



DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA E O VALOR DE MERCADO: UM ESTUDO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CONSTRUÇÃO CIVIL LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Lívia Maria da Silva Santos

Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCC/UFPB
Cidade Universitária - Campus I. Castelo Branco, CEP: 58059-900 - Joao Pessoa/PB.
e-mail: livia.marias@hotmail.com

Risolene Alves de Macena Araújo

Mestranda do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis – PPGCC/UFPB
Cidade Universitária - Campus I. Castelo Branco, CEP: 58059-900 - Joao Pessoa/PB.
e-mail: risolenee@hotmail.com

Paulo Amilton Maia Leite Filho

Doutor em Economia pela Universidade Federal de Pernambuco, UFPE, Brasil.
Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba. Cidade Universitária - Campus I. Castelo Branco, CEP: 58059-900 - Joao Pessoa/PB.
Tel.: (83) 3216-7482. e-mail: pmaiaf@hotmail.com

RESUMO

No mercado de capitais, o valor de mercado é o valor negociado das ações entre as empresas e investidores, que, por sua vez, pagam o valor em função das expectativas geradas em relação às informações disponíveis no mercado pelas empresas, seja de natureza econômica, social ou financeira. Nesse sentido, o presente artigo tem como objetivo investigar a influência da divulgação voluntária de informações econômicas, ambientais e sociais no valor de mercado das empresas de construção civil, listadas na BM&FBOVESPA. Para tanto, utilizou-se a análise de conteúdo para examinar a divulgação voluntária de informações econômicas, ambientais e sociais, bem como a aplicação de regressão múltipla de efeitos fixos para um painel de empresas com uma amostra de 18 empresas nos períodos de 2010 a 2014, totalizando 90 observações. Os resultados apontam uma relação positiva significativa entre o valor de mercado (VM) das empresas com a divulgação voluntária de informações econômicas (DIVE) e ambientais (DIVA); e uma relação negativa e significativa entre o valor de mercado (VM) e divulgação voluntária de informações sociais (DIVS). Tais evidências ocasionaram a não rejeição das hipóteses H_1 e H_2 , e a rejeição da hipótese H_3 . Observou-se, ainda, que as demais variáveis estudadas (END, RENT, CRES, AUD, TAM) também foram significantes, sendo o endividamento (END) e a rentabilidade (RENT) refletidos de forma positiva; enquanto que o crescimento da empresa (CRES), auditoria por *Big Four* (AUD) e tamanho da empresa (TAM) refletidas de forma negativa sobre o valor de mercado. As variáveis (ISE, CONT, GOV) foram omitidas do modelo econométrico por se tratarem de *dummies* fixas ao longo do painel, ou seja, não se pode inferir nada sobre estas variáveis.

Palavras-chave: Divulgação Voluntária; Valor de Mercado; Construção Civil.

Área Temática do evento: Contabilidade para Usuários Externos.



1. INTRODUÇÃO

A divulgação voluntária e sua relação com o valor de mercado da empresa vêm sendo discutida há bastante tempo na literatura internacional (Lang & Lundholm, 1996, Verrecchia, 2001, Hassel, Nilsson, & Nyquist, 2005, Hassan, Giorgioni, Romilly, & Power, 2009, Gordon, Loeb, & Sohail, 2010, Uyar & Kiliç, 2012). No entanto, Uyar e Kiliç (2012) afirmam que nos mercados de capitais emergentes, esse tema ainda é pouco explorado. Os resultados são controversos, mas a maioria dos estudos sugere que empresas com maiores índices de divulgação voluntária apresentam valor de mercado superior àquelas que não divulgam.

Para Cunha e Ribeiro (2008), a divulgação voluntária de informações possui papel fundamental na diminuição da assimetria informacional existente entre gestores e investidores, visto que, os investidores poderão fazer inferências sobre o desempenho e perspectivas futuras da companhia, e, assim, avaliar as melhores oportunidades de alocação dos seus recursos (Avelino, 2013). Além disso, empresas com um melhor nível de divulgação tendem a apresentar melhores expectativas aos usuários, principalmente, aos investidores, em função da transparência, alta qualidade das informações financeiras e mecanismos de controle (Bushman & Smith, 2001).

Corroborando o exposto, Weber e Marley (2012) e De Luca, Moura e Nascimento (2012) argumentam que as empresas interessadas em atrair novos investimentos, e em aumentar o nível de confiança junto aos mercados, passaram a divulgar informações adicionais relativas à gestão empresarial e ações de responsabilidade social e ambiental, indo muito além de exigências legais; pois, apesar da falta de obrigatoriedade da evidenciação dessas informações, não evidenciá-las tornou-se uma desvantagem competitiva (Moreira, Dias Filho, Gomes, & Conceição, 2014), haja vista que estas informações têm a capacidade de modificar e/ou fundamentar o conhecimento dos usuários, em relação a uma empresa (Slewinski, Gonçalves, & Sanches, 2015), bem como influenciar no diferencial das empresas (Farias, 2008, Lima, 2009).

Contudo, Verrecchia (2001) esclarece que, em função do objetivo de ampliar o valor da empresa, as companhias tendem a divulgar “apenas” as notícias favoráveis, enquanto tardam as más, salvo, quando acreditarem que poderão sofrer alguma consequência danosa por parte de seus usuários, caso não as divulguem, uma vez que o investidor racional interpreta a não divulgação de uma informação como desfavorável, a respeito da empresa. Existe o argumento de não divulgarem por questões de proteção às informações de natureza estratégica, e por receios de questionamentos jurídicos ou controle de custos, ficando limitadas às exigências legais e regulamentares (Dantas, Zendersky, & Niyama, 2005).

Sabe-se, entretanto, que o ambiente das informações amplas deve incluir todas as fontes de informação relevantes para estimar o valor da empresa, dentre elas: relatórios governamentais sobre condições macroeconômicas, relatórios setoriais e publicações de associações comerciais, notícias específicas de empresas na imprensa financeira, relatórios emitidos por analistas e corretoras, assim como relatórios contábeis e transferências de informação entre diferentes setores e intrasetores, através de relatórios de vendas e setoriais (Pimentel & Aguiar, 2012).

No mercado de capitais, o valor de mercado é o valor negociado das ações entre as empresas e investidores, que, por sua vez, pagam o valor em função das expectativas geradas em relação às informações disponíveis no mercado, pelas empresas (Cunha e Ribeiro, 2008), seja de natureza econômica, social ou ambiental. Assim, diante do cenário apresentado, o presente trabalho propõe-se a responder a seguinte questão de pesquisa: **Qual a influência da divulgação voluntária no valor de mercado das empresas de construção civil listadas na BM&FBOVESPA?**



O objetivo do estudo é encontrar evidências que permitam explicar a influência da divulgação voluntária de informações de natureza econômica, ambiental e social sobre o valor de mercado das empresas de construção civil listadas na BM&FBOVESPA.

Sob essas perspectivas, a presente pesquisa justifica-se, primeiramente, pelo tema estar diretamente ligado ao paradigma dos gestores, em prestar informações que reduzam a desconfiança dos *stakeholders* para investirem em empresas, cujas atividades produtivas estejam mais propensas à riscos ambientais. Segundo Sabado e Farias Filho (2011), a indústria da construção civil ficou conhecida durante muito tempo como provocadora de muitos danos ambientais devido a diversos fatores, como a geração de grandes volumes de resíduos e de entulhos, ocasionados pelos canteiros de obras, extração mineral e de tantos outros insumos utilizados nas construções prediais, tornando um desafio para o setor, mudar a condição de grande depredadora e geradora de passivos ambientais, para ações que minimizem os impactos provocados pela atividade em toda sua cadeia produtiva.

Em segundo lugar, justifica-se pela representatividade que o segmento de Construção Civil exerce sobre os aspectos econômicos, sociais, tecnológicos e governamentais do país (Fialho, Costa, Lima, & Barros Neto, 2014), percebido nos dados apresentados pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística - IBGE, o qual evidencia a indústria de construção civil como responsável por 4,8% do PIB brasileiro no ano de 2012 (Silva *et al.*, 2015). Ainda, de acordo com Silva *et al.* (2015), esse segmento possui grande relevância na geração de empregos, uma vez que cerca de 7,7% da população ocupada no Brasil, no período de 2012, desenvolveram alguma atividade ligada a esse setor, principalmente profissionais menos qualificados, que não teriam oportunidades de acesso a outros mercados de trabalho. No Informe da Previdência Social (2014) consta que o referido setor depende muito do trabalho físico, braçal, e acolhe muitos trabalhadores com menor nível de instrução, os quais passaram a desempenhar atividades desgastantes e perigosas.

Portanto, percebe-se a necessidade de verificar se as empresas transmitem ao o mercado informações adicionais em relação aos aspectos econômicos, ambientais e sociais, e analisar a influência no valor de mercado, ao divulgar, ou não, tais informações.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Divulgação Voluntária

A divulgação voluntária surgiu da necessidade das empresas em se diferenciarem de forma competitiva nos mercados de capitais, tanto em relação ao nível de transparência quanto de confiabilidade, principalmente, para os investidores e credores; e pode assumir aspectos de natureza econômica, social e ambiental, sendo categorizadas dessa forma nos relatórios das empresas (Souza, Silva, Ribeiro, & Wefort, 2014).

Pereira, Bruni e Dias Filho (2010) conceituam *disclosure* como meios de apresentar informações estruturadas, sejam elas de natureza econômica, financeira, física, social, humana e cultural, que possibilitem a tomada de decisão pelos *stakeholders*. Corroborando o exposto, Healy e Palepu (2001) afirmam que a divulgação de informações das empresas ocorre de forma voluntária ou por meio dos relatórios financeiros obrigatórios, com o objetivo, segundo Lopes e Martins (2005), de reduzir a assimetria informacional e auxiliar o monitoramento de contratos e, por conseguinte, minimizar os conflitos de interesses entre o agente e principal.

Conforme exposto por Verrecchia (2001), a divulgação voluntária de informações pode ser baseada em associação, julgamento ou eficiência. A primeira tem como foco principal investigar as relações entre a divulgação e as alterações no comportamento dos investidores, principalmente, por meio do comportamento dos preços dos ativos em equilíbrio e do volume de negociação; a segunda investiga como os administradores e/ou empresas exercem a escolha entre divulgar ou não uma informação da qual eles tenham conhecimento,



considerando os incentivos; e, por último, a divulgação baseada em eficiência, que investiga qual conjunto de divulgação é preferida na ausência de conhecimento anterior da informação.

Devido à natureza do presente trabalho, o construto da pesquisa fundamenta-se na divulgação baseada em Julgamento, a qual parte do pressuposto que as empresas possuem incentivos econômicos para divulgar, ou não, informações de maneira voluntária (Verrecchia, 2001); pois, segundo a premissa central da Teoria da Divulgação, as companhias somente irão evidenciar informações voluntárias que lhes sejam favoráveis, dado o efeito positivo sobre os agentes de mercado (Verrecchia, 2001, Dye, 2001), uma vez que as empresas entendem que os benefícios da divulgação devem ser superiores aos custos incorridos com a divulgação, caso contrário, eles não realizariam (Angonese, Sanches, & Bezerra, 2014, Cunha & Ribeiro, 2008).

Não obstante, os participantes desse mercado esperam que todas as informações necessárias estejam disponíveis para considerá-lo eficiente, e assim, o valor das empresas refletirá o valor presente das expectativas de fluxos de caixa, incluindo fluxos de caixa de futuras oportunidades de investimento (Jensen & Smith, 1984). Diante disso, Uyar e Kiliç (2012) confirmam que, quanto mais informação voluntária uma empresa divulga, maior será a percepção do valor da empresa para os investidores.

2.2 Estudos Correlatos

A prática do *disclosure* voluntário vem aumentando entre empresas globais, internacionalizadas e emergentes, e tal fenômeno tornou-se objeto de vários estudos acadêmicos, nos mais variados contextos (Chen, Defond, & Park, 2002, Hassel *et al.*, 2005; Clarkson, Richardson, & Vasvari, 2008; Kim & Shi, 2011, Gamerschlag, Möller, & Verbetten, 2011, Rover, Tomazzia, Murcia, & Borba, 2012, Souza *et al.*, 2014, Rufino & Monte, 2014).

O estudo realizado por Chen *et al.* (2002) buscou investigar as características de divulgação voluntária do balanço e os incentivos da administração para incluir informações em seu balanço junto às apresentações de resultados trimestrais. Ao fim da pesquisa, constatou-se que os gestores têm incentivos para incluir tais informações quando os lucros atuais são, relativamente, menos informativos, ou quando ganhos futuros são, relativamente, mais incertos, haja vista, que os investidores estão propensos a demandar informação adicional relevante para ajudar a avaliar o valor da empresa.

Kim e Shi (2011) analisaram o efeito da divulgação voluntária no custo do capital próprio das empresas, assim como seus efeitos nas previsões de lucros e ganhos de gestão. Os autores verificaram que a previsão de notícias boas não está associada positivamente a uma redução no custo de capital próprio, possivelmente, porque o mercado de capitais avalia essas informações com desconfiança. Já, ao divulgar más notícias, aumenta significativamente o custo de capital. O estudo também sugere que existem justificativas econômicas para os gestores entenderem melhor a associação entre as previsões de lucros de gestão e do custo de capital, dada a relação negativa obtida, empiricamente, entre divulgação e o custo de capital próprio.

Ao analisar os fatores determinantes do nível de divulgação de informação voluntária das empresas, Rufino e Monte (2014) apontam como resultado a rentabilidade, o tamanho das empresas, a sustentabilidade, o endividamento, a liquidez das ações e a internacionalização. Em consonância, Clarkson *et al.* (2008) observaram, ao verificar a relação do *disclosure* ambiental e desempenho da empresa, que melhor desempenho ambiental está associado com maior *disclosure* ambiental, o que pode significar que, quanto mais informações boas sobre sua performance ambiental uma empresa tem, mais interesse ela possui em evidenciar isso.



A despeito das evidências obtidas pelos autores supracitados, Rover *et al.* (2012), ao investigarem os fatores que determinam a divulgação voluntária ambiental pelas empresas brasileiras potencialmente poluidoras listadas na BM&FBOVESPA, demonstraram que o tamanho, o fato de ser auditadas por *Big Four*, a participação no ISE e divulgação do relatório social são significantes para explicar a divulgação voluntária de informações ambientais, porém, a rentabilidade, endividamento e internacionalização são características que não explicam a divulgação ambiental em empresas brasileiras com alto potencial de poluição.

No cenário internacional, Hassel *et al.* (2005) estudaram a relação entre a informação ambiental e o valor de mercado de empresas suecas utilizando um modelo de avaliação de renda residual que expressa o valor de mercado das ações condicionado ao valor contábil do patrimônio líquido, lucros contábeis e do desempenho ambiental. Os resultados indicam que o desempenho ambiental tem uma influência negativa no valor de mercado das empresas. Esse mesmo resultado foi identificado por Souza *et al.* (2014), ao realizarem estudo com as empresas brasileiras.

No tocante ao disclosure de informações sociais, Gamerschlag *et al.* (2011) encontraram evidências de que a divulgação de informações de responsabilidade social corporativa, pelas empresas alemãs, é consistente com a Teoria dos Custos Políticos. Os resultados dispõem que o disclosure da responsabilidade social corporativa é influenciado pela visibilidade das empresas, estrutura acionária, relação com acionistas norte-americanos, bem como pelo tamanho e setor econômico da empresa. Observou-se, ainda, que uma maior divulgação de informações ambientais está associada com uma maior rentabilidade da empresa.

2.3 Formulação da Hipótese

Segundo Uyar e Kiliç (2012), estudos sobre o impacto da divulgação voluntária no valor de mercado das empresas têm sido pouco discutidos nos mercados de capitais emergentes. No entanto, esses mesmos autores asseveram a importância de maior transparência e prestação de contas à sociedade, quanto às práticas de governança nesses mercados, pois, de acordo com Gonenc e Aybar (2006), há baixa proteção aos investidores, especialmente em relação à desapropriação dos acionistas minoritários pelos administradores e/ou controladores.

Vaz, Gonçalves, Niyama e Gonçalves (2010) apontam que, com a intenção de atrair novos investidores e aumentar o nível de confiança para com o mercado, as empresas passaram a divulgar informações adicionais sobre a gestão empresarial e ações de responsabilidade social e ambiental, indo além de informações obrigatórias. Nesse sentido, contemplando o enfoque da presente pesquisa, com o objetivo de avaliar o valor de mercado das empresas que realizam divulgações voluntárias, Hassan *et al.* (2009), Gordon *et al.* (2010), Uyar e Kiliç (2012) encontraram uma associação positiva entre divulgações voluntárias e o valor da empresa.

No contexto nacional, Souza *et al.* (2014) investigaram a relação entre o valor de mercado e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais, de empresas listadas na BM&FBOVESPA. Os resultados confirmam a existência de relação significativa e positiva entre a divulgação voluntária econômica e o valor de mercado das empresas, e uma relação significativa e negativa entre o valor de mercado e a divulgação voluntária ambiental, sugerindo um *trade off* entre a visão do investidor e do gestor. Em relação à divulgação social voluntária, os resultados não apontaram existir relação significativa.



Diante do exposto, percebe-se certa divergência dos resultados obtidos nas pesquisas apresentadas pela literatura. Entretanto, com base no problema de pesquisa e trabalhos empíricos convergentes com a temática, sobre divulgação voluntária, espera-se que esta impacte, positivamente, no valor de mercado das empresas. Logo, as hipóteses propostas no presente estudo são:

H1: a divulgação voluntária de informações econômicas influencia positivamente o valor de mercado das empresas de capital aberto do segmento de construção civil.

H2: a divulgação voluntária de informações ambientais influencia positivamente o valor de mercado das empresas de capital aberto do segmento de construção civil.

H3: a divulgação voluntária de informações sociais influencia positivamente o valor de mercado das empresas de capital aberto do segmento de construção civil.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Considerando que o objetivo do presente estudo é analisar a influência da divulgação voluntária de informações econômicas, ambientais e sociais sobre o valor de mercado das empresas de construção civil listadas na BM&FBOVESPA de 2010 e 2014, esta pesquisa caracteriza-se como teórico-empírica, com abordagem quantitativa, haja vista o emprego de testes estatísticos para ratificar ou refutar o que está expresso na teoria. Possui ainda caráter descritivo, cuja preocupação está em descrever as características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis (Gil, 2002).

Utilizou-se ainda, o procedimento qualitativo na coleta das informações, por meio da análise de conteúdo dos Relatórios de Referências e das Demonstrações Financeiras Padronizadas, disponibilizados no *site* da BM&FBOVESPA, e relatórios anuais, corporativos sociais e de sustentabilidade, publicados nos *sites* das companhias investigadas. De acordo com Beretta e Bozzolan (2008), esse é o método mais utilizado nos estudos sobre *disclosure*, pois proporciona maior capacidade de realizar inferência para análise dos resultados, embora Souza *et al.* (2014) o considere muito subjetivo, uma vez que envolve o julgamento do pesquisador, no que se refere às informações identificadas e reconhecidas como relevantes para fazer parte do índice a ser utilizado.

Foram analisadas 19 empresas do segmento de construção civil, com títulos negociados na BM&FBOVESPA, porém, foi excluída uma das empresas, por ausência de informações financeiras e patrimoniais da base de dados da Economática®, necessárias no construto das variáveis *proxies*. Assim, a amostra analisada contou com 18 empresas, totalizando 90 observações. A escolha do período justifica-se pelo fato dos Formulários de Referência se encontrarem disponíveis no *site* da BM&FBOVESPA, apenas, a partir do ano 2010, para fins de análise.

Para determinação das variáveis independentes: divulgação voluntária de informações econômicas (DIVE), sociais (DIVS) e ambientais (DIVA), montou-se um instrumento de coleta com 19, 12 e 40 itens, respectivamente, de divulgação voluntária. Os itens, conforme dispostos nos quadros 1, 2 e 3, foram concebidos a partir da adaptação das métricas aplicadas nos trabalhos de Murcia e Santos (2009) e Sousa *et al.* (2014), obtidos da análise documental dos Relatórios de Referências, Demonstrações Financeiras Padronizadas e dos Relatórios Anuais das empresas.



No quadro 1, apresentado a seguir, constam as métricas que tratam-se da vertente da divulgação voluntária de informações econômicas, cujo intuito é a determinação da variável dependente (DIVE).



Quadro 1 - Métricas para análise de divulgação voluntária de informações econômicas

Categoria	Item	Subcategoria
Ambiental	1	Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises)
	2	Discussão do setor em que a empresa atua
	3	Discussão da concorrência
	4	Relacionamento com fornecedores
	5	Satisfação dos clientes
	6	Identificação dos riscos do negócio
	7	Exposição cambial
Atividade Operacional	8	Estrutura Organizacional
	9	Aspectos tecnológicos da atividade operacional
	10	Informações por segmento ou linha de negócios
	11	Utilização da capacidade produtiva
	12	Indicadores de eficiência
	13	Quantidades produzidas e/ou serviços prestados
	14	Unidades vendidas
Aspecto Estratégico	15	Objetivos, planos e metas futuras da empresa
	16	Perspectivas de novos investimentos
	17	Perspectivas de novos mercados em que a empresa pretende atuar
	18	Políticas de reinvestimento dos lucros
	19	Preços dos produtos e serviços da empresa

Fonte: adaptado do quadro de Murcia e Santos (2009) e Sousa et al. (2014).

De forma análoga à técnica utilizada para verificação da variável DIVE, o quadro 2 compõe as informações a serem coletadas para definição da variável dependente (DIVS), de cunho social. Para definição da variável (DIVA) utilizou-se a métrica apresentada no quadro 3, que trata de informações de natureza ambiental.

Quadro 2 - Métricas para análise de divulgação voluntária de informações sociais

Categoria	Item	Subcategoria
Informações financeiras sociais	1	Investimentos de caráter social
	2	Gastos em projetos sociais
Serviços	3	Serviços da empresa estão adequados às normas de segurança
	4	Menções a reclamações sobre os serviços
Colaboradores (Não administradores)	5	Número de funcionários
	6	Remuneração dos funcionários
	7	Benefícios aos funcionários
	8	Informações sobre minorias na força de trabalho
	9	Educação e treinamento dos funcionários
	10	Segurança no local de trabalho
	11	Dados sobre acidentes de trabalho
	12	Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe

Fonte: adaptado do quadro de Murcia e Santos (2009) e Sousa et al. (2014).



Quadro 3 - Métricas para análise de divulgação voluntária de informações ambientais

Categoria	Item	Subcategoria
Políticas Ambientais	1	Declaração das políticas práticas, ações atuais
	2	Estabelecimento de metas e objetivos ambientais
	3	Compliance com a legislação ambiental
	4	Parcerias, conselhos, fóruns ambientais
	5	Prêmios e participações em índices ambientais
Gestão Ambiental	6	Gestão Ambiental
	7	Certificações de qualidade
	8	Auditoria Ambiental
Impactos dos Produtos no Meio Ambiente	9	Desperdícios de resíduos
	10	Processos de acondicionamento (embalagem)
	11	Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada, etc.)
	12	Passivos Ambientais
Mitigação, reparação e compensação de danos ao Meio Ambiente	13	Reciclagem e reuso
	14	Desenvolvimento de produtos ecológicos
	15	Uso eficiente e reutilização da água
	16	Reparos aos danos ambientais
	17	Menção a investimentos ambientais
	18	Detalhamento de custo e/ou despesas ambientais
	19	Medidas de segurança ambiental
	20	Indicadores ambientais
Energia	21	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações
	22	Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia
	23	Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia
Informações Financeiras Ambientais	24	Valor dos Investimentos ambientais
	25	Montante dos custos e/ou despesas ambientais
	26	Passivos Ambientais
	27	Práticas contábeis de itens ambientais
	28	Seguro Ambiental
	29	Ativos ambientais intangíveis
Educação e Pesquisa Ambiental	30	Educação Ambiental (internamente e/ou comunidade)
	31	Pesquisas relacionadas ao meio ambiente
Mercado de Créditos de Carbono	32	Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo
	34	Créditos de Carbono
	35	Emissão de Gases de Efeito Estufa (GEE)
	36	Certificados de emissões reduzidas (CER)
Outras Informações Ambientais	37	Expectativas e continuidade de ações ambientais
	38	Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento
	39	Conservação da Biodiversidade
	40	Relacionamento Ambiental com <i>stakeholders</i>

Fonte: adaptado do quadro de Murcia e Santos (2009) e Sousa et al. (2014).

Assim, para cada item evidenciado, foi atribuído o valor 1 (um), quando a informação requerida estava presente nos relatórios, e o valor 0 (zero), caso contrário; ao fim, as variáveis independentes DIVE, DIVS e DIVA resultaram da razão entre o número de itens divulgados por cada empresa e o correspondente número de itens a ela aplicáveis, conforme descrito no quadro 4.



Quadro 4: Variáveis utilizadas na pesquisa

Variável	Tipo	Descrição	Sinal Esperado	Cálculo	Autor
VM	D	Valor de Mercado		Q Tobin= (valor de mercado das ações + passivo exigível)/ valor do ativo total	Morck, Shleifer e Vishny (1988); Shin e Stulz (2000)
DIVE	I	Divulgação Voluntária de Informações Econômicas	+	(0) para aos itens que não foram divulgados, (1) para os que foram divulgados; posteriormente, obtêm-se o total de elementos e verifica-se a proporção do item divulgado em relação ao total de métricas.	Lang e Lundholm (1996); Gordon <i>et al.</i> (2010); Al-Akra e Ali (2010); Uyar e Kiliç (2012)
DIVA		Divulgação Voluntária Informações Ambientais			
DIVS		Divulgação Voluntária Informações Sociais			
RENT	C	Rentabilidade	+	Lucro Líquido/ Patrimônio Líquido	Nogueira <i>et al.</i> (2012); Uyar e Kiliç (2012); Souza <i>et al.</i> (2014)
TAM	C	Tamanho da Empresa	+	Logarítimo natural do ativo total	Braga, Oliveira e Salotti (2009), Uyar e Kiliç (2012)
CRESC	C	Crescimento	+/ nenhuma	Variação da Receita Líquida apurada em percentual pela diferença entre o ano posterior e o anterior	Uyar e Kiliç (2012); Souza <i>et al.</i> (2014)
END	C	Endividamento	- / +	Exigível Total/ Patrimônio Líquido	Uyar e Kiliç (2012); Souza <i>et al.</i> (2014)
ISE	C	Participação no ISE (<i>dummy</i>)	+ / nenhuma	0) para as empresas que não pertencem ao ISE, (1) para as que pertencem.	Cavalcante, Bruni e Costa (2007); Rossi Junior (2009); Souza <i>et al.</i> (2014)
GOV	C	Aderência a um dos níveis de Governança Corporativa (<i>dummy</i>)	+	(0) para as empresas que não aderiram um dos níveis de GC, (1) para as que aderiram.	Brown e Caylor (2004); Bai <i>et al.</i> (2004); Leal e Da Silva (2005).
CONT	C	Controle Acionário (<i>dummy</i>)	nenhum / -	(0) se o acionista principal detiver mais de 50% das ações ON da empresa; (1) se detiver menos de 50 %	Demsetz e Lehn (1985); Okimura, Silveira e Rocha (2007); Souza <i>et al.</i> (2014)
AUD	C	Auditada por <i>Big Four</i> (<i>dummy</i>)	+ / nenhuma	(0) para as empresas que não são auditadas por uma <i>Big Four</i> ; (1) para as que são.	Murcia <i>et al.</i> (2008); Murcia e Santos (2009)

Legenda: D – Dependente; I – Independente; C - Controle;

Fonte: elaborado pelos autores, a partir da revisão da literatura.

Na operacionalização das demais variáveis, conforme apresentadas no quadro 4, foram consideradas como variáveis de controle: a rentabilidade (RENT), tamanho da empresa (TAM), variação de crescimento (CRESC), o nível de endividamento (END), participação no ISE (ISE), se pertence a um dos níveis diferenciados de governança corporativa (GOV), controle acionário (CONT) e análise das demonstrações financeiras por *Big Four* (AUD).



Em suma, os valores assumidos pelas variáveis da pesquisa foram organizados e tabulados em planilhas eletrônicas, utilizando o *software Microsoft Excel*. Doravante, foi utilizada a técnica estatística de regressão de dados em painel para realizar a análise quantitativa dos dados. Sendo assim, tem-se o seguinte modelo econométrico:

$$VM_{it} = \beta_0_{it} + \beta_1 DIV_{it} + \beta_2 RENT_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 CRESC_{it} + \beta_5 END_{it} + \beta_6 ISE_{dummy_{it}} + \beta_7 GOV_{dummy_{it}} + \beta_8 CONT_{dummy_{it}} + \beta_9 AUD_{dummy_{it}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção serão apresentados os resultados da análise dos dados. Inicialmente, realizou-se uma análise descritiva dos dados e, posteriormente, foi utilizado o modelo de regressão com dados em painel de efeitos aleatórios robusto, a fim de testar as hipóteses da pesquisa.

4.1 Estatísticas Descritivas

Analisando a tabela 1, observa-se que as variáveis END (25,1839) e VM (14,4228) apresentam a maior dispersão dos dados em torno da média, ao contrário das variáveis DIVA (0,0830) e DIVE (0,1670), que apresentam menor dispersão dos dados. As variáveis END (62,9904) e CRESC (0,0002) apresentam a maior e menor média, respectivamente. Percebe-se, também, certa diferença entre a média e a mediana, indicando que a distribuição dos dados é assimétrica.

Tabela 1: Estatística Descritiva das variáveis utilizadas para todas as empresas

Variável	Observações	Média	Desvio Padrão	Mediana	Mínimo	Máximo
VM	90	4,0486	14,4228	1,0095	0,4893	112,2538
DIVE	90	0,6411	0,1670	0,6316	0,2632	0,8947
DIVA	90	0,2661	0,0830	0,2820	0,0513	0,4102
DIVS	90	0,3633	0,1839	0,2500	0,2500	1,0000
END	90	62,9904	25,1839	61,5518	18,5145	236,1176
RENT	90	0,0316	0,5974	0,0675	-3,1213	1,8685
CRES	90	0,0002	0,9448	0,0690	-6,7439	1,6362
GOV	90	0,8333	0,3748	1,0000	0,0000	1,0000
ISE	90	0,0555	0,2303	0,0000	0,0000	1,0000
AUD	90	0,8111	0,3936	1,0000	0,0000	1,0000
CONT	90	0,9444	0,2303	1,0000	0,0000	1,0000
TAM	90	14,9051	1,4293	15,0465	9,4267	16,6635

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

4.2 Análise dos Resultados Econométricos

Após breve análise descritiva aplicou-se os testes econométricos de *Chow* e *Hausman* para verificar, dentre os modelos de *pooled*, efeitos-fixos e efeitos aleatórios, que melhor se adequa a pesquisa; em seguida realizou-se o teste de *Wald*, a partir do qual pode inferir a existência de heterocedasticidade entre as variáveis analisadas no modelo efeitos-fixos.

Bomfim, Texeira e Monte (2015) explicam que a aplicação do teste de *Chow* permite testar de forma conjunta se as variáveis dicotômicas anuais são estatisticamente iguais a zero, mediante a não rejeição ou a rejeição da hipótese nula (*Pooled*). As regressões apresentaram



os seguintes resultados: i) regressão com a variável DIVE (Teste de *Chow*: $F=107,20$; $\text{Prob}>F=0,0000$); ii) regressão com a variável explicativa DIVA (Teste de *Chow*: $F=118,44$; $\text{Prob}>F=0,0000$); iii) regressão com a variável explicativa DIVS (Teste de *Chow*: $F=107,20$; $\text{Prob}>F=0,0000$). Tais resultados rejeitam a hipótese nula, indicando, com isso, que o modelo de efeitos fixos é preferível ao modelo com dados empilhados (*pooled*).

No teste de *Hausman* a hipótese nula assume o modelo de efeitos aleatórios, enquanto que a hipótese alternativa o modelo de efeitos fixos. Os resultados apresentados nas regressões foram os seguintes: i) regressão com a variável explicativa DIVE (Teste de *Hausman*: $\text{Prob}>\text{Chi}^2=0,0000$); ii) regressão com a variável explicativa DIVA (Teste de *Hausman*: $\text{Prob}>\text{Chi}^2=0,0000$); iii) regressão com a variável explicativa DIVS (Teste de *Hausman*: $\text{Prob}>\text{Chi}^2=0,0000$). Dessa forma, demonstraram que as três regressões, ao nível de 1% de significância, rejeita-se a hipótese nula, indicando que o modelo de efeitos fixos é preferível ao de efeitos aleatórios.

Em seguida realizou-se o teste de *Wald* nas três regressões, as quais apresentaram evidências ($\text{Prob}>\text{chi}^2=0,000$) que permitiu rejeitar a hipótese nula de ausência de heterocedasticidade. Contudo, vale salientar que na estimação do painel de efeitos fixos exclui-se as variáveis que são constantes ao longo do tempo, nesse caso, as variáveis: i) controle acionário (CONT); ii) nível de governança corporativa (GOV) e; iii) índice de sustentabilidade empresarial (ISE).

A Tabela 2 apresenta os resultados das três regressões aplicadas para rejeitar ou não as hipóteses de pesquisa.

Tabela 2: Resultado da Regressão com dados em painel robusto (modelo efeitos-fixos)

Variáveis Explicativas e Controles	Variável Dependente: VMA		
	Regressão 1	Regressão 2	Regressão 3
	DIVE	DIVA	DIVS
DIVE	4,6994** (0,0320)	-	-
DIVA	-	17,5488** (0,0190)	-
DIVS	-	-	-1,1444** (0,0140)
END	0,4036*** (0,0000)	0,4104*** (0,0000)	0,4047*** (0,0000)
RENT	1,4720* (0,0550)	1,5011** (0,0430)	1,4871* (0,0510)
CRES	-0,6838** (0,0380)	-0,5385* (0,0740)	-0,6945** (0,0420)
AUD	-2,6286*** (0,0010)	-2,7630*** (0,0020)	-2,6083*** (0,0010)
TAM	-4,5911*** (0,0000)	-4,1541*** (0,0000)	-4,4479*** (0,0000)
β_0	46,1265*** (0,0000)	37,6361*** (0,0010)	47,3354*** (0,0000)

Grau de significância: * $p<0,1$; ** $p<0,05$; *** $p<0,01$;

Nº de Observações: 90 R² = 0,9069 Nº de Observações: 90 R² = 0,9150 Nº de Observações: 90 R² = 0,9069

Fonte: Dados da Pesquisa, 2016.

A fim de alcançar esse objetivo, utilizou-se regressão múltipla em painel com estimação robusta, tendo em vista que o modelo fica mais robusto, pois há uma redução do erro padrão e, por conseguinte, diminuem as chances do modelo ser heterocedástico. De



acordo com Cameron e Trivedi (2010), esse procedimento é aconselhável na presença de heterocedasticidade e de autocorrelação serial dos resíduos.

A variável independente considerada em cada uma das regressões foi: (1) divulgação voluntária de informações econômicas (DIVE); (2) divulgação voluntária de informações ambientais (DIVA); e (3) divulgação voluntária de informações sociais (DIVS).

Os resultados do modelo da regressão 1 e 3 apontam um R^2 de 0,9069, comprovando-se que 90,69% das variações do valor de mercado (VM) podem ser explicadas pelo modelo. O mesmo comportamento se deu na regressão 2, a qual apresentou um R^2 igual a 0,9150. Ao analisar, individualmente, cada variável do modelo, todas apresentaram significância estatística: o endividamento (END), a Rentabilidade (RENT), crescimento (CRESC), auditoria de *Big Four* (AUD) e tamanho da empresa (TAM) pareceram influenciar o valor de mercado (VM) das empresas; ou seja, essas variáveis possuem poder explicativo da variável dependente valor de mercado (VM) das empresas.

Analisando a tabela 2, exposta anteriormente, verifica-se que a variável endividamento (END) indica significância ao nível de 1% e coeficiente positivo nas três regressões. Este resultado denota um impacto positivo do endividamento sobre o valor de mercado da empresa, sendo compatível com os estudos de Stulz (1990), Silva e Chien (2013) e Souza *et al.* (2014). Esses autores, fundamentado pela Teoria da Agência, asseveram que a relação entre o endividamento e o crescimento do valor de mercado das organizações ocorre, na medida em que o primeiro reduz os custos de agência e amplia as oportunidades de investimento das empresas. Por outro lado, diferiram do resultado obtido por Uyar e Kiliç (2012), os quais identificaram significância negativa na relação endividamento versus valor de mercado.

No que concerne a rentabilidade (RENT), apresentou-se de forma estatisticamente significativa e positiva em relação ao valor de mercado, assim, como foi identificado por Nogueira, Curi e Nuintin (2012), Uyar e Kiliç (2012) e Souza *et al.* (2014), os quais observaram que a rentabilidade tem um razoável poder de influência sobre o valor de mercado das empresas. Destaca-se ainda, que a Regressão 1 e 3 o nível de significância foi de 10%, e na Regressão 2 a significância foi ao nível de 5%.

Tratando-se das variáveis crescimento (CRES) e auditada por *Big Four* (AUD), ambas se mostraram significantes e negativas ao interagir com o valor de mercado (VM) da empresa. Complementando, vale destacar que a significância da variável CRES ocorreu nas três regressões, sendo ao nível de 5% nas regressões 1 e 3, e ao nível de 10% na regressão 2; já a variável AUD foi unânime o nível de significância a 1%.

Em relação a variável CRES, o resultado destoava da literatura apresentada por Uyar e Kiliç (2012), na qual relata não existir significância ao analisar a interação do crescimento da empresa e seu valor de mercado; e do resultado apontado por Souza *et al.* (2014), que verificaram uma relação positiva e significativa entre essas variáveis. Quanto a variável AUD, esperava-se um coeficiente positiva conforme demonstrado por Murcia *et al.* (2008), uma vez que empresas que são auditadas por *Big Four* tendem a influenciar seus clientes a evidenciar o máximo de informação possível, por conseguinte aumenta a confiança dos investidores em fazer parte da referida empresa; contudo, mostrou-se uma relação inversa, a auditoria por uma *Big Four* reduz o valor de mercado da empresa.

A variável tamanho da empresa (TAM) mostrou-se estatisticamente significativa ao nível de 5% e coeficiente negativo em todas as regressões. O sinal do coeficiente negativo sugere uma relação inversa com o valor de mercado da empresa. Esse resultado não é condizente com as evidências obtidas por Braga, Oliveira e Salotti (2009), Uyar e Kiliç (2012), cujas pesquisas constataram que as grandes empresas divulgam mais informações



voluntárias do que as pequenas, objetivando, com isso, aumentar ganhos econômicos e ampliar seu valor de mercado.

Em relação às variáveis de interesse da pesquisa, ou seja, as variáveis de divulgação voluntária (DIVE, DIVA e DIVS), os resultados encontrados indicaram que os índices de divulgação voluntária de informações econômicas (DIVE), informações ambientais (DIVA) e informações sociais (DIVS) apresentaram significância estatística.

No tocante a variável DIVE é estatisticamente significativa à 5%, com p-valor igual a (0,0320) e coeficiente positivo (4,6994). O resultado é consistente com o estudo de Verrecchia (2001), Salotti e Yamamoto (2008), Al-Akra e Ali (2010) e Souza *et al.* (2014), que afirmam existir uma relação positiva e significativa entre a divulgação voluntária econômica e o valor de mercado da empresa, pois parte da premissa que informações dessa natureza, divulgadas além dos limites das exigências legais, são percebidas de forma positiva pelos acionistas e, por conseguinte, tendem a impactar o valor de mercado das organizações; e contrário as implicações obtidas por Hassan *et al.* (2009), os quais apontam um coeficiente positivo de divulgação voluntária em relação ao valor de mercado, porém, sem significância estatística.

Quanto à variável DIVA, verificou-se uma relação de significância estatística (p-valor= 0,0190) ao nível 5% e coeficiente positivo (17,5488). Esse resultado pressupõe, segundo Iatridis (2013), que a divulgação de informações ambientais é relevante para melhorar a percepção dos investidores em relação às empresas, principalmente, se estas fizerem parte de algum segmento com maior potencial poluidor. Reforçando o resultado, Hassan *et al.* (2009), Uyar e Kiliç (2012) encontraram uma associação positiva entre divulgações voluntárias e o valor da empresa. Contudo, Souza *et al.* (2014) observaram um coeficiente negativo, justificado por esses autores como sendo resultado negativo da percepção dos investidores aos custos de divulgação e a pouca influência de tais informações para a tomada de decisão.

Considerando a variável DIVS (p-valor= 0,0140), cuja significância foi a 5% com coeficiente negativo (-1,1444), infere-se que a divulgação de informações sociais impacta negativamente o valor de mercado das empresas. Tal constatação contrapõe as evidências sinalizadas por Gallego-Alvarez, Prado-Lorenzo, Rodriguez-Dominguez e Garcia-Sanchez (2010), na qual, os resultados mostram que todas as práticas de RSE, especialmente àquelas ligadas à imagem da empresa, têm um efeito positivo na criação de valor para os acionistas, uma vez que os investidores são capazes de detectar o nível de compromisso corporativo com o desenvolvimento sustentável. Também divergente com o estudo realizado por Souza *et al.* (2014), Aras, Aybars e Kutlu (2010), os quais não conseguiram identificar uma relação significativa das práticas de responsabilidade social (RSE) em relação a um melhor ou pior desempenho no valor de mercado das empresas.

As demais variáveis (ISE, CONT, GOV), conforme explicado anteriormente, foram omitidas do modelo econométrico por se tratarem de *dummies* fixas ao longo do painel, ou seja, não se podem estimar coeficientes para variáveis que não variam no tempo na regressão de modelo de efeitos- fixos.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo investigou a influência da divulgação voluntária de informações de natureza econômica, ambiental e social sobre o valor de mercado das empresas de construção civil listadas na BM&FBOVESPA. Para atingir esse objetivo, utilizou como base, as premissas das teorias da agência e divulgação voluntária, as quais defendem que as empresas devem divulgar para o mercado o máximo possível de informações relevantes sobre práticas e



eventos relacionadas ao ambiente corporativo, permitindo dessa maneira, que a assimetria informacional seja reduzida.

Pela significância (ao nível de 5%) demonstrada na relação positiva entre a divulgação voluntária de informações econômicas (DIVE) e o valor de mercado (VM) das empresas brasileiras de capital aberto do segmento de construção civil, a hipótese **H1** (divulgação voluntária de informações econômicas impacta positivamente o valor de mercado das empresas de capital aberto do segmento de construção civil) não foi rejeitada. Indicando com isso, que o fato dessas companhias divulgarem voluntariamente informações de cunho econômico, reflete nas decisões dos investidores, credores e acionistas.

A hipótese **H2** (divulgação voluntária de informações ambientais impacta positivamente o valor de mercado das empresas de capital aberto do segmento de construção civil) não foi rejeitada, dado a relação positiva e significativa a 5%, levando a inferir que a divulgação de informações de natureza ambiental transmite aos *stakeholders* que as empresas se preocupam com a preservação do meio ambiente, mediante uso adequado dos recursos naturais que possibilite a continuidade da empresa, bem como o fato da empresa assumir sua responsabilidade social corporativa. Essa postura se intensifica quando o segmento da companhia tem potencial poluidor, como é o caso das empresas que compõe a amostra desta pesquisa.

No tocante da análise da **H3** (divulgação voluntária de informações sociais impacta positivamente o valor de mercado das empresas de capital aberto do segmento de construção civil), houve a identificação de uma relação negativa e significativa (ao nível de 5%) entre o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto do segmento de construção civil e a divulgação voluntária de informações sociais, levando a rejeição da hipótese testada. Com isso, a variável dependente (VM) pode ser explicada pela divulgação voluntária de informações sociais (DIVS), no entanto, o sinal negativo do coeficiente sugere uma percepção negativa do mercado frente a divulgação voluntária para informações de natureza social.

As demais variáveis estudadas (END, RENT, CRES, AUD, TAM) também foram significantes. Sendo o endividamento (END) e a rentabilidade (RENT) refletidos de forma positiva; enquanto que o crescimento da empresa (CRES), auditoria por *Big Four* (AUD) e tamanho da empresa (TAM) refletidas de forma negativa sobre o valor de mercado. Já as variáveis CONT, GOV e ISE foram omitidas do modelo, devido a constância destas ao longo dos anos, podendo, com isso, ter causado influência nas evidências analisadas.

Ressalte-se, entretanto, que o comportamento das variáveis (TAM, CRES, AUD e DIVS) podem se justificar devido o tamanho da amostra, considerado pequeno, e as particularidades do período estudado. Além disso, houve certo nível de subjetividade na verificação da métrica de divulgação, pois se utilizou da técnica de análise de conteúdo. Também não foi levado em consideração os aspectos qualitativos dos itens que compõem o índice de divulgação, dessa forma todos os itens assumiram peso igual dentro da métrica.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Al-Akra, M., & Ali, M. J. (2010). The value relevance of corporate voluntary disclosure in the Middle-East – the case for Jordan. *Journal Account. Public Policy*, 31, pp. 533-549.

Angonese, R., Sanches, J. R., & Bezerra, F. A. (2014). Determinantes da divulgação de informações voluntárias por meio da internet. *Revista Contexto*, 14(26), pp.19-31.

Aras, G., Aybars, A., & Kutlu, O. (2010). Managing corporate performance: investigating the relationship between corporate social responsibility and financial performance in emerging



markets. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 59 (3), pp. 229-254.

Avelino, B. C. (2013). Características Explicativas do Nível de Disclosure Voluntário de Municípios do Estado de Minas Gerais: Uma Abordagem Sob a Ótica da Teoria da Divulgação. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, MG, Brasil.

Bai, Liu, Lu, Song, & Zhang. (2004). Corporate Governance and Firm Valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, 32(4), pp. 599-616.

BERETTA, S., & BOZZOLAN, S. (2008). Quality versus quantity: The case of forward looking disclosure. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23(3), pp. 333-375.

Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). (2016). Informações Financeiras. Recuperado entre 04 de janeiro a 30 de janeiro, 2016. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br>>.

Bomfim, E. T., Teixeira, W. S., & Monte, P. A. (2015). Relação entre o Disclosure da Sustentabilidade com a Governança Corporativa: Um Estudo nas Empresas Listadas no Ibrx-100. *Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 1(1), p. 6-28.

Braga, J. P., Oliveira, J. R. S., & Salotti, B. M. (2009). Determinantes do Nível de Divulgação Ambiental nas Demonstrações Contábeis de Empresas Brasileiras. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(3), pp. 81-95.

Brown, L., & Caylor, M. (2004). Corporate Governance and Firm Performance. Recuperado em 17 de janeiro, 2016. Disponível em: <<http://fdp.hse.ru/data/088/482/1225/Sept%2023%20Corporate%20Governance%20and%20Firm%20Performance.pdf>>.

Bushman, R. M., & Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp. 237-333.

Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2010). *Microeconometrics Using Stata*. Texas: Stata Press.

Cavalcante, L. R. M. T., Bruni, A. L., & Costa, F. J. M. (2007). Sustentabilidade Empresarial e Desempenho Corporativo: Uma Análise do Mercado Brasileiro de Ações. Anais do Encontro da ANPAD, RJ, Brasil, 31.

Chen, S., Defond, M. L., & Park, C. W. (2002). Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), pp. 229-251.

Clarkson, P. M., Li, Y., Richardson, G. D., & Vasvari, F. P. (2008). Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: *An empirical analysis*. *Accounting, Organizations and Society*, 33(1), pp. 303-327.

Cunha, J. V. A., & Ribeiro, M. S. (2008). Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. *Revista de Administração – Eletrônica*, 1(1), p. 1-23.

Dantas, J. A., Zendersky, H. C., & Niyama, J. K. (2005). A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. *E & G Economia e Gestão*, 5(11), pp. 56-76.



De Luca, M. M. M., Mouras, A. A. F., & Nascimento, F. S. P. (2012). Evidenciação Voluntária de Informações Sociais por Empresas de Capital Aberto no Brasil com Base nos Indicadores de Responsabilidade Social da ONU. *Revista Alcance – Eletrônica*, 19(3), pp. 362-380.

Demsetz, H., & Lehn, K. (1985). The structure of corporate ownership: causes and consequences. *Journal of Political Economy*, 93(6), pp. 1155-1177.

DYE, R (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1-3), pp. 181-235.

Farias, K. T. R. (2008). A relação entre divulgação ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico nas empresas brasileiras de capital aberto: uma pesquisa utilizando equações simultâneas. Dissertação de Mestrado em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Administração Economia e Contabilidade, Ribeirão Preto, SP, Brasil.

Fialho, K. E. R., Costa, H. N., Lima, S. H. O., & Barros Neto, J. P. (2014). Aspectos Econômicos da Construção Civil no Brasil. Anais do Encontro Nacional de Tecnologia do Ambiente Construído – ENTAC, Maceió, AL, Brasil, 15.

Gallego-Alvarez, I., Prado-Lorenzo, J., Rodriguez- Dominguez, L., & Garcia-Sanchez, I. (2010). Are social and environmental practices a marketing tool? Empirical evidence for the biggest European companies. *Management Decision*, 48(10), pp. 1440-55.

Gamerschlag, R., Möller, K., & Verbeeten, F. (2011). Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5(2-3), p.233-262.

GIL, A. C. (2002). *Como Elaborar Projetos de Pesquisa*.(4. ed.). São Paulo: Editora Atlas.

Gonenc, H., & Aybar, C. B. (2006). Financial crisis and firm performance: empirical evidence from Turkey. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), pp. 297-311.

Gordon, L. A., Loeb, M. P., & Sohail, T. (2010). “Market value of voluntary disclosures concerning information security”. *MIS Quarterly*, 34(3), pp. 567-594.

Hassan, O. A. G., Giorgioni, G., Romilly, P., & Power, D. (2009). The value-relevance of disclosure: evidence from the emerging capital market of Egypt. *The International Journal of Accounting*, 44(1), pp. 79-102.

Hassel, L. G., Nilsson, H., & Nyquist, S. (2005). The value relevance of environmental performance. *European Accounting Review*, 14(1), pp. 41–61.

Healy, P., & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure and capital markets: a review of empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, pp. 405-440.

Jensen, M. C., & Smith, C. W. (1984). *The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview*. New York: McGraw-Hill Inc.

Kim, J. W., & Shi, Y. (2011). Voluntary disclosure and the cost of equity capital: evidence from management earnings forecasts. *Accounting Public Policy*, 30 (1), p. 348-366.

Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review*, 71(4), pp. 467-492.



- Leal, R. P. C., & Silva, A. L. C. (2005). Corporate Governance, Value and Dividend Payout in Brazil and Chile. Inter-American Development Bank. Recuperado em 17 janeiro, 2016. Disponível em: <http://www.istfin.eco.usi.ch/r_leal.pdf>.
- LIMA, G. A. S. F. (2009). Nível de evidenciacao \times custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças da USP*, 20(49), pp. 95-108.
- Lopes, A. B., & Martins, E. (2005). *Teoria da contabilidade: Uma Nova Abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
- Moreira, N. B., Dias Filho, J. M., Gomes, S. M. S., & Conceição, M. G. (2014). Fatores que Impactam a Divulgação Voluntária de Informações Socioambientais na Percepção dos Gestores. *REUNIR- Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade*, 4(1), pp. 62-82.
- Murcia, F. D., Rover, S., Lima, I., Fávero, L. P. L., & Lima, G. A. S. F. (2008). ‘Disclosure verde’ nas demonstrações contábeis: características da informação ambiental e possíveis explicações para a divulgação voluntária. *Revista UnB Contábil*, 11(1), pp. 260-278.
- Murcia, F. Dal-Ri, & Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3(2), pp. 72-95.
- Nogueira, L. R. T, Curi, M. A, & Nuintin, A. A. (2012). Relação da rentabilidade e da liquidez com o valor de mercado das empresas brasileiras de capital aberto: Estudo do setor de energia elétrica. *Revista de Administração da UEG*, 3 (1), pp. 75-97.
- Okimura, R. T., Silveira, A. Di M., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea Eletrônica*, 1(1), pp. 119-135.
- Pereira, A. G., Bruni, A. L., & Dias Filho, J. M. (2010). Legitimidade Corporativa em Empresas Pertencentes a Indústrias Ambientalmente Sensíveis: um Estudo Empírico com Empresas que negociam ações na Bovespa. *Revista Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 5(2), pp (69-86).
- Pimentel, R. C., & Aguiar, A. B. (2012). Persistência de lucros trimestrais: uma investigação empírica no Brasil. *Brazilian Business Review – BBR*, 9(Especial), pp.39-57.
- Previdência Social. (2014). Análise das Estatísticas de Acidentes do Trabalho na Construção Civil. Informe de Previdência Social, 26(7). Recuperado em 04 de fevereiro, 2016. Disponível em: <http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2014/10/Ret_Offset_Informe_julho_2014.pdf>.
- Rossi Júnior, J. L. (2009). What is the Value of Corporate Social Responsibility? An Answer from the Brazilian Sustainability Index. SSRN – Social Science Research Network. Recuperado em 18 de janeiro, 2016. Disponível em: <<file:///C:/Users/Livia/Downloads/SSRN-id1338114.pdf>>.
- Rover, S., Tomazzia, E. C., Murcia, F. D. R., & Borba, J. A. (2012). Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração - USP*, 47 (2), pp. 217-230.



- Rufino, M. A., & Monte, P. A. (2014). Fatores que explicam a divulgação de informações voluntárias das 100 empresas com ações mais negociadas na BM&FBOVESPA. *Anais do Congresso Anpcont*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 8.
- Sabado, J. O. S., & Farias Filho, M. C. (2011). Ações de Sustentabilidade Influenciando o Isomorfismo no Campo das Organizações da Indústria de Construção Civil. *REUNA*, 16 (4), pp. 27-42.
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19 (48), pp. 37-49.
- Shin, H., & Stulz, R. M. (2000). Firm value, risk and growth opportunities. Working paper, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, Massachusetts, USA. Recuperado em 19 de janeiro, 2016. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=236869>.
- Silva, A. L. C., & Chien, A. C. Yi. (2013). Remuneração Executiva, Valor e Desempenho das Empresas Brasileiras Listadas. *Revista Brasileira de Finanças (Online)*, 11(4), pp. 481-502.
- Silva, M. A., Rech, I. J., & Cunha, M. F. (2014). Influência do Isomorfismo Organizacional no Nível de Evidenciação de Ativos Intangíveis. *Anais do Congresso Anpcont*, Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 8.
- Silva, R. C. E. O., Koyashiki, M. L. M., Cruz, J. A, Wahlfeldt, A., Silva, W. V., & Corso, J. M. (2015). *Revista Catarinense da Ciência Contábil – CRCSC*, 14(41), pp. 09-19.
- Slewinski, E., Gonçalves, M. N., & Sanches, S. L. R. (2015). Determinantes da Divulgação do Relatório de Sustentabilidade ou Relatório Integrado das Empresas Listadas na BM&FBOVESPA. *Anais do Congresso Anpcont*, Curitiba, PR, Brasil, 9.
- Souza, C. B., Silva, A. F., Ribeiro, M. S., & Weffort, E. F. J. (2014). Valor de Mercado e *Disclosure* Voluntário: Estudo Empírico em Companhias Listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Ambiental Contábil*, 6 (2), pp. 94–115.
- Stulz, R. M. (1990). Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, 26, pp. 3-27.
- Uyar, A., & Kiliç, M. (2012). Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), pp. 363-376.
- Vaz, A. C., Gonçalves, R. S., Niyama, J. K., & Gonçalves, A. O. (2010). Análise Comparativa Sobre Informações Voluntárias Divulgadas: O Social Disclosure das Empresas Latino-Americanas Listadas na Nyse. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade - REPEC*, 4(1), pp. 38-59.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on *Disclosure*. *Journal of Accounting and Economics*, 32, pp. 97-180.
- Weber, J., & Marley, K. A. (2012). In search of stakeholder salience: exploring corporate social and sustainability reports. *Business & Society*, 51(4), pp. 626-649.