar a realização de pesquisas por meio de estudo de eventos para identificar se o mercado financeiro reage antecipadamente, ou não, à divulgação das informações de natureza social, à medida que essa foi significativa no cross-section para o presente estudo.

## Referências

- Alencar, R. C. (2005, Janeiro/Junho). Custo de capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *Brazilian Business Review*, 2 (1), 1-12.
- Alencar, R. C., & Lopes, A. B. (2005). Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*, São Paulo, SP, Brasil, 5. Recuperado em 5 abril, 2010, de <http://www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos52005/162.pdf>.
- Anderson, J. C., & Frankle, A. W. (1980, July). Voluntary social reporting: an iso-beta portfolio analysis. *The Accounting Review*, 55 (3), 467-479.
- Arrow, K. J. (1969). *The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus non-market allocation*. The analysis and evaluation of public expenditures: the PBB-System. U.S. Joint Economic Committee (91<sup>st</sup> session, v. 1). Washington, D.C.: Government Printing Office.
- Baltagi, B. H. (2008). *Econometric analysis of panel data* (4<sup>th</sup> ed.). Chichester: Wiley.
- Bardin, L. (1977). *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70.
- Baron, D. P. (2001). Private politics, corporate social responsibility, and integrated strategy. *Journal of Economics and Management Strategy*, 10 (1), 7-45.
- Becchetti, L., Ciciretti, R., & Hasan, I. (2009). Corporate social responsibility and shareholder's value: an empirical analysis. *Bank of Finland Research Discussion Papers*, 1.
- Belo, N. M., & Brasil, H. G. (2006). Assimetria informacional e eficiência semiforte do mercado. *RAE*, Edição Especial, 46, 48-57.
- BM&FBovespa. (2011). Volumes médios diários negociados por mercado. Recuperado em 10 março, 2011, de <http://www.bmfbovespa.com.br>.
- Borba, J. A., & Nazário, L. (2003). Contabilidade ambiental: a preocupação empresarial com o meio ambiente através da evidênciação da terminologia comumente empregada nas demonstrações contábeis publicadas no Brasil. *Anais do Encontro Nacional dos Programas de Pós-graduação em Administração*, São Paulo, SP, Brasil, 27.
- Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Ehrhard, M. C. (2001). *Administração financeira: teoria e prática*. [Trad. A. L. G. Alcântara & J. N. A. Salazar]. São Paulo: Atlas.
- Bruni, A. L. (2002). *Globalização financeira, eficiência informacional e*



- custo de capital: uma análise das emissões de ADRs brasileiros no período 1992-2001. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil.
- Carr, I., & Outhwaite, O. (2009). Investigating the impact of anti-corruption strategies on international business: an interim report. Recuperado em 18 setembro, 2009, de <http://ssrn.com/abstract=1410642>.
- Carroll, A. B. (1979). A three-dimensional conceptual model corporate performance. *Academy of Management Review*, *Biarcliff Manor*, 4 (4), 497-505.
- Clarkson, P., Guedes, J., & Thompson, R. (1996, March). On the diversification, observability, and measurement of estimation risk. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31 (1), 69-84.
- Coase, R. H. (1937, November). The nature of the firm. *Economica*, New Series, 4 (16), 386-405.
- Coase, R. H. (1960, October). The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, 3 (1), 1-44.
- Cochran, P. L., & Wood, R. A. (1984). Corporate social responsibility and financial performance. *Academy of Management Journal*, 27 (1), 42-56.
- Costi, R. M., & Soares, R. O. (2008). Determinantes do custo de capital implícito das empresas negociadas na Bovespa. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 8.
- Covello, S. C. (1996). *Obrigações naturais: elementos para uma possível teoria*. São Paulo: Leud.
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011, January). Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital: the initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86 (1), 59-100.
- Diamond, D., & Verrecchia, R. (1991, September). Disclosure, liquidity and the cost of equity capital. *Journal of Finance*, 46 (4), 1325-1360.
- Epstein, M. J., & Freedman, M. (1994). Social disclosure and the individual investor. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 7 (4), 94-109.
- Estes, R. W. (1972, April). Socio-economic accounting and external diseconomies. *The Accounting Review*, 47 (2), 284-290.
- Fama, E. F. (1970, May). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25 (2), 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1992, June). The cross-section of expected stock returns. *Journal of Finance*, 47 (2), 427-465.
- Friedman, M. (1970, September). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, 13 (1970), 32-33.
- Furubotn, E., & Richter, R. (1997). *Institutions and economic theory: the contribution of the new institutional economics*. Ann Arbor: University of Michigan Press.
- Gana, M. R., & Dakhlaoui, M. (2011, July). Societal information disclosure and the cost of equity: the case of Tunisian companies. *Global Journals Inc*, 11 (7).
- Gray, R., Javad, M., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (2001, April/May). Social and environmental disclosure and corporate characteristics: a research note and extension. *Journal of Business Finances & Accounting*, 28 (3), 327-356.
- Gujarati, D. (2006). *Econometria básica* (4 ed.). Rio de Janeiro: Elsevier.
- Hammond, K., & Miles, S. (2004). Assessing quality assessment of corporate social reporting: UK perspectives. *Accounting Forum*, 28 (1), 61-79.
- Haydel, B. F. (1989, julho/setembro). A administração estratégica de programas de responsabilidade social em empresas multinacionais: percepções da alta diretoria. *Revista de Administração de Empresas*, 3 (29), 5-29.
- Heal, G. (2004, December). Corporate social responsibility - an economic and financial framework. Recuperado em 2 maio, 2010, de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=642762](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=642762).
- Hillman, A. J., & Keim, G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's bottom line? *Strategic Management Journal*, 22 (2), 125-139.
- Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas. Ibase. (2012). Balanço social. Recuperado em 3 dezembro, 2012, de <http://www.balancosocial.org.br>.
- Ioannou, I., & Serafim, G. (2009). The impact of corporate social responsibility on investment recommendations. Recuperado em 3 março, 2010, de <http://ssrn.com/abstract=1507874>.
- Jensen, M. C. (2001, Fall). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14 (3), 8-21.
- Jensen, R. E., Campfield, W. L., Frank, W. G., Luoma, G. A., Manes, R. P., Oliver, B. L., Onsi, M., & Francis, M. (1972). Report of the Committee on Measures of Effectiveness for Social Programs. *The Accounting Review*, 47 (Suplement), 337-396.
- Kennedy, P. (2008). *A guide to econometrics* (6th ed.). Malden: Blackwell Publishing.
- KPMG Internacional. (2008). Kpmg internacional survey of corporate responsibility reporting 2008. Recuperado em 2 agosto, 2009, de <http://kpmg.com>.
- Lima, J. B. N. de, & Terra, P. R. S. (2004). A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. *Anais do Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração*, Curitiba, PR, Brasil.
- Lima Jr, A. J., & Jayme Jr, F. (2008, Março). Investimento direto estrangeiro e implicações macroeconômicas no Brasil. *Revista Análise Econômica*, Porto Alegre, 26 (49), 87-114.
- Lintner, J. (1965, February). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47 (1), 13-37.
- Machado Filho, C. A. P., & Zylbersztajn, D. (2003). Responsabilidade social corporativa e a criação de valor para as organizações. *Série de Working Papers*, Working Paper n. 03/024, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. Recuperado em 31 março, 2010, de <http://www.ead.fea.usp.br/wpapers>.
- McWilliams, A., Siegel, D. S., & Wright, P. M. (2006). Corporate social responsibility: strategic implications. *Journal of Management Studies*, 43 (1), 1-18.
- Ng, A. C., & Rezaee, Z. (2012). Sustainability disclosures and cost of capital. Recuperado em 12 março, 2013, de <http://ssrn.com/abstract=2038654>.
- Oliveira, J. A. P. (2008). *Empresas na sociedade*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Orlitzky, M., & Benjamin, J. D. (2001). Corporate social performance and firm risk: a meta-analytic review. *Business Society*, 40 (4), 369-396.
- Peliano, A. M. T. M. (Coord.) et al. (2002). *A iniciativa privada e o espírito público: um retrato da ação social das empresas no Brasil*. Brasília: Ipea.
- Peliano, A. M. T. M. (Coord.) et al. (2006). *A iniciativa privada e o espírito público: a evolução da ação social das empresas privadas no Brasil*. Brasília: Ipea.
- Pires, C. B., & Silveira, F. C. S. (2008). A evolução da evidência das informações ambientais de empresas do setor de celulose e papel: uma análise de conteúdo das notas explicativas e relatórios de administração. *ConTexto*, 8 (13), 1-32.
- Poddi, L., & Vergalli, S. (2009). Does corporate social responsibility affect the performance of firms? Nota Di Lavoro 52.2009. Recuperado em 14 abril, 2009, de <http://ssrn.com/abstract=1444333>.
- Ramanathan, K. V. (1976, July). Toward a theory of corporate social accounting. *The Accounting Review*, Sarasota, 51 (3), 516-528.
- Reverte, C. (2012, June). The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corp. Soc. Responsib. Environ. Mgmt*, 19 (5), 253-272.
- Riahi-Belkaoui, A. (2004). *Accounting theory* (5th ed.). London: Thomson Learning.
- Riahi-Belkaoui, A., & Karpik, P. G. (1988, December). Determinants of the corporate decision to disclose social information. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 1 (1), 36-51.
- Richardson, A. J., & Welker, M. (2001). Social disclosure, financial disclosure and the cost capital of equity capital. *Accounting Organizations and Society*, 26 (7), 597-616.
- Richardson, A. J., Welker, M., & Hutchinson, I. R. (1999). Managing capital market reactions to corporate social responsibility. *International Journal of Management Reviews*, 1 (1), 17-43.
- Rover, S., & Murcia, F. Dal-Ri. (2010). Influência do disclosure voluntário econômico e socioambiental no custo de capital próprio das empresas brasileiras. *Anais do Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós-graduação em Contabilidade*, Natal, RN, Brasil, 4. 1 CD-ROM.
- Saia, D. H., Carroll, A. B., & Buchholtz, A. K. (2003, June). Philanthropy as strategy: when corporate charity "begins at home". *Business & Society*, 42 (2), 169-201.
- Sarlo Neto, A. (2004). *A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado acionário brasileiro*. Dissertação de mestrado, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças, Vitória, ES, Brasil.
- Scott, W. R. (2009). *Financial accounting theory* (5th ed.). Toronto: Pearson Prentice Hall.
- Sharpe, W. F. (1964, September). Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19 (3), 425-442.
- Silva, L. S. A. da, & Quelhas, O. L. G. (2006, setembro/desembro). Sustentabilidade empresarial e o impacto no custo de capital próprio das empresas de capital aberto. *Gestão & Produção*, 13 (3), 385-395.
- Silveira, H. P., Barros, L. A., & Fama, R. (2002). Conceito de taxa livre



- de risco e sua aplicação no Capital Asset Pricing Model - um estudo exploratório para o mercado brasileiro. *Anais do Encontro Brasileiro de Finanças*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 2.
- Smith, J. van der L., Adhikari, A., & Tondkar, R. H. (2005). Exploring differences in social disclosure internationally: a stakeholder perspective. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24 (2), 123-151.
- Sternberg, E. (1999, November). The stakeholder concept: a mistaken doctrine. Foundation for Business Responsibilities, Issue Paper No. 4. Recuperado em 21 junho, 2007, de <http://ssrn.com/abstract=263144>.
- Stulz, R. M. (1999 Fall). Globalization, corporate finance, and the cost of capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12 (3), 8-25.
- Udayasankar, K. (2008). Corporate social responsibility and firm size. *Journal of Business Ethics*, 83 (2), 167-175.
- Waddock, S. A., & Graves, S. B. (1997). The corporate social performance financial performance link. *Strategic Management Journal*, 18 (4), 313-319.
- Williams, P. F. (1980, January). The evaluative relevance of social data. *The Accounting Review*, LV (1), 62-77.
- Wink Jr., M. V., Sheng, H. H., & Eid Jr., W. (2011). Transaction costs: an empirical analysis of their relationship with investment and foreign direct investment. *RAE*, 51(2), 175-187.
- Zarpelon, M. I. (2006). *Gestão e responsabilidade social: NBR16.001/SA 8.000*. Rio de Janeiro: Qualitymark.