

RELAÇÃO ENTRE NÍVEL DE *DISCLOSURE* AMBIENTAL E CARACTERÍSTICAS CORPORATIVAS DE EMPRESAS NO BRASIL

Josué Pires Braga
UNIVERSIDADE ESTADUAL DE FEIRA DE SANTANA

Bruno Meirelles Salotti
UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

RESUMO

O objetivo principal do presente trabalho consiste em verificar a possível relação existente entre nível de *disclosure* ambiental e características corporativas de empresas que operam no Brasil sob a perspectiva da teoria da divulgação. As características corporativas abordadas são as seguintes: tamanho, desempenho, endividamento, riqueza criada, natureza da atividade (poluidora ou não poluidora), controle acionário (nacional ou estrangeiro) e governança corporativa (listada ou não em um dos níveis diferenciados de governança da Bovespa). A amostra é composta por empresas classificadas no *ranking* da Exame Melhores e Maiores 2007 que têm ações negociadas na Bovespa. A técnica de análise de conteúdo foi aplicada nas demonstrações contábeis das 108 empresas selecionadas na amostra referentes ao ano de 2006 com a finalidade de mensurar o nível de *disclosure*. Os procedimentos estatísticos utilizados para analisar a relação entre as variáveis foram testes paramétricos e não-paramétricos de correlação e de diferença de médias e análise de regressão. As evidências empíricas apontam relações positivas e significativas entre nível de *disclosure* ambiental e as variáveis: tamanho, riqueza criada e natureza da atividade. As relações entre a variável dependente e as variáveis desempenho, endividamento, controle acionário e governança corporativa não se mostraram significativas. Esses resultados são condizentes com os de algumas pesquisas realizadas em outros países e estão de acordo com os pressupostos da teoria da divulgação.

1. INTRODUÇÃO

Pretende-se abordar no presente trabalho a questão da divulgação voluntária de informações ambientais nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. A justificativa para tal realização concentra-se na idéia de que essa temática é de extrema relevância social, principalmente em se tratando de um país como o Brasil, que possui uma vasta biodiversidade que precisa ser utilizada de maneira sustentável. Nesse contexto, a informação contábil de natureza ambiental pode ter alguma relevância, servindo de instrumento de controle social para o público em geral e, possivelmente, para o mercado de forma mais específica.

Partindo-se da idéia de que as empresas são um dos principais agentes no processo de desenvolvimento econômico e que são responsáveis pela intermediação entre o meio ambiente e o consumidor final por meio de processo transformação de bens, entende-se que essas têm obrigações para com a sociedade no que diz respeito à maneira de como se utilizam dos recursos naturais para produzirem bens e serviços. Nesse caso, deve haver uma prestação de contas (*accountability*), isso porque as conseqüências do uso inadequado dos recursos naturais têm implicações diretas na vida do homem. Por esse motivo e outros possíveis, deve existir transparência nessa relação entre empresa e meio ambiente.

De forma generalizada, as empresas brasileiras não têm a obrigação legal de divulgar informações de natureza ambiental em seus relatórios anuais. No entanto, apesar de não haver essa obrigação, existem focos de divulgação voluntária desse tipo de informação, conforme

verificado pelas pesquisas: Nossa (2002), Kosztrzepa (2004), Calixto (2006), Calixto, Barbosa e Lima (2007). Diante desse fenômeno, podem surgir as seguintes perguntas: o que faz com que algumas empresas divulguem voluntariamente informações ambientais? As empresas que estão fazendo esse tipo de divulgação guardam alguma relação comum entre si? Quais variáveis podem determinar a divulgação voluntária dessas informações de caráter ambiental? Essas e outras questões podem ser levantadas diante da situação apresentada.

Para tentar entender esse fenômeno, será utilizado no presente trabalho a estrutura conceitual da teoria da divulgação. O principal objetivo dessa abordagem teórica é explicar o fenômeno da divulgação de informações a partir de diversas perspectivas, como: determinar o efeito da divulgação de demonstrações contábeis no preço das ações, explicar quais as razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente, entre outros casos (SALOTTI e YAMAMOTO, 2005).

Com disso, o desafio desse estudo está em investigar quais características corporativas podem incentivar as empresas a divulgarem voluntariamente informações ambientais em suas demonstrações contábeis para daí responder à seguinte questão: existe relação entre o nível de *disclosure* ambiental e alguma característica corporativa de empresas que atuam no Brasil? As características corporativas abordadas são: tamanho, desempenho, endividamento, riqueza criada, natureza da atividade, controle acionário e governança corporativa.

O objetivo principal do presente trabalho consiste em verificar estatisticamente a possível relação existente entre o nível de divulgação voluntária de informações ambientais e as referidas características corporativas de empresas que operam no Brasil sob a perspectiva da teoria da divulgação. Ressalta-se que essa pesquisa, em consonância com a natureza de seu objetivo, se utiliza do enfoque da teoria positiva da contabilidade, em que se busca entender o mundo contábil como ele é, e não como deveria ser (DIAS FILHO e MACHADO, 2004). No caso do trabalho em questão, esse “mundo contábil” ao qual os autores citados se referem são as práticas de divulgação voluntária de informações ambientais.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Disclosure* Ambiental

O termo *disclosure* ambiental utilizado nesse estudo pode ser entendido como a divulgação voluntária de informações ambientais feita por empresas com o possível objetivo de atender a demanda informacional de algum usuário. Ao considerar a informação ambiental como um tipo de informação social, Guthrie e Mathews (1985), citados por Hackston e Milne (1996), dizem que o *disclosure* social corporativo pode ser definido como o fornecimento de informações financeiras e não financeiras relacionado com a interação de uma organização com seu ambiente físico e social, divulgado tanto em relatórios anuais como em relatórios sociais específicos.

O número de pesquisas que tiveram como objeto de estudo a divulgação de informações ambientais cresceu de maneira considerável nos últimos anos em nível internacional (DEEGAN e RANKIN, 1997). No Brasil, os estudos na área ambiental tiveram um crescimento recentemente, mas a categoria evidencição ambiental foi a menos representativa dentre as investigadas, conforme Gallon *et al.* (2007).

Tem-se observado nos últimos anos um aumento no volume de informações de caráter ambiental divulgadas pelas empresas no Brasil. Isso também é observado em outros países, conforme Deegan e Rankin (1997). Uma pesquisa realizada por Calixto (2006) demonstra esse fato por meio da análise gráfica do nível de *disclosure* ambiental de empresas brasileiras

entre o período de 1997 a 2005. Ao considerar que esse tipo de divulgação é de natureza voluntária ou espontânea, questiona-se os motivos que levam as empresas a agir de tal modo.

A partir da constatação da existência desse fenômeno, algumas suposições básicas podem ser levantadas: as empresas têm algum motivo para divulgar informações ambientais, isso porque essas não assumiriam os custos de produção dessa informação caso os benefícios provocados pela divulgação não fossem superiores aos referidos custos; as informações de natureza ambiental têm relevância para algum tipo de usuário, isso baseado no aumento do volume de informações divulgadas. Desse aumento, pode-se deduzir que também há um aumento na demanda por esse tipo de informação.

O presente estudo não assume postura normativa quanto à identificação dos possíveis usuários da informação ambiental. Essa questão demandaria pesquisas empíricas. No entanto, parte-se da idéia de que esse possível usuário exista e que demande a referida informação, isso com base nas suposições levantadas no parágrafo anterior. Deegan e Rankin (1997) afirmam que existem poucos estudos que analisam a demanda por *disclosure* ambiental ou o uso da informação ambiental. Portanto, para os fins dessa pesquisa, tem-se que a informação de caráter ambiental divulgada pelas empresas no Brasil apresenta relevância para algum usuário ou grupo de usuários.

Além da discussão sobre a relevância da informação ambiental, tem-se também a da natureza dessa informação, se é uma informação contábil ou não. A informação contábil, de acordo com Yamamoto e Salotti (2006, p. 5), pode ser considerada:

... como aquela que altera o estado da arte do conhecimento de seu usuário em relação à empresa e, a partir de interpretações, a utiliza na solução de problemas, sendo a natureza da informação contábil, entres outras, econômico-financeira, física e de produtividade.

A partir desse conceito, entende-se que a informação de natureza ambiental divulgada nos relatórios contábeis pode ser considerada como um tipo de informação contábil, isso porque parte-se da idéia que a informação ambiental tenha a capacidade de alterar a percepção de algum possível usuário em relação à empresa que promove a divulgação.

Um detalhe importante acerca do *disclosure* ambiental constatado por alguns estudos e que reforça em certa medida as suposições levantadas até agora nesse trabalho é o de que as informações ambientais divulgadas pelas empresas são essencialmente positivas. Deegan e Rankin (1997) dizem que em geral as informações ambientais divulgadas pelas empresas em seus relatórios anuais tendem a ser enviesadas, ao destacar a imagem de que é uma empresa ambientalmente responsável, com mínima divulgação de informações negativas. Hackston e Milne (1996) confirmaram isso em sua pesquisa ao observar que a maioria das informações divulgadas pelas empresas da amostra era sobre boas notícias (*good news*). Também existem evidências empíricas similares no Brasil. Calixto (2006) analisa que as informações sobre a certificação e licenciamento ambiental são as mais enfatizadas, assim como investimentos ambientais e declaração de preocupação com o meio ambiente.

Essas evidências ajudam a sustentar a idéia de que os possíveis usuários da informação contábil de natureza ambiental podem levar em consideração esse tipo de informação, caso contrário as empresas não teriam a preocupação em divulgar com mais ênfase informações positivas ou boas notícias com respeito à sua relação com o meio ambiente. Tem-se a partir disso a idéia de que um bom ou mau desempenho ambiental pode ter implicações em medidas de desempenho econômico-financeiro ou até no valor da empresa, por exemplo. Esse contexto reforça a suposição da relevância da informação contábil de natureza ambiental.

2.2 Disclosure Ambiental: estudos anteriores

A seguir são apresentadas de maneira sucinta algumas pesquisas realizadas tanto no Brasil como em outros países que trataram sobre *disclosure* ambiental.

Estudos realizados no Brasil: Nossa (2002) investigou como está o nível de *disclosure* de informações ambientais apresentado pelas empresas do setor de papel e celulose em nível internacional com base nas práticas correntes de relatórios anuais e ambientais; Kosztrzepa (2004) descreveu como as indústrias químicas que atuam no Brasil estão evidenciando seus eventos relacionados com o meio ambiente, tendo por base as informações divulgadas no relatório da administração, nas notas explicativas, nas informações divulgadas na internet e nos relatórios ambientais; Calixto (2006) examinou as informações ambientais divulgadas por uma amostra de 80 companhias de capital aberto estabelecidas no Brasil no período de 1997 a 2005; Cunha e Ribeiro (2006) investigaram os incentivos das empresas negociadas no mercado de capitais brasileiro para divulgar voluntariamente informações de natureza social; destaca-se que a teoria da divulgação foi utilizada como referencial teórico; os resultados indicam que a divulgação tem relação positiva com o nível de governança corporativa e com a divulgação passada e relação negativa com o tamanho; a relação com as variáveis desempenho e grau de endividamento não foram conclusivas; Costa e Marion (2007) verificaram a uniformidade das informações ambientais entre os relatórios disponibilizados pelas empresas do setor de papel e celulose através do *site* da Bovespa e de seus *sites* oficiais.

Estudos realizados em outros países: Hackston e Milne (1996) examinaram algumas variáveis determinantes em potencial do nível de *disclosure* social e ambiental em empresas da Nova Zelândia. Os resultados apresentam que tanto o tamanho como a natureza da atividade estão significativamente associados com o nível de *disclosure* ambiental, enquanto o desempenho não está; Williams (1999) forneceu evidências empíricas sobre variáveis que podem ajudar a explicar as variações no nível de *disclosure* ambiental e social de empresas que operam em sete países da região Ásia-Pacífico. Os resultados demonstram que há diferença entre os níveis médios do *disclosure* praticado pelas empresas dos diferentes países investigados, tanto o tamanho como o desempenho não tiveram associação com o nível de divulgação e a natureza da atividade exerce influência sobre o *disclosure* ambiental; Stanwick e Stanwick (2000) testaram a relação entre *disclosure* ambiental e desempenho financeiro de empresas listadas na *Forbes 500* no ano de 1994. Os resultados mostram que empresas com alto desempenho financeiro tiveram uma incidência maior de informações ambientais divulgadas do que as empresas com baixo desempenho; Al-Tuwaijri, Christensen e Hughes (2004) realizaram uma análise integrada por meio de equações simultâneas das inter-relações entre *disclosure* ambiental, desempenho ambiental e desempenho econômico de empresas listadas no *1994 Environmental Profiles Directory* do *Investor Responsibility Research Center* que apareceram no *Wall Street Journal Index*. Os resultados sugerem que um “bom” desempenho ambiental está significativamente associado com um “bom” desempenho econômico e também com um volume mais extensivo de *disclosure* ambiental; Brammer e Pavelin (2006) verificaram os padrões na divulgação voluntária de informações ambientais de uma amostra de grandes companhias do Reino Unido. Os resultados indicam que tamanho, menor nível de endividamento e pulverização do capital são características significativamente relacionadas ao *disclosure* ambiental, e que a qualidade do *disclosure* está positivamente associada com o tamanho e com a natureza da atividade.

2.3 Teoria da Divulgação

Diversas perspectivas teóricas têm sido empregadas para analisar o fenômeno da divulgação voluntária de informações ambientais, a exemplo: teoria da legitimidade, teoria da

agência, teoria dos *stakeholders* e outras (HACKSTON e MILNE, 1996). Nesse trabalho, a abordagem teórica a ser utilizada é a da teoria da divulgação.

De acordo com Salotti e Yamamoto (2005), o objetivo dessa abordagem é explicar o fenômeno da divulgação de informações sob diversas perspectivas, a exemplo: determinar qual é o efeito da divulgação de demonstrações contábeis no preço das ações, explicar quais as razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente, etc. Essa abordagem teórica é compatível com o objetivo dessa pesquisa pelo fato de se mostrar como possível fator explanatório para o fenômeno da divulgação voluntária de informações ambientais, que é o objeto de estudo do presente trabalho.

Dye (2001), citado por Yamamoto e Salotti (2006), afirma que a teoria da divulgação já se encontra em um estágio avançado, podendo ser considerada como desenvolvida. Mas Verrecchia (2001) faz uma consideração sobre essa afirmativa. Esse último diz que não existe uma teoria da divulgação ampla ou unificada, ou no mínimo alguma que se sinta confortável para identificar como tal. Não há na literatura sobre *disclosure* um paradigma central, nem apenas uma noção convincente que dá origem a todas pesquisas subseqüentes, nenhuma teoria bem integrada, como única maneira de interpretar essa questão (VERRECCHIA, 2001).

Verrecchia (2001) em seu trabalho *Essays on disclosure* teve por objetivo analisar os vários modelos de *disclosure* existentes na literatura e a partir disso propôs três categorias para as pesquisas em contabilidade sobre divulgação. As categorias são as seguintes:

- Pesquisa sobre Divulgação baseada em Associação (*association-based disclosure*);
- Pesquisa sobre Divulgação baseada em Julgamento (*discretionary-based disclosure*);
- Pesquisa sobre Divulgação baseada em Eficiência (*efficiency-based disclosure*).

A primeira categoria abrange as pesquisas que têm objetivo de analisar a associação entre a divulgação e as mudanças no comportamento dos investidores, os quais competem no mercado na forma de agentes individuais que maximizam sua riqueza. A segunda categoria inclui os estudos que buscam identificar os motivos da divulgação, verificar o porquê das empresas decidirem divulgar determinadas informações. A terceira inclui os trabalhos que investigam quais configurações de divulgação são as preferidas, na ausência de conhecimento passado sobre a informação (SALOTTI e YAMAMOTO, 2005).

O estudo em questão se enquadra na categoria das pesquisas sobre divulgação baseada em julgamento, ao considerar que tem como objetivo verificar quais variáveis (características corporativas) motivam as empresas brasileiras a divulgarem informações ambientais. Nesse caso, assume-se que o *disclosure* ambiental é um processo endógeno e questionam-se quais os incentivos que as empresas têm para divulgar ou não esse tipo de informação.

O problema da seleção adversa é um conceito muito importante para o embasamento teórico das pesquisas sobre divulgação baseada em julgamento. A aplicação desse conceito pode ser visualizada na seguinte situação: um comprador racional interpreta informação não divulgada como uma informação que é desfavorável sobre o valor ou qualidade do ativo. Como consequência disso, a estimativa do valor do ativo passa a ser adversa, e nesse caso os compradores descontam o valor do ativo até o ponto em que se torna interessante para a firma divulgar a informação, mesmo sendo desfavorável. A noção de que certa informação não divulgada pode ser revelada em função do comportamento dos compradores racionais é um resultado seminal que forma a base para quase todas as pesquisas subseqüentes sobre essa categoria (VERRECCHIA, 2001, p. 141).

Ao aplicar essa idéia no processo de divulgação voluntária de informações ambientais, deduz-se que uma empresa que mantém relação sustentável entre o seu processo produtivo e a

exploração dos recursos naturais, tem investimentos em projetos ambientais de recuperação de áreas degradadas e possui certificações e licenciamentos ambientais, por exemplo, tem um incentivo maior para divulgar essas informações de maneira detalhada, pois acredita que os custos decorrentes dessa divulgação são compensados pelos benefícios. Caso a empresa não divulgue esse tipo de informação, os possíveis usuários da informação podem interpretar que a empresa não assume determinados compromissos com relação ao ambiente natural onde opera, e isso pode ter algum tipo de impacto na percepção do usuário a respeito da empresa e, conseqüente e possivelmente, na avaliação de seus ativos.

Os principais estudos realizados no Brasil que utilizaram a teoria da divulgação como abordagem teórica são os seguintes: Salotti (2005), Yamamoto (2005) e Lima (2007). O primeiro teve como objetivo avaliar os motivos da divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. Yamamoto (2005) analisou a importância da divulgação no mercado de capitais brasileiro, verificando a qualidade dessa divulgação e buscando explicar se ela exerce influência no nível de divulgação de informações voluntárias. Lima (2007) investigou a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros. Alguns trabalhos empíricos que utilizaram a teoria da divulgação como estrutura teórica são apresentados por Yamamoto e Salotti (2006, p. 55-77).

3. METODOLOGIA

O presente trabalho de pesquisa se caracteriza como um estudo empírico-analítico, isso porque, em decorrência de seu objetivo de verificar possíveis relações entre variáveis, se utiliza de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados quantitativos (MARTINS, 2000). É de natureza descritiva por ter como finalidade descrever características de determinada população e explicativa em certa medida por tentar identificar os fatores que determinam a ocorrência de um determinado fenômeno, que, no caso, é a divulgação voluntária de informações ambientais (GIL, 1999). Utilizou-se também das seguintes técnicas: pesquisa bibliográfica, pesquisa documental, análise de conteúdo e procedimentos estatísticos.

A amostra é constituída pelas empresas classificadas no *ranking* da revista Exame Melhores e Maiores edição 2007 que têm ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Aplicado esse critério, a amostra resultou em 108 empresas de diversos setores da economia, exceto do setor financeiro, dentre as 500 classificadas no referido *ranking*. O critério de classificação das empresas utilizado pela referida revista é o da receita de vendas.

Os dados econômico-financeiros referentes às variáveis explicativas estudadas tiveram como fonte o anuário Exame Melhores e Maiores edição 2007, exceto a variável governança corporativa, que foi obtida no site da Bovespa (<http://www.bovespa.com.br/>). O ativo total das empresas não é disponibilizado pelo anuário da Exame 2007. Essa informação foi obtida por meio da razão entre o patrimônio líquido ajustado e o valor 1 subtraído do endividamento geral [PL ajust./ (1 – endivid. geral)]. As informações contábeis estão ajustadas considerando o poder aquisitivo da moeda em 31 de dezembro de 2006 calculado pelo IGP-M e convertidas pela taxa de dólar do Banco Central da mesma data.

O objeto de análise para fins de observação do nível de divulgação voluntária de informações ambientais foram as demonstrações financeiras padronizadas (DFPs) referentes ao ano de 2006, compreendendo de forma mais específica: o relatório da administração, o balanço patrimonial, a demonstração do resultado do exercício, a demonstração das origens e aplicação de recursos, a demonstração das mutações do patrimônio líquido e as notas explicativas. As demonstrações das 108 empresas que compõem a amostra foram coletadas no site da Bovespa por meio do programa “Sistema Divulgação Externa ITR/DFP/IAN versão

8.2 (Junho/2007)”, desenvolvido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) juntamente com a Bovespa.

Para medir o nível de *disclosure* ambiental nas DFPs das empresas que constituem a amostra, foi aplicada a técnica de análise de conteúdo. A análise de conteúdo consiste em um conjunto de técnicas de análise das comunicações que visa obter indicadores quantitativos ou não por meio de procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção das mensagens (BARDIN, 1977, p. 42). Milne e Adler (1999) afirmam que tem se acumulado na literatura científica contábil um número substancial de estudos que tiveram como objetivo examinar e medir o nível de *disclosure* ambiental e social das organizações e que a técnica de pesquisa mais comumente empregada para avaliar o *disclosure* é a análise de conteúdo. Nossa (2002) diz que a análise de conteúdo é uma das várias técnicas de pesquisa que pode ser aplicada na análise de textos. Alguns exemplos de estudos sobre *disclosure* ambiental realizados no Brasil e em outros países que utilizaram a análise de conteúdo são os seguintes: Hackston e Milne (1996), Williams (1999), Nossa (2002), Patten (2002), Campbell (2004), Calixto (2006) e Monteiro e Ferreira (2006).

O desenvolvimento da análise de conteúdo nas DFPs das empresas da amostra teve por base o trabalho de Hackston e Milne (1996) e Nossa (2002), com algumas adaptações. A estrutura da análise foi dividida da seguinte maneira: 1) categorias, 2) unidade de análise e 3) tipo de *disclosure*.

As **categorias** foram listadas com base em um estudo elaborado por um grupo de especialistas em padrões internacionais de contabilidade e relatórios contábeis da Organização das Nações Unidas (ONU) e em outros estudos anteriores. Apesar da existência de categorias detalhadas, tem-se como categoria principal a “informação de caráter ambiental”. A **unidade de análise** tida como parâmetro para a análise de conteúdo nesse estudo e a conseqüente quantificação do nível de *disclosure* ambiental é a sentença. Nesse caso, entende-se por sentença a expressão que encerra um sentido geral. Um estudo realizado por Milne e Adler (1999) teve como objetivo analisar a confiabilidade da análise de conteúdo em pesquisas sobre *disclosure* ambiental e social. Esses autores afirmam que a sentença é mais confiável que outras unidades de análise. O **tipo de disclosure** pode ser definido como a forma por a qual a informação é apresentada nas demonstrações analisadas (NOSSA, 2002). Os tipos investigados na presente pesquisa são os seguintes: declarativas, quantitativas monetárias e quantitativas não-monetárias.

4. VARIÁVEIS, PROXIES E HIPÓTESES

As variáveis analisadas no presente estudo são: nível de *disclosure* ambiental (variável dependente), tamanho, desempenho, endividamento, riqueza criada, natureza da atividade, controle acionário e governança corporativa (variáveis explicativas). As variáveis explicativas se dividem em dois grupos: 1) variáveis quantitativas: tamanho, desempenho, endividamento e riqueza criada; e 2) variáveis qualitativas: natureza da atividade, controle acionário e governança corporativa. A variável dependente é de natureza quantitativa. A seguir são apresentadas a definição operacional e a *proxy* das variáveis e a construção teórica das hipóteses que estabelecem a relação entre o nível de *disclosure* ambiental e as variáveis explicativas.

a.1) Nível de disclosure ambiental. A *proxy* empregada para representar a variável dependente é o logaritmo natural (ln) do escore resultante da aplicação da técnica de análise de conteúdo nas demonstrações contábeis das 108 empresas não-financeiras selecionadas na

amostra. A unidade de análise utilizada como parâmetro para mensurar o nível de *disclosure* ambiental foi a sentença.

b.1) Tamanho. A relação entre *disclosure* ambiental e tamanho tem sido demonstrada em alguns estudos empíricos (HACKSTON e MILNE, 1996). De acordo com Verrecchia (2001), teoricamente, a ausência de custos de divulgação pressupõe divulgação completa. E os custos de divulgação são relativamente menores para as empresas de maior porte. Dessa suposição, espera-se que o nível de *disclosure* esteja relacionado com o tamanho da empresa. Entende-se também que empresas de grande porte têm maior capacidade de assumir os custos decorrentes do processo de divulgação. A hipótese a seguir apresenta essa relação adaptada ao problema de pesquisa.

H₁: O nível de *disclosure* ambiental tem relação positiva com o tamanho da empresa.

A *proxy* empregada para representar essa variável é o logaritmo natural (ln) do ativo total ajustado. Exemplos de estudos que analisaram a relação entre *disclosure* ambiental e a variável em questão: Hackston e Milne (1996); Williams (1999); Brammer e Pavelin (2006); Cunha e Ribeiro (2006).

b.2) Desempenho. Conforme modelo proposto por Verrecchia (2001), citado por Yamamoto e Salotti (2006), considera-se a existência de uma associação positiva entre as ocorrências de $\tilde{Y} = Y$ no intervalo entre $-k$ e k e a receita da empresa para o próximo período ($x \cdot P$), em que \tilde{Y} é o nível de divulgação, x a quantidade produzida pela empresa, P o preço e $-k$ e k o intervalo de distribuição uniforme da variável aleatória \tilde{Y} . O desempenho de uma empresa é determinado também pelo valor da receita. Sendo assim, espera-se que empresas com melhor desempenho apresentem maior nível de *disclosure*. De maneira adaptada ao problema de pesquisa, tem-se a seguinte hipótese:

H₂: O nível de *disclosure* ambiental tem relação positiva com o desempenho da empresa.

A *proxy* empregada para representar essa variável é a rentabilidade do patrimônio líquido, que resulta da razão entre o lucro líquido ajustado e o patrimônio líquido ajustado dada em percentual. Exemplos de estudos que analisaram a relação entre *disclosure* ambiental e a variável em questão: Hackston e Milne (1996); Williams (1999); Stanwick e Stanwick (2000); Al-Tuwaijri, Christensen e Hughes (2004); Cunha e Ribeiro (2006).

b.3) Endividamento. Parte-se da idéia de que empresas com elevado nível de endividamento promovam maior percepção de risco em seus investidores. E estes, por sua vez, passam a demandar maior retorno sobre o capital investido, o que acaba elevando o custo de capital da empresa. Nessa situação, espera-se que o aumento do nível de *disclosure* diminua a percepção de risco dos investidores. Então, pressupõe-se que empresas altamente endividadas tenham um maior nível de *disclosure* para amenizar a sensação de risco de seus fornecedores de capital. A hipótese a seguir relaciona essas variáveis considerando o problema de pesquisa.

H₃: O nível de *disclosure* ambiental tem relação positiva com o endividamento da empresa.

A *proxy* empregada para representar essa variável é o endividamento geral, que resulta da razão entre o passivo exigível total (incluindo as duplicatas descontadas) e o ativo total ajustado dada em percentual. Exemplos de estudos que analisaram a relação entre *disclosure* ambiental e a variável em questão: Brammer e Pavelin (2006); Cunha e Ribeiro (2006).

b.4) Riqueza criada. A riqueza criada por uma empresa é determinada também pelo valor da receita, de maneira semelhante ao desempenho. Então, da mesma forma que essa referida variável, com base no modelo de Verrecchia (2001), espera-se que empresas com maior valor de riqueza criada tenham maior nível de divulgação. Ao considerar o problema de pesquisa,

levanta-se a hipótese:

H₄: O nível de *disclosure* ambiental tem relação positiva com a riqueza criada pela empresa.

A *proxy* empregada para representar essa variável é o logaritmo natural do valor da contribuição da empresa para a formação do produto interno bruto (PIB) do país, deduzida a depreciação. Essa medida é fornecida pelo anuário Exame 2007. Não foram encontrados exemplos de estudos que testaram a relação entre *disclosure* ambiental e a referida variável.

b.5) Natureza da atividade. A natureza da atividade de uma empresa tem sido identificada como um fator que afeta potencialmente as práticas de *disclosure* ambiental (HACKSTON e MILNE, 1996). De acordo com Dierkes e Preston (1977), citados por Hackston e Milne (1996), empresas que atuam em atividades econômicas potencialmente poluidoras capazes de modificar o meio ambiente estão mais propensas a divulgarem informações ambientais do que empresas de atividades com baixo potencial poluidor. Williams (1999) destaca que embora as evidências empíricas demonstrem que o tipo de atividade influencie o nível de *disclosure*, os resultados não são totalmente conclusivos. Nesse caso, espera-se que empresas que exerçam atividades com alto potencial poluidor tenham maior propensão a divulgarem informações de caráter ambiental. A hipótese a seguir expressa essa relação.

H₅: O nível médio de *disclosure* ambiental das empresas com atividades potencialmente poluidoras é significativamente superior ao nível médio de *disclosure* ambiental das empresas com atividades potencialmente não poluidoras.

Essa variável assume natureza dicotômica nessa pesquisa. A *proxy* é: valor 0 (zero) para as empresas com atividades potencialmente não poluidoras; e valor 1 (um) para as empresas com atividades potencialmente poluidoras. O parâmetro utilizado para classificar as empresas em um desses dois grupos é o da lei que trata da política nacional de meio ambiente, disposto no anexo VIII, que especifica as atividades potencialmente poluidoras e utilizadoras de recursos ambientais (BRASIL, 1981). Exemplos de estudos que analisaram a relação entre *disclosure* ambiental e a variável em questão: Hackston e Milne (1996); Williams (1999); Brammer e Pavelin (2006).

b.6) Controle acionário. Dentre as supostas causas relativas ao grau de *disclosure* das empresas, destaca-se a influência das práticas contábeis do país de origem do controle acionário (SILVA *et al.*, 2007). Os referidos autores conduziram uma pesquisa que teve como objetivo buscar evidências sobre a existência ou não de influência do controle acionário no grau de *disclosure* das empresas. O balanço social estava entre as informações investigadas. Apesar dos resultados sugerirem que a influência do controle acionário no grau de *disclosure* não é uma regra geral, observou-se que empresas com controle brasileiro apresentaram baixo grau de *disclosure*. Hackston e Milne (1996) afirmam que a nacionalidade do controle acionário pode ser uma variável determinante em potencial do nível de *disclosure* ambiental. A partir disso, tem-se a seguinte hipótese:

H₆: O nível médio de *disclosure* ambiental das empresas que estão sob controle acionário estrangeiro é significativamente superior ao nível médio de *disclosure* ambiental das empresas que estão sob controle acionário brasileiro.

Essa variável assume natureza dicotômica nessa pesquisa. A *proxy* é: valor 0 (zero) para as empresas que estão sob controle acionário brasileiro, incluindo as estatais; e valor 1 (um) para as empresas que estão sob controle acionário estrangeiro. Exemplos de estudos que analisaram a relação entre *disclosure* ambiental e a variável em questão: Williams (1999); Silva *et al.* (2007).

b.7) Governança corporativa. O incentivo à adoção de boas práticas de governança

corporativa se deve ao objetivo de reduzir o grau de assimetria informacional que possa existir na relação entre principal e agente. De acordo com Gonçalves, Weffort e Gonçalves (2007), um pilar da governança corporativa é o *disclosure*. A partir dessas idéias, supõe-se que empresas que adotem práticas de governança corporativa tenham uma maior propensão a divulgarem voluntariamente informações ambientais. Nesse sentido, assume-se que a adoção de padrões diferenciados de governança pode influenciar o nível de *disclosure* ambiental. Daí, formula-se a hipótese:

H₇: O nível médio de *disclosure* ambiental das empresas listadas em um dos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa é significativamente superior ao nível médio de *disclosure* ambiental das empresas não listadas em um desses segmentos.

Essa variável assume natureza dicotômica nessa pesquisa. A *proxy* é: valor 0 (zero) para as empresas não listadas em um dos três segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa (Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado); e valor 1 (um) para as empresas listadas em um dos três referidos segmentos de governança corporativa da Bovespa. Exemplos de estudos que analisaram a relação entre *disclosure* ambiental e a variável em questão: Cunha e Ribeiro (2006); Gonçalves, Weffort e Gonçalves (2007).

5. RESULTADOS

O presente estudo tem como objetivo verificar a possível existência de relação entre o nível de *disclosure* ambiental e algumas características corporativas de empresas que atuam no Brasil e que negociam suas ações na Bovespa. A amostra da pesquisa é composta por 108 empresas de 17 setores da economia, exceto do setor financeiro, com base no critério de classificação setorial da Exame 2007. Para analisar a relação entre as variáveis estudadas, são empregadas as seguintes técnicas: correlação, diferença de médias e regressão linear múltipla, com a utilização do programa *Statistical Package for the Social Sciences* (SPSS) versão 13.0.

A Tabela 1 apresenta estatísticas descritivas das variáveis de natureza quantitativa.

Tabela 1 – Estatísticas descritivas das variáveis dependente e independentes

Variáveis	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Nível de <i>disclosure</i> ambiental (ln)	2,323	1,468	0,000	5,268
Tamanho (ln)	7,192	1,255	4,694	11,351
Desempenho (%)	12,170	19,278	-92,900	86,600
Endividamento (%)	56,380	28,100	15,900	278,700
Riqueza criada (ln)	5,956	1,276	3,219	10,897

A Tabela 2 apresenta as freqüências dos grupos amostrais formados pelas variáveis de natureza qualitativa.

Tabela 2 – Freqüências absolutas e relativas

Natureza da atividade	N	f	Controle acionário	N	f	Governança corporativa	N	f
a) poluidora	63	58,3%	a) estrangeiro	26	24,1%	a) listada	35	32,4%
b) não poluidora	45	41,7%	b) brasileiro	82	75,9%	b) não listada	73	67,6%
Total	108	100,0%	Total	108	100,0%	Total	108	100,0%

A partir da análise da Tabela 2 observa-se que as empresas que operam com atividades potencialmente poluidoras representam mais da metade da amostra (58,3%). As que estão sob controle acionário estrangeiro representam menos de um quarto (24,1%). E as listadas em um

dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa menos de um terço (32,4%).

As variáveis de natureza quantitativa foram submetidas aos testes de normalidade de Kolmogorov-Smirnov e de Shapiro-Wilk. A variável dependente e a variável desempenho não apresentam distribuição normal com base nos dois testes. A variável endividamento apresenta normalidade. Houve divergência nos testes das variáveis tamanho e riqueza criada. A hipótese nula de normalidade não é rejeitada no primeiro teste e rejeitada no segundo, tendo por base 5% de significância. Os grupos amostrais formados em decorrência das variáveis qualitativas foram submetidos ao teste de homogeneidade de variâncias de Levene. As variâncias dos dois grupos (**a** e **b**) de cada uma dessas variáveis são homogêneas, de acordo com o referido teste. Pelo fato de haver divergência nos testes de normalidade com algumas variáveis e direções distintas com outras, decidiu-se por utilizar as versões paramétrica e não-paramétrica dos testes de correlação e de diferença de médias. Nesse caso, a conclusão é construída a partir da coerência dos resultados apresentados pelas duas versões.

a.1) Teste de correlação

A Tabela 3 mostra o coeficiente e a significância da correlação paramétrica (Pearson) e não-paramétrica (Spearman) entre o nível de *disclosure* ambiental e cada uma das variáveis independentes quantitativas.

Tabela 3 – Correlação (teste paramétrico e não-paramétrico)

Variáveis	Paramétrico		Não-paramétrico	
	Coeficiente	<i>p-value</i>	Coeficiente	<i>p-value</i>
Tamanho	0,501	0,000	0,530	0,000
Desempenho	0,078	0,432	0,127	0,200
Endividamento	-0,133	0,175	-0,097	0,321
Riqueza criada	0,495	0,000	0,523	0,000

Observa-se que apenas as variáveis tamanho e riqueza criada apresentaram nas duas versões do teste uma relação positiva e significativa com a variável dependente. A variável desempenho apresentou relação positiva, mas não significativa. A variável endividamento tem direção contrária (negativa) à esperada pela hipótese da pesquisa e também não apresenta significância. Esses resultados levam à aceitação das hipóteses 1 e 4 e à rejeição das hipóteses 2 e 3. A direção e a significância da relação analisada são coerentes nas duas versões do teste.

a.2) Teste de diferença de médias

A Tabela 4 mostra o nível médio de *disclosure* ambiental, a estatística (*t* ou *z*) do teste e a significância do teste paramétrico (T-test) e não-paramétrico (Mann-Whitney) de diferença de médias para cada um dos dois grupos amostrais formados pelas variáveis qualitativas.

Tabela 4 – Diferença de médias (teste paramétrico e não-paramétrico)

Variáveis	Grupo	Média	Paramétrico		Não-paramétrico	
			<i>t</i>	<i>p-value</i>	<i>z</i>	<i>p-value</i>
Natureza da atividade	a) poluidora	2,862	-4,989	0,000	-4,634	0,000
	b) não poluidora	1,570				
Controle acionário	a) estrangeiro	2,355	-0,126	0,900	-0,234	0,815
	b) brasileiro	2,313				
Governança corporativa	a) listada	2,351	-0,134	0,894	-0,152	0,880
	b) não listada	2,310				

Nota-se que somente há diferença significativa entre as médias dos grupos da variável

natureza da atividade. O grupo das empresas com atividades potencialmente poluidoras tem um nível médio de *disclosure* ambiental significativamente superior ao das empresas com atividades potencialmente não poluidoras. O grupo das empresas que estão sob controle acionário estrangeiro apresenta uma média superior à das que estão sob controle brasileiro, mas a diferença não é significativa. O grupo das empresas listadas em um dos três segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa tem uma média maior à das empresas não listadas, porém a diferença não tem significância. Esses resultados levam à aceitação da hipótese 5 e à rejeição das hipóteses 6 e 7 e são coerentes em ambas as versões do teste.

a.3) Análise de regressão

A escolha das variáveis independentes para compor o modelo de regressão múltipla teve por base os testes de correlação e diferença de médias. No de correlação, as variáveis que tiveram maior grau de associação com o nível de *disclosure* ambiental foram respectivamente tamanho e riqueza criada. Já no teste de diferença de médias, a variável que se mostrou significativa foi natureza da atividade, que, no caso da regressão, é uma variável *dummy*.

A partir da análise de correlação bivariada e parcial entre as variáveis independentes, foi detectada colinearidade entre as variáveis explicativas tamanho e riqueza criada. Essas variáveis apresentaram considerável associação entre si. O poder preditivo adicional de cada uma dessas variáveis, estando ambas incluídas no mesmo modelo, é relativamente baixo, com base na análise de correlação parcial. Ao considerar a capacidade explicativa dessas variáveis, e depois de algumas simulações, decidiu-se por construir dois modelos de regressão, sendo que em um modelo estaria a variável tamanho e a *dummy* natureza da atividade e em outro a variável riqueza criada e a *dummy* natureza da atividade.

As regressões foram estimadas pelo método dos mínimos quadrados. Esse método visa achar a menor soma possível dos quadrados dos resíduos. No SPSS, foi utilizado o método *Enter*. Os pressupostos da regressão linear foram atendidos nos dois modelos (normalidade dos resíduos, homoscedasticidade dos resíduos, linearidade dos coeficientes, ausência de autocorrelação serial nos resíduos e ausência de colinearidade entre as variáveis explicativas).

As Tabelas 5 e 6 apresentam os parâmetros dos modelos estimados. O modelo 1 inclui as variáveis explicativas tamanho e natureza da atividade e o intercepto (constante). O modelo 2 inclui as variáveis riqueza criada e natureza da atividade e o intercepto.

Tabela 5 – Parâmetros do Modelo 1

Variáveis	Modelo 1			
	Coefficiente	Erro padrão	<i>t</i>	<i>p-value</i>
(Constante)	-1,587	0,680	-2,333	0,022
Tamanho	0,478	0,097	4,928	0,000
Natureza da atividade	0,865	0,247	3,504	0,001

Tabela 6 – Parâmetros do Modelo 2

Variáveis	Modelo 2			
	Coefficiente	Erro padrão	<i>t</i>	<i>p-value</i>
(Constante)	-1,180	0,564	-2,091	0,039
Riqueza criada	0,508	0,092	5,549	0,000
Natureza da atividade	0,997	0,240	4,160	0,000

Pode-se observar que os parâmetros dos dois modelos são bastante significativos. A partir da análise do *p-value*, conclui-se que os coeficientes da equação de regressão nos dois modelos são estatisticamente diferentes de zero, o que confirma os resultados encontrados nos testes de correlação e de diferenças de média realizados.

A Tabela 7 mostra o resumo dos parâmetros globais dos modelos estimados, os quais são: R-quadrado, R-quadrado ajustado, erro padrão da estimativa, teste F-ANOVA e o grau de significância do referido teste.

Tabela 7 – Resumo dos parâmetros globais dos modelos

Modelo	R ²	R ² ajustado	Erro da estimativa	F	p-value
1	0,331	0,318	1,19397051	25,463	0,000
2	0,364	0,350	1,12824145	26,352	0,000

Verifica-se que o coeficiente de determinação ajustado (R² ajustado), que mede o grau de ajustamento da reta de regressão às observações e indica a proporção da variabilidade da variável dependente que é explicada pelas variáveis independentes, é 31,8% e 35,0% para os modelos 1 e 2 respectivamente. Na regressão múltipla é indicada a utilização do R² ajustado no lugar do R². O teste F analisa o efeito do conjunto das variáveis explicativas sobre a variável dependente, verificando a probabilidade de os parâmetros da regressão serem iguais a zero. A hipótese nula desse teste afirma que o R² é igual a zero. A partir do p-value, rejeita-se a citada hipótese e conclui-se que as duas regressões são significativas no conjunto de seus parâmetros estimados. Observa-se que o modelo 2 apresenta um poder de predição superior ao do modelo 1 e um erro padrão inferior. Tem-se com isso que as variáveis riqueza criada e natureza da atividade possuem maior poder de explicação sobre o fenômeno da divulgação voluntária de informações ambientais do que as variáveis tamanho e natureza da atividade.

6. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo principal verificar a possível relação existente entre nível de *disclosure* ambiental e características corporativas (tamanho, desempenho, endividamento, riqueza criada, natureza da atividade, controle acionário e governança corporativa) de empresas classificadas na edição da Exame Melhores e Maiores 2007 que têm ações negociadas na Bovespa. Para a consecução desse objetivo, foi desenvolvido um estudo empírico-analítico de natureza descritiva e explicativa com aplicação das seguintes técnicas: pesquisa bibliográfica, documental, análise de conteúdo e técnicas estatísticas. A teoria da divulgação foi adotada como estrutura teórica. Ressalta-se que na pesquisa bibliográfica realizada não foram encontrados estudos no Brasil que analisassem a relação entre o nível de *disclosure* ambiental e características corporativas de empresas brasileiras com esse tipo de abordagem, tanto do ponto de vista teórico como do empírico.

As evidências empíricas encontradas permitem aceitar as hipóteses de que o nível de *disclosure* ambiental tem correlação positiva e significativa com o tamanho e a riqueza criada pela empresa. Esses resultados estão de acordo com os pressupostos da teoria da divulgação, que considera que a divulgação tende a ser completa na ausência de custos de divulgação. E, nessa situação, parte-se da idéia que esses custos são relativamente menores para as empresas de grande porte e que também essas empresas têm maior capacidade de assumir os custos decorrentes do processo de divulgação. A teoria também explana que existe uma associação positiva entre as ocorrências de divulgação e a receita da empresa. Essa idéia é sustentada pela correlação positiva e significativa encontrada entre nível de *disclosure* ambiental e a riqueza criada, ao considerar que essa variável explicativa é determinada também pelo valor da receita. As características corporativas desempenho e endividamento não apresentaram relação significativa, sendo que essa última teve direção contrária à esperada pela hipótese.

Verificou-se também que as empresas que atuam em atividades potencialmente poluidoras têm um nível médio de *disclosure* ambiental estatisticamente superior ao das

empresas que atuam em atividades que não são potencialmente poluidoras. As empresas que estão sob controle acionário estrangeiro apresentam nível médio de *disclosure* ligeiramente superior ao das empresas que estão sob controle brasileiro, mas as médias são consideradas estatisticamente iguais. As empresas listadas nos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa têm nível médio de *disclosure* pouco maior do que o nível médio das empresas que não estão listadas, mas as médias são estatisticamente iguais.

Essas conclusões se limitam à amostra e ao período analisado. Sugere-se que sejam empregadas diferentes *proxies* para as variáveis e outras abordagens teóricas, isso com o objetivo de fomentar discussões acerca da divulgação voluntária de informações ambientais no Brasil.

REFERÊNCIAS

- AL-TUWAIJRI, S. A.; CHRISTENSEN, T. E.; HUGHES II, K. E. *The relations among environmental disclosure, environmental performance, and economic performance: a simultaneous equations approach. Accounting, Organizations and Society.* v. 29, p. 447-471, 2004.
- BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo.** Lisboa: Edições 70, 1977.
- BRAMMER, S.; PAVELIN, S. *Voluntary environmental disclosures by large UK companies. Journal of Business Finance & Accounting.* v. 33, p. 1168-1188, 2006.
- BRASIL. **Lei nº. 6.938 de 31 de agosto de 1981.** Dispõe sobre a política nacional do meio ambiente, seus fins e mecanismos de formulação e aplicação, e dá outras providências. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/>. Acesso: 15 out. 2007.
- CALIXTO, Laura. Uma análise da evidenciação ambiental de companhias brasileiras – de 1997 a 2005. In: XIII Congresso Brasileiro de Custos. **Anais...** Belo Horizonte, 2006.
- CALIXTO, Laura; BARBOSA, Ricardo Rodrigues; LIMA, Marilene Barbosa. Disseminação de informações ambientais voluntárias: relatórios contábeis *versus* internet. **Revista Contabilidade & Finanças – USP.** p. 84-95, jun. 2007. Edição 30 anos de Doutorado.
- CAMPBELL, D. *A longitudinal and cross-sectional analysis of environmental disclosure in UK companies – a research note. The British Accounting Review.* v. 36, p. 107-117, 2004.
- COSTA, Rodrigo Simão da; MARION, José Carlos. A uniformidade na evidenciação das informações ambientais. **Revista Contabilidade & Finanças – USP.** n. 43, p. 20-33, jan./abr. 2007.
- CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves da; RIBEIRO, Maisa de Souza. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. In: 30º Encontro da ANPAD. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.
- DEEGAN, C.; RANKIN, M. *The materiality of environmental information to users of annual reports. Accounting, Auditing & Accountability Journal.* v. 10, n. 4, p. 562-583, 1997.
- DIAS FILHO, José Maria; MACHADO, Luiz Henrique Baptista. Abordagens da pesquisa em contabilidade. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexsandro Broedel (Coords.). **Teoria avançada da contabilidade.** São Paulo: Atlas, 2004.
- GALLON, Alessandra Vasconcelos *et al.* Produção científica e perspectivas teóricas da área ambiental: um levantamento a partir de artigos publicados em congressos e periódicos nacionais da área de contabilidade e administração. In: 7º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. **Anais...** São Paulo: EAC/FEA/USP, 2007.

- GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.
- GONÇALVES, Rodrigo de Souza; WEFFORT, Elionor Farah Jreige; GONÇALVES, Andrea de Oliveira. *Social disclosure* das empresas brasileiras listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de governança corporativa. In: 31º Encontro da ANPAD. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- HACKSTON, D.; MILNE, M. J. *Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies*. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**. v. 9, n. 1, p. 77-108, 1996.
- KOSZTRZEPA, Ricardo de Oliveira. **Evidenciação dos eventos relacionados com o meio ambiente**: um estudo em indústrias químicas. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). UNISINOS, São Leopoldo, 2004.
- LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). FEA/USP, São Paulo, 2007.
- MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- MILNE, M. J.; ADLER, R. W. *Exploring the reliability of social and environmental disclosures content analysis*. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**. v. 12, n. 2, p. 237-256, 1999.
- MONTEIRO, Paulo Roberto Anderson; FERREIRA, Araceli Cristina de Souza. A evidenciação da informação ambiental nos relatórios contábeis: um estudo comparativo com o modelo do ISAR/UNCTAD. In: 30º Encontro da ANPAD. **Anais...** Salvador: ANPAD, 2006.
- NOSSA, Valcemiro. **Disclosure ambiental**: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). FEA/USP, São Paulo, 2002.
- PATTEN, D. M. *The relation between environmental performance and environmental disclosure: a research note*. **Accounting, Organizations and Society**. v. 27, p. 763-773, 2002.
- SALOTTI, Bruno Meirelles. **Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). FEA/USP, São Paulo, 2005.
- SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **Brazilian Business Review**. v. 2, n. 1, p. 53-70, jan./jun. 2005.
- SILVA, Fabiana Lopes da *et al.* Influências do controle acionário no disclosure de informações contábeis. In: 31º Encontro da ANPAD. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- STANWICK, S. D.; STANWICK, P. A. *The relationship between environmental disclosures and financial performance: an empirical study of US firms*. **Eco – Management and Auditing**. v. 7, n. 4, p. 155-164, 2000.
- VERRECCHIA, R. E. *Essays on disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**. n. 32, p. 97-180, 2001.
- WILLIAMS, S. M. *Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific region: an international empirical test of political economy theory*. **The International Journal of Accounting**. v. 34, n. 2, p. 209-238, 1999.
- YAMAMOTO, Marina Mitiyo. **Teoria da divulgação aplicada ao mercado de capitais**

brasileiro sob a perspectiva da governança corporativa. Tese (Livre Docência). FEA/USP, São Paulo, 2005.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; SALOTTI, Bruno Meirelles. **Informação contábil:** estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.