



Universidade de Brasília - UnB

Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
(FACE)

Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)

Bacharelado em Ciências Contábeis

RAFAEL XAVIER DE OLIVEIRA

**A COBERTURA DOS ANALISTAS DE MERCADO E *SOCIAL DISCLOSURE* EM
EMPRESAS BRASILEIRAS ABERTAS**

Brasília, DF

2016

Universidade de Brasília - UnB
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
(FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

**A COBERTURA DOS ANALISTAS DE MERCADO E *SOCIAL DISCLOSURE* EM
EMPRESAS BRASILEIRAS ABERTAS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília, como requisito à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves.

Brasília, DF

2016

Oliveira, Rafael Xavier de

A cobertura dos analistas de mercado e *Social Disclosure* em empresas brasileiras abertas / Rafael Xavier de Oliveira – Brasília, DF, 2016.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves.

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade de Brasília.
Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas – FACE. 2º semestre letivo de 2016.

1. *Social Disclosure* 2. Determinantes do *Social Disclosure* 3. Cobertura dos analistas de mercado

RAFAEL XAVIER DE OLIVEIRA

**A COBERTURA DOS ANALISTAS DE MERCADO E *SOCIAL DISCLOSURE* EM
EMPRESAS BRASILEIRAS ABERTAS**

Trabalho de conclusão de curso (TCC) submetido à apreciação da banca examinadora do curso de graduação de Ciências Contábeis e Atuariais, da Universidade de Brasília (UnB) como requisito à obtenção do título de bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovado em 02/12/2016.

Prof. Dr. RODRIGO DE SOUZA GONÇALVES
Orientador

Prof. OTÁVIO RIBEIRO DE MEDEIROS, Ph.D
Avaliador

Brasília, DF
2016

AGRADECIMENTOS

Quero começar agradecendo a Deus, que, por menos que eu mereça, sempre me agraciou em todos os momentos da minha vida, e nesta etapa, tão difícil, não foi diferente.

À minha mãe, Maria José, mulher sem igual, presente, não só neste curso de graduação, mas em todo meu curso de vida, sempre me ajudou e nunca me desamparou. Amo você!

À minha companheira, Cíntia e ao nosso filho, Davi, pela enorme compreensão que tiveram neste período, que parecia interminável e pelas alegrias que me trouxeram nos momentos mais tristes. Prometo recompensá-los pelo tempo que não passamos juntos!

Ao meu orientador, Prof. Dr. Rodrigo de Souza Gonçalves, um excepcional professor, que me levou a um outro nível de conhecimento, que me auxiliou bastante e que foi fundamental para que esta etapa chegasse ao final com êxito.

Aos colegas do Banco do Brasil, que se dispuseram de tempo e muito boa vontade para me auxiliar com a pesquisa: Amilton Granden, Adriano Meira Ricci, Alexandre de Abreu Fonseca, Leonardo Loyola, Barbara Monteiro Drummond, Gustavo Fuchs e Artur Leão. Sem a ajuda de vocês, não teria conseguido.

Ao Prof. Otávio Ribeiro de Medeiros, PhD., avaliador deste trabalho, pelas contribuições de melhoria realizadas.

Aos meus professores da Universidade de Brasília, pedras angulares dentro de toda a minha formação acadêmica: Rodrigo de Souza Gonçalves, Clesia Camilo Pereira, Eduardo Bona Safe de Matos, Abimael de Jesus Barros Costa, Sérgio Ricardo Miranda Nazaré, José Alves Dantas, Herbert Kimura e Carlos André de Melo Alves. Sou um profissional melhor graças a vocês!

Aos amigos que fiz na UnB, companheiros nesta longa trajetória: Henrique Amorim, Igor D’Lucca, Jéssica Africano, Jonathan Machado, José Mendes, Altair Krentz, Taiane Leite e Eduardo Moreira.

Aos colegas, Érica e Lucas, bem como, a todos os profissionais das empresas com quem mantive contato e que auxiliaram na coleta de dados referente ao índice de *social disclosure*.

À todos aqueles que tiveram participação direta ou indireta dentro desta etapa super importante da minha vida, o meu abraço e o meu muito obrigado!

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é verificar se existe relação positiva entre a cobertura dos analistas de mercado e o nível de *social disclosure* em empresas brasileiras de capital aberto. Para isso, foram avaliados os relatórios sociais e demonstrações financeiras de 86 empresas listadas no Índice Brasil 100 (IBrX-100) da BM&FBovespa, no período compreendido de 2005 a 2014. Fez-se uso do índice de *social disclosure* (ISD), métrica construída e validada por Gonçalves (2011), fundamentada nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004) para mensurar o nível de evidenciação social praticado pelas empresas. A pesquisa dividiu-se em 3 (três) partes: a) fundamentação teórica; b) análise descritiva dos dados referentes ao nível de evidenciação social das empresas componentes da amostra; e c) análise da regressão linear múltipla com dados em painel, para validação dos determinantes do *social disclosure*. Nesta última etapa, foi possível verificar que as variáveis Setor, Tamanho, Fundos Socialmente Responsáveis e Cobertura dos analistas de mercado influenciam positivamente no nível de evidenciação social; ressalta-se que a variável Auditoria também apresentou relação positiva com a variável dependente ISD, mas apenas para o primeiro período investigado (2005 – 2009). Quanto as variáveis Endividamento e Internacionalização, estas não se apresentaram significativas em nenhum momento dentro do modelo, muito embora, dentro da análise descritiva dos dados, a variável Internacionalização tenha sido relevante ao se analisar as empresas que apresentaram os maiores níveis de evidenciação social. A partir dos resultados encontrados, a hipótese de pesquisa foi confirmada, de que empresas que recebem maior cobertura por parte dos analistas de mercado apresentam maiores níveis de evidenciação social. Constatou-se também que não houve um movimento de melhoria na qualidade da evidenciação, no decorrer dos anos, das informações de cunho social das empresas brasileiras.

Palavras-chave: *Social Disclosure*. Determinantes do *Social Disclosure*. Cobertura dos analistas de mercado. Empresas brasileiras.

ABSTRACT

The aim of this study is to verify if there is a positive relationship between the coverage by market analysts and the level of social disclosure in Brazilian publicly-traded companies. To that end, social reports and financial reports of 86 companies listed in the BM&FBovespa's Brasil 100 Index (IBrX-100) were analyzed in the period of 2005 to 2014. The Social Disclosure Index (SDI), created and validated by Gonçalves (2011) based on the studies of Ramanathan (1976), Haydel (1989), and Hammond and Miles (2004), was used to measure the level of social disclosure practiced by those companies. The research study was divided into three parts: a) theoretical grounds; b) descriptive analysis of the data on the level of social disclosure of the companies in the sample; and c) analysis of the multiple linear regressions with panel data to validate social disclosure determining factors. In this final stage, it was possible to verify that the variables Sector, Size, Socially responsible funds, and Market analyst coverage have a positive influence in the level of social disclosure; it is also relevant to point out that the variable Audit also presented a positive relation with the SDI dependent variable, but only on the first period under analysis (2005 – 2009). The variables Indebtedness and Internationalization were not especially significant at any time within the model, although in the descriptive data analysis the variable Internationalization was relevant while analyzing companies that presented the highest levels of social disclosure. Based on the results found, the study's hypothesis was confirmed: companies that have larger coverage of market analysts present higher levels of social disclosure. Also found that throughout the years, there was no improvement in the quality of disclosure of socially relevant information by the Brazilian companies analyzed.

Keywords: social disclosure; social disclosure determinants; coverage by market analysts; Brazilian companies.

SUMÁRIO

LISTA DE QUADROS.....	9
LISTA DE TABELAS.....	10
1 INTRODUÇÃO	11
1.1 Objetivos.....	13
1.2 Justificativa	13
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
2.1 Cobertura dos analistas	14
2.1.2 Cobertura dos analistas: estudos nacionais	16
2.2 Evidenciação Contábil	17
2.3 Evidenciação Social (<i>Social Disclosure</i>)	21
2.3.1 Determinantes da Evidenciação Social	24
3 METODOLOGIA	29
3.1 Tipo de pesquisa	29
3.2 Objeto de estudo	29
3.3 Métrica para análise da evidenciação social	31
3.4 Definição da variável dependente: Evidenciação Social	33
3.5 Definição das variáveis independentes	33
3.6 Limitações da Pesquisa	38
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	40
4.1 Análise descritiva do <i>Social Disclosure</i>	40
4.1.2 Análise descritiva do nível de evidenciação social e de seus determinantes	41
4.1.3 Análise descritiva: índice de social disclosure e cobertura dos analistas	44
4.2 Análise da regressão com dados em painel: determinantes do <i>social disclosure</i>	47
5 CONCLUSÕES	53
REFERÊNCIAS	54
ANEXOS	61

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Estudos brasileiros de cobertura de analistas	16
Quadro 2 – Quantidade de empresas por ano	30
Quadro 3 – Itens para análise da evidenciação social	32
Quadro 4 – Escalas de nível do <i>Social Disclosure</i>	33
Quadro 5 – Variáveis de controle determinantes do ISD	37
Quadro 6 – Níveis de <i>Social Disclosure</i> total das empresas	40
Quadro 7 – Nível do <i>Social Disclosure</i> por categoria	41
Quadro 8 – Classificação das empresas por nível médio de <i>Social Disclosure</i>	42

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Quantidade de empresas por setor de atuação	31
Tabela 2 – Quantidade de empresas por nível de <i>Social Disclosure</i> e de cobertura dos analistas de mercado	45
Tabela 3 – Teste de Hausman para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios em <i>cross-section</i>	48
Tabela 4 – Teste de Hausman para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios em <i>cross-section</i>	48
Tabela 5 – Teste de Kolmogorov-Smirnov de Normalidade da amostra	48
Tabela 6 – Resultados das regressões - Variável dependente - índice de <i>social disclosure</i> (ISD)	49

1 INTRODUÇÃO

Em um mercado competitivo, a busca por um maior espaço, aceitação e reconhecimento pela sociedade e investidores, faz com que as empresas realizem ações para tornarem-se mais atrativas, transparentes e promotoras do desenvolvimento econômico sustentável. Este último, por sinal, têm sido tema de discussão não só no Brasil, mas também na esfera da ONU, sob a forma do Pacto Global das Nações Unidas (GONÇALVES, 2011; ONU, 2014).

Cada vez mais, as empresas antes do início de suas atividades em determinado local, avaliam os possíveis impactos das operações nas comunidades do seu entorno e buscam soluções para mitigar as chamadas externalidades negativas (RELATÓRIO DE SUSTENTABILIDADE, PETROBRÁS, 2014). Essas soluções podem ser tanto em sua esfera operacional (reduzindo emissão de gases poluentes, melhorando o processo logístico, investindo em tecnologia, entre outros), como potencializando ações positivas de cunho social e ambiental.

Neste contexto, surgem como alternativas nas empresas os chamados programas sociais, com o objetivo de minimizar externalidades negativas, bem como, potencializar as positivas, associando, por exemplo, a imagem da instituição a ações que possam ser consideradas socialmente responsáveis (GONÇALVES, 2011).

Assim, presume-se que tais ações contribuam para o que Ramanathan (1976) chama de “contrato social”, dada a figura da bilateralidade: as organizações realizando investimentos na esfera social, buscam uma maior aceitação dos diversos *stakeholders*, inclusive a sociedade. Esta, por outro lado, recebe todos os benefícios inerentes aos programas sociais (GONÇALVES, 2011).

Figurando dentre as partes interessadas nas informações empresariais estão os analistas de mercado ou analistas financeiros. Eles estão entre os principais intermediários da informação nos mais diversos mercados financeiros, juntamente com a Contabilidade, com as firmas de auditoria independente e as empresas de classificação de risco (agências de *rating*), justamente por ter esse papel de canal de comunicação (VASCONCELOS *et. al.*, 2008).

Seus trabalhos consistem em coletar as informações divulgadas pelas companhias, processar e emitir um parecer, elucidando as melhores possibilidades para o usuário; de um modo geral, possuem papel relevante dentro da eficiência do mercado, pois contribuem com a

difusão da informação e redução da assimetria informacional (SCHIPPER, 1991; HEALY; PALEPU, 2001; MARTINEZ, 2004).

Pode-se considerar que a Contabilidade e as atividades dos analistas de mercado são complementares, havendo uma simbiose entre eles; um melhor nível de informação advinda da Contabilidade aumenta a acurácia de todos os usuários, mas principalmente dos analistas, que podem fazer uma leitura e interpretação ainda mais clara dos relatórios, afetando positivamente seus trabalhos, e conseqüentemente, as suas recomendações (VASCONCELOS *et. al.*, 2008).

Os analistas de mercado funcionam também como ferramenta de monitoramento das organizações. Pressionam a administração, sobretudo nas conferências de divulgação dos resultados trimestrais e anuais, com questionamentos técnicos e específicos, motivados pelas necessidades e anseios dos investidores, e naturalmente, munidos de informações auferidas dentro dos ambientes mais privados das companhias (coisa que o investidor comum não tem como acessar), onde eles mantêm boas relações. Por outro lado, os administradores ficam atentos às suas previsões e recomendações para o mercado (AKERLOF, 1970; KIM; VERRECHIA, 1994; YU, 2005).

Dentro desta contextualização, verifica-se que a divulgação das ações sociais pode exercer um papel estratégico para as companhias, porque denota preocupação delas com a sociedade na qual está inserida, visto que a comunidade entorno é diretamente beneficiada pelos programas sociais por elas financiados e isso pode ser positivamente avaliado pelo mercado, principalmente na ótica de serem boas oportunidades de investimento, indicadas, em muitos casos, pelos próprios analistas de mercado, por serem percebidas como de menor risco (IOANNOU; SERAFEIM, 2009; BEUREN *et. al.*, 2010; GONÇALVES, 2011).

Nesse sentido, Richardson e Welker (2001) verificaram que o mercado reage bem às informações quanto às ações de responsabilidade social, desde que a empresa garanta seu retorno esperado para o período, haja vista que o resultado econômico-financeiro é o objetivo principal e não as ações sociais.

Saber se adaptar as novas perspectivas e cobranças do meio, e aqui, menciona-se o desenvolvimento social, é uma das formas de corresponder às necessidades dos *stakeholders*. É uma esfera que, até anos atrás, não tinha tanta importância, mas que atualmente é muito bem vista pelo mercado e sociedade (ZYLBERSZTAJN, 2001; CAMPBELL, 2007; GONÇALVES, 2011).

Tendo como pano de fundo a introdução apresentada, emerge a seguinte pergunta: uma maior cobertura por parte dos analistas de mercado proporciona maior nível de evidenciação social por parte das companhias abertas brasileiras?

1.1 Objetivos

Considerando o ambiente competitivo em que as companhias se encontram, onde a evidenciação social pode ser um diferencial e dado também que as informações de natureza social têm recebido maior atenção por parte dos *stakeholders*, principalmente com relação ao nível e a qualidade da evidenciação, este estudo tem por objetivo geral analisar se a maior cobertura de analistas influencia o nível da evidenciação social em empresas brasileiras abertas.

Para o alcance do objetivo proposto, procurou-se, como objetivos específicos do estudo, mensurar o nível da evidenciação social das empresas brasileiras abertas e identificar os determinantes da evidenciação social.

1.2 Justificativa

Este estudo justifica-se, inicialmente, pela importância que vem adquirindo o tema dentro do contexto moderno das organizações e da sociedade. Além disso, buscou-se preencher uma lacuna verificada na literatura nacional, pois não foram encontrados estudos que investigassem a associação entre Cobertura dos analistas e Evidenciação Social.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Cobertura dos analistas

Silva (2006) define o analista do mercado de capitais como um profissional dedicado à avaliação de alternativas de investimentos em valores mobiliários, visando fornecer o adequado suporte técnico aos demais integrantes do mercado. Para eles, não somente as informações contábeis são importantes, como também toda informação ligada ao negócio e à operação da empresa.

Martinez (2004) expõe que os analistas de mercado são vistos como profissionais que avaliam o desempenho presente e as perspectivas futuras das companhias abertas. O papel dos analistas é transferir informações de segmentos mais bem informados para outros menos informados, divulgando para o usuário suas análises. Com tal comportamento, os analistas cumprem com a função de redutores da assimetria informacional, contribuindo para a eficiência de mercado.

Healy e Palepu (2001) e Lima (2013) seguem essa linha e afirmam que os analistas de mercado figuram entre os mais importantes intermediários da informação. Desempenham papel muito importante, pois capturam as informações, processam-nas e recolocam-nas no mercado. Portanto, esse papel de difusores da informação é visto como um importante veículo para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Healy e Palepu (2001) e Yu (2005) sugerem ainda um outro papel para os analistas de mercado, que é a detecção de mau comportamento por parte dos gestores e administradores, no tocante à discricionariedade no tratamento dos números contábeis, enquanto que, Dyck, Morse e Zingales (2006) e Martinez (2009) afirmam que os analistas auxiliam na descoberta de fraudes corporativas. O envolvimento por parte deles foi muito importante na descoberta de várias daquelas nos Estados Unidos, principalmente no início dos anos 2000 (DYCK; MORSE; ZINGALES, 2006; MARTINEZ, 2009).

Martinez (2009) ainda sugere a importância da participação dos analistas na disseminação das informações para a redução da discricionariedade dos gestores. Essa afirmação já havia sido realizada por Jensen e Meckling (1976), visto que, a *“Theory of*

monitoring”¹ ajuda a explicar a redução dos chamados “custos de agência” associados aos gestores e acionistas; ou seja, as atividades desempenhadas pelos analistas disciplinariam os administradores do capital dos acionistas, visto que, suas tomadas de decisões seriam sempre monitoradas e divulgadas nos relatórios dos analistas.

Já para Brennan e Subrahmanyam (1995), Brennan e Tamarowski (2000), Irvine (2003), Roulstone (2003), Reiter (2012) e Lima (2013), um dos maiores benefícios do trabalho realizado pelos analistas de mercado é acrescentar valor à empresa, diminuindo o custo de capital, consequência natural de um maior acesso dos investidores à informação; isto gera uma espécie de ciclo virtuoso, pois, com mais informações disponíveis, maior é visibilidade das empresas no mercado, maior segurança por parte dos investidores, e conseqüentemente, maior o impacto positivo no volume de papéis negociados, gerando mais liquidez às ações.

Chung e Jo (1996) seguem essa linha ao afirmarem que são muitos os investidores que se utilizam da informação provida pelos analistas quando estes fazem seleções, revisões e indicações de carteiras.

Na mesma linha, Elgers, Lo e Pfeiffer (2001) e Martinez (2009) salientam que a maior cobertura de analistas em uma determinada firma é geralmente associada a um alto nível de eficiência do preço das ações com respeito as informações financeiras publicamente disponíveis. Conforme Houston, Lev e Trucker (2006), o número de analistas acompanhando uma companhia é negativamente relacionado com a assimetria de informações. Dessa forma, a cobertura dos analistas tem sido utilizada como uma *proxy* para a riqueza do ambiente informacional (HEALY; HUNTTON; PALEPU, 1999; LAG; LUNDHOLM, 2000; LOUIS; ROBINSON, 2005; MARTINEZ, 2009).

Dentro do contexto mencionado, que vai desde acrescentar valor à empresa até auxiliar nas descobertas de fraudes, os analistas financeiros tornam-se agentes importantes no mercado de capitais. Tal capacidade é devida ao treinamento específico, maior conhecimento sobre o setor a que a companhia pertence, observação regular das informações externadas pela empresa e participações em conferências primárias para divulgação dos relatórios contábeis. Assim, interagem com a administração da empresa e questionam os diferentes aspectos dos números contábeis, proporcionando melhores oportunidades para a tomada de decisão (PAULO; LIMA; LIMA, 2006).

¹ Teoria do monitoramento / acompanhamento [tradução livre]: termo que os autores utilizaram em seu estudo para caracterizar o trabalho de cobertura dos analistas dentro do mercado de capitais.

2.1.2 Cobertura dos analistas: estudos nacionais

Os primeiros trabalhos sobre os analistas datam do início da década de 1970 e, estudá-los tem ganhado maior relevância nos últimos anos. Na literatura internacional, os *top journals* da área de finanças, economia e contabilidade: *Journal of Finance*, *The Accounting Review*, *Journal of Financial Economics*, para citar alguns, são, em geral, os principais responsáveis por trazer os artigos e pesquisas sobre o tema.

O quadro abaixo traz os principais estudos nacionais no tocante à cobertura de analistas:

Quadro 1: estudos brasileiros de cobertura de analistas

Referência	Objetivos	Principais Resultados
Silva (1998)	Testa a capacidade previsionária dos analistas em relação à comparação dos erros de suas previsões. A eficiência dos analistas, também foi avaliada em função do tipo de controle das empresas, da origem de suas instituições, do prazo de antecedência das previsões e dos riscos das empresas, medidos através da volatilidade dos retornos sobre os patrimônios líquidos.	O autor analisou os exercícios de 1994 a 1996, coletando dados do jornal Gazeta Mercantil. Os resultados obtidos demonstram que a eficiência previsionária é muito dependente do prazo de antecedência da previsão e do setor de atividade da empresa.
Franco (2002)	Estudou a presença de viés na previsão de lucros dos analistas, principalmente próximos à divulgação dos resultados pelas empresas.	Os resultados apresentaram que a falha de previsão não é exclusiva do mercado brasileiro, visto que não há diferença considerada relevante entre os analistas brasileiros e os norte-americanos. Uma outra constatação é que os exageros nas previsões decrescem à medida que se aproxima a data de divulgação das informações contábeis.
Martinez (2004)	Se propôs a investigar os analistas dentro do mercado brasileiro, do ponto de vista de suas previsões e recomendações.	Os resultados foram que as previsões são mais acuradas quando os analistas trabalham em grandes corretoras e do ponto de vista das recomendações, em média, aquelas em que há um consenso por parte dos analistas não são boas oportunidades de investimento, sobretudo para o período de até trinta dias subsequentes à recomendação.
Paulo, Lima e Lima (2006)	Objetivaram, em seu trabalho, verificar se as companhias abertas brasileiras dos setores de mineração, siderurgia/metallurgia e têxtil, cobertas pelos analistas financeiros, apresentam diferentes níveis de discricionariedade em relação as que não são.	O resultado da pesquisa é que os analistas que trabalham no mercado local não conseguem identificar as práticas de discricionariedade por parte das empresas, levantando dúvidas quanto à qualidade de seus trabalhos.

Martinez (2009)	Investigou os determinantes da acurácia das previsões individuais dos analistas de empresas brasileiras. Um trabalho mais voltado à análise de expertise do analista.	A acurácia dos analistas varia em função de sua experiência na realização de previsões à medida, que quando o analista passa mais tempo analisando a mesma empresa, a acurácia aumenta e que a variável mais relevante para determinar a acurácia da previsão de um analista é a “idade” de sua previsão, ou seja, quanto mais distante for a data dessa previsão da data do anúncio do resultado da companhia, menos acurada será.
Martinez (2009)	Focou no intuito de avaliar quanto um maior acompanhamento por parte dos analistas de mercado interferiria no gerenciamento de resultado das companhias abertas brasileiras e nas previsões de consenso dos analistas.	Os resultados evidenciam que empresas com maior cobertura dos analistas tendem a apresentar menores índices de <i>earnings management</i> , ao passo que, as previsões de consenso são mais acuradas, quanto maior o número de analistas participantes da apuração do consenso.
Esteter, Pedreira e Barros (2011)	Buscaram mensurar o nível de erro na previsão dos analistas de mercado sobre o lucro por ação dos papéis negociados nas bolsas de valores da Argentina, Brasil, Chile e México.	Os autores concluíram que os analistas de todos esses mercados são extremamente otimistas nas avaliações de suas previsões, apresentando pouca acurácia e precisão nas suas projeções.

Fonte: elaborado pelo autor.

Como se pode observar, nenhum dos trabalhos mencionados objetivou verificar se a cobertura dos analistas se relaciona, de alguma forma, com o nível da qualidade da informação contábil divulgada. Esta pesquisa, no entanto, diferencia-se das demais justamente porque busca averiguar se há essa associação.

2.2 Evidenciação Contábil

A principal função da contabilidade é gerar informações aos diversos usuários para a tomada de decisão. Essas informações deverão ser úteis, relevantes, precisas, compreensivas e tempestivas. São publicadas com intuito de tornar pública a situação econômico-financeira das empresas (DALMÁCIO; PAULO, 2004).

Quinteiro e Medeiros (2005, p. 2) seguem essa mesma linha e destacam que o papel da evidenciação está relacionado aos “objetivos qualitativos da informação contábil, tais como compreensibilidade, relevância/materialidade, confiabilidade e comparabilidade, permeando todo o sistema da contabilidade confundindo-se com os próprios objetivos da ciência contábil”.

A evidenciação possui função relevante no funcionamento dos mercados, contribuindo para redução da assimetria informacional, possibilitando um aumento na quantidade de

negócios e contribuindo para a redução do custo de capital das empresas (VERRECCHIA, 2001).

A evidenciação é um dos pilares da contabilidade. A CVM, em sua Deliberação nº 29, de 05 de fevereiro de 1986, afirma que “a Contabilidade é, objetivamente, um sistema de informação e avaliação destinado a prover seus usuários com demonstrações e análises de natureza econômica, financeira, física e de produtividade, com relação à entidade objeto de contabilização”.

Aquino e Santana (1992, p. 1) asseguram que a “evidenciação significa divulgação com clareza, em que se compreende de imediato o que está sendo comunicado.” Niyama e Gomes (1996), afirmam que a evidenciação está diretamente relacionada aos objetivos da contabilidade – principalmente na qualidade da divulgação das informações econômico-financeiras – sobre operações, recursos e obrigações de uma entidade, sendo úteis aos usuários das demonstrações contábeis, influenciando as decisões envolvendo a entidade, dando conhecimento de fatos passados, possibilitando inferência quanto a eventos futuros.

Dantas, Zendersky e Niyama (2004) ressaltam que a empresa, para alcançar um maior nível de transparência, deve divulgar informações qualitativas e quantitativas que possibilitem aos usuários formarem uma compreensão das atividades desenvolvidas e dos seus riscos, cumprindo com os aspectos da informação contábil.

Dada essa importância da evidenciação das informações contábeis, Martins *et. al.* (2013) destacam o objetivo principal da Contabilidade como sendo o de permitir ao usuário, a avaliação presente da situação econômica e financeira da entidade, bem como fazer inferências sobre suas tendências futuras.

Todo o exposto corrobora com o que Healy e Palepu (2001) afirmam, de que, assim como os analistas de mercado, a Contabilidade figura, principalmente em relação a evidenciação, como uma das principais ferramentas de intermediação das informações entre organizações e usuários, diminuindo o nível da assimetria informacional costumeiramente presente nas interações de mercado.

Lanzana (2004) acrescenta um pouco mais ao mencionar que, do ponto de vista da Teoria da Legitimidade, algumas empresas têm se envolvido em atividades relacionadas à divulgação de informações em maiores níveis do que outras, particularmente para angariar mais recursos, principalmente do ponto de vista de que, segundo Arbel (1983) os investidores só investem em títulos que conhecem.

Nesse sentido, Hendriksen e Van Breda (1999), Iudícibus (2000), Bauer e Naime (2012) mencionam diferentes níveis de *disclosure*, sendo a divulgação adequada (*adequate*

disclosure) aquela que pressupõe a divulgação de informações somente quando relevantes para os usuários, a divulgação justa (*fair disclosure*), que postula um tratamento ético e igualitário entre todos os usuários, e por fim, a divulgação plena (*full disclosure*), fundamentada na otimização de informações por parte das organizações, supondo que todas as informações são relevantes, e portanto, todas devem ser evidenciadas para os usuários.

Quanto a isso, os autores concordam que, efetivamente, na prática, não existe diferença entre tais níveis, apesar de que, conceitualmente o significado ser distinto. Ambos são da opinião de que a informação deve ser disponibilizada ao mesmo tempo de forma plena, adequada e justa. Apesar disso, esse ponto suscita, de alguma forma, a discussão da evidenciação obrigatória e voluntária, pois, conceitualmente, percebe-se que são níveis diferentes, podendo enquadrar uma ou duas definições no conceito de *disclosure* voluntário e a outra no *disclosure* obrigatório.

Do ponto de vista do *disclosure* obrigatório, a Lei das S/A (6.404/76) e suas posteriores alterações (11.638/07 e 11.941/09), as deliberações CVM, além dos CPCs apresentam o que as companhias abertas brasileiras devem trazer como informação para os *stakeholders*. Mas, para grande parte dos interessados no negócio, o *disclosure* obrigatório é apenas o mínimo, haja vista que, o processo decisório deve conter um arcabouço mais que razoável de informações.

Se a função das normas de contabilidade é tornar obrigatória a evidenciação de informações importantes para os diversos usuários das informações contábeis (SANTOS; PONTE; MAPURANGA, 2013), o *disclosure* voluntário surge como um nível de informação adicional que as empresas podem oferecer aos seus mais diversos *stakeholders*. Nesse contexto, estes passariam a demonstrar maior interesse em empresas com maiores níveis de *disclosure* voluntário (RODRIGUES, 2014).

Empresas interessadas em aumentar sua reputação junto aos mercados, bem como atrair novos recursos por parte dos investidores, passaram adotar como estratégia a divulgação de informações adicionais e voluntárias acerca da gestão empresarial e ações de responsabilidade social e ambiental (MOURA; NASCIMENTO; LUCA, 2010).

Cabe ressaltar que esse tipo de informação, por inexistirem parâmetros previamente definidos, gera dúvidas sobre o que e quanto deve ser divulgado. O Brasil ainda carece de parâmetros mínimos de divulgação, dificultando um pouco a análise comparativa entre as empresas (VANSTRAELEN; ZAZERSKI; ROBB, 2003; MOURA; NASCIMENTO; LUCA, 2010). O único instrumento de divulgação obrigatória de informações de natureza econômico-social para as companhias abertas é a Demonstração de Valor Adicionado (DVA). Além do

mais, ela não apresenta tanto detalhamento das informações de natureza não-financeira (MOURA; NASCIMENTO; LUCA, 2010).

Dentre as razões para tal evidenciação voluntária destacam-se a melhoria da imagem institucional da empresa, a redução do custo de capital e a maior liquidez da ação no mercado de capitais, em decorrência da redução da assimetria informacional. Gestores mais comprometidos com a responsabilidade social corporativa valorizam a evidenciação diferenciada, em busca da eficiência informacional (MOURA; NASCIMENTO; LUCA, 2010).

Diamond e Verrechia (1991) mencionam que os benefícios de uma boa evidenciação são mais percebidos por empresas de grande porte. Hossain (2008) corrobora esse argumento, entendendo que gestores de grandes empresas tendem a acreditar mais nos benefícios do *disclosure*, se comparados a gestores de companhias de pequeno porte.

Segundo Dye (2001), a omissão de variáveis relevantes favorece a inferência de ocultação de aspectos negativos, afetando, significativamente, a credibilidade das informações prestadas. Salienta-se, então, que a empresa deve ter compromisso com a completa e voluntária divulgação de informações de cunhos socioeconômico e ambiental, como forma de conquistar uma melhoria na imagem institucional.

Porém, apesar de relevante contribuição para o processo decisório, a informação voluntária traz consigo custos adicionais para as organizações que as preparam, como, por exemplo, aqueles relacionados a elaboração das informações e auditoria das mesmas (LEUZ; WYSOCKI, 2008).

Entretanto, a divulgação voluntária, por si só, não acarreta alguns tipos de custos, como, por exemplo, o da regulação, principalmente no cenário brasileiro, favorecendo o que Vanstraelen, Zazerski e Robb (2003) e Moura, Nascimento e Luca (2010) comentam ao defender o aumento da competitividade das organizações por meio da elevação do nível de qualidade das informações divulgadas.

Vasconcelos e Viana (2002, p. 28) reforçam a ideia ao expor que “atualmente, a informação é tratada como mais um recurso que a empresa disponibiliza e, sendo assim, deve ser tratada como um investimento e não como despesa, pois seus benefícios somente se converterão ao longo do tempo e não a curto prazo.”

Nesse contexto destacado de importância do *disclosure* voluntário, insere-se a divulgação de informações de natureza social, que abrange os segmentos socioeconômico e ambiental e que pode ter caráter quali-quantitativo, e visa mostrar, a colaboradores, parceiros internos e externos e à sociedade, as ações da empresa relacionadas ao meio ambiente, além

das ações sociais, independentemente das exigências legais (MOURA; NASCIMENTO; LUCA, 2010).

O *disclosure* voluntário surge, então, como aquele que ultrapassa a divulgação obrigatória, prevista em lei, decorrente de decisão de gestores ou controladores por divulgar informações adicionais destinadas a influenciar positivamente a tomada de decisão por parte dos usuários (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995; MOURA; NASCIMENTO; LUCA, 2010).

Assim, percebe-se que a evidenciação voluntária pode representar um diferencial para orientar decisões dos *stakeholders*, uma vez que esse nível de informação, principalmente a respeito da responsabilidade social corporativa e da situação econômico-financeira da organização, aumenta a qualidade informacional das demonstrações contábeis e do ambiente que as organizações estão inseridas.

2.3 Evidenciação Social (*Social Disclosure*)

Em razão dos impactos advindos das atividades empresariais no meio em que atuam, a sociedade, desde 1960, cobra uma maior responsabilidade social das organizações. Três décadas depois, o desenvolvimento do conceito de sustentabilidade intensificou a busca por informações e transparência relacionadas à responsabilidade social corporativa (HEDBERG *et. al.*, 2003; BALLOU *et. al.*, 2006; JOSEPH *et. al.*, 2011; NIYAMA *et. al.*, 2014; SILVA, 2014).

E no atual cenário de globalização e de alta competição empresarial, “ser socialmente responsável nos negócios vem se tornando muito importante para os negócios” (VELOSO, 2006, p. 2).

Por isso, além da evidenciação econômico-financeira prevista na legislação, é recomendável que as empresas evidenciem também suas ações no campo social, tornando público o comportamento empresarial consciente e responsável (BEUREN *et. al.*, 2010).

Nesse novo contexto, Gonçalves (2011, p.15) traz o objetivo da evidenciação social:

“A evidenciação social (*social disclosure*) tem por objetivo servir como um canal de comunicação entre a empresa e a comunidade, divulgando ações de responsabilidade social compreendidas, sejam elas internas ou externas”.

Assim, as empresas evidenciam informações sociais para promoverem o conhecimento sobre suas atividades, visando legitimar seus comportamentos e ações, bem como projetar seus valores e suas ideias em resposta a fatores externos. Por meio da divulgação de informações socioambientais, os usuários serão providos de informações mais

completas para analisar o comportamento da organização de forma mais ampla, podendo identificar ações sociais que mostram o papel da empresa como agente participativo e preocupado com a evolução de todos os elementos da sociedade e não somente com seus produtos e resultados financeiros (PARSA; KOUHY, 2001; BEUREN *et. al.*, 2010).

Nesse sentido, as empresas tendem a aperfeiçoar suas práticas de evidenciação como forma de torná-la um mecanismo de redução da assimetria informacional e de maior transparência, na busca de maior credibilidade por parte dos investidores, bem como dos demais *stakeholders* (RIAHI-BELKAOUI; KARPIK, 1988; RIAHI-BELKAOUI, 2004 *apud* GONÇALVES, 2011, p. 36).

Quando as empresas disponibilizam informações fidedignas e transparentes de sua conduta e de seu papel social enquanto organização com fins lucrativos, tornam-se relevantes, diferenciadas e até mais legítimas com relação as demais, podendo angariar ganhos dentro do mercado; transmitem maior segurança e impulsionam investimentos com menor grau de risco, com sustentabilidade e probabilidade de maior valorização (BEUREN *et. al.*, 2010).

Tais ações e divulgações podem revelar importantes aspectos acerca do planejamento e ações de responsabilidade social corporativa, o que serviria como instrumento de verificação dos cuidados para com o uso e alocação dos recursos, bem como da efetividade dos mesmos como redutores de externalidades negativas (RIAHI-BELKAOUI, 2004; HAMMOND; MILES, 2004; GONÇALVES, 2011).

Tais pontos possuem características que podem contribuir para uma análise mais completa pelo investidor sobre o modo como a empresa tem utilizado os recursos disponíveis para seu crescimento e para a maximização da riqueza dos acionistas. Do contrário, se a prática for tão somente da promoção da imagem por meio de ações ditas socialmente responsáveis, dever-se-ia resultar em um impacto negativo na imagem da empresa, acarretando como consequência uma desvalorização da mesma (HILLMAN; KEIM, 2001; RICHARDSON; WELKER, 2001; GONÇALVES, 2011).

Sob a ótica da eficiência do gasto, Gonçalves (2011) salienta que as empresas têm aumentado tanto sua preocupação em realizar projetos sociais, quanto os gastos com eles, mas que o acompanhamento disso tem deixado a desejar, principalmente sob a ótica da prestação de contas (*accountability*). E do ponto de vista do investidor externo, é importante que haja essa ferramenta, que reduza parte de suas incertezas quanto aos seus recursos aplicados nas companhias com perspectivas de retornos futuros.

Nessa linha, os relatórios contábeis (e neles incluem-se os relatórios anuais e de sustentabilidade) poderiam apresentar de maneira mais completa as informações de cunho

socioambiental, como por exemplo, os investimentos sociais, uma descrição mais ampla de cada projeto social e seus custos de realização, os benefícios trazidos à comunidade, entre outras variáveis.

Porém, Gonçalves (2011) salienta que, se o exercício da contabilidade social ficar voltado somente à questão da prestação de contas e ao relacionamento da empresa para com a sociedade, pode-se fazer com que ela se concentre em algo que não é o foco principal, correndo o risco de não elucidar a forma que o gestor se vale dos recursos a ele confiados pelos acionistas. Isto é complementado por Cooper e Owen (2007), que levantam a questão que gestores podem se utilizar dos recursos tanto para maximizar o retorno dos acionistas, quanto para, às custas deles, promoverem sua imagem pessoal como “gestores socialmente sustentáveis”.

Epstein e Freedman (1994) afirmam que deveria haver justificativa plausível para que fossem produzidas informações sociais sem que não fossem de interesse dos acionistas. Os autores investigaram a relevância das informações sociais na visão dos investidores e concluíram que eles buscam por informações sociais, contudo, primeiramente aquelas que retratem o impacto econômico da organização em suas diversas atividades.

Cabe lembrar que os investimentos sociais servem para mitigar o impacto negativo causado pelas atividades da organização. Esses investimentos são realizados via projetos sociais, com o objetivo de atender demandas que estão fora do escopo das atividades empresariais. Conforme Jensen *et. al.* (1972) *apud* Gonçalves (2011, p. 34):

“As ações realizadas pelos programas sociais devem produzir mudanças na sociedade, o que por sua vez abre espaço para uma avaliação desta em relação à empresa sob uma outra perspectiva e que não aquela relacionada à sua atividade operacional. Sob este aspecto, faz com que essa possa ganhar maior aceitação por parte daqueles que são impactados de forma negativa por suas atividades”.

Milani Filho (2008, p.92) afirma que:

“essas ações são caracterizadas basicamente pela transferência voluntária de recursos de empresas privadas para projetos sociais, ambientais e culturais de interesse público”.

Na visão de Richardson, Welker e Hutchinson (1999), Orlitzky e Benjamin (2001), Brown, Helland e Smith (2006) e Gonçalves (2011) a promoção de ações sociais pode contribuir com a melhoria da imagem da organização na sociedade, com a maximização do

seu valor, redução do custo de capital, diminuição do risco, além de vantagens competitivas, haja vista a redução das externalidades negativas.

A evidenciação social prestada pelas empresas, inserida dentro de um contexto mais amplo de divulgação, também serve como ferramenta para a identificação e avaliação de mau comportamento dos gestores para com os recursos empresariais que lhes foram confiados, sob pena do aumento dos custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976; WALLACE; NASER, 1995; DEPOERS, 2000; MURCIA, 2009; GONÇALVES, 2011; MORAES, 2014).

Por fim, Ioannou e Serafeim (2009) e Gonçalves (2011) afirmam que os analistas de mercado tendem a recomendar para o portfólio do investidor empresas que valorizam o *social disclosure* e investem em projetos sociais. Eles visualizam que as práticas mencionadas causam um impacto positivo no desempenho econômico da companhia.

2.3.1 Determinantes da Evidenciação Social

Com relação ao que se pode levar as empresas a divulgarem informações de caráter voluntário, prezando por qualidade da evidenciação das informações contábeis e de cunho socioambiental, pesquisas demonstram que, empresas que atuam em setores mais suscetíveis à opinião pública e de maior impacto socioambiental passam a ter uma maior atuação e divulgação de suas ações sociais (RICHARDSON; WELKER, 2001; CAMPBELL; MOORE; SHRIVES, 2006; CLARKSON *et. al.*, 2008; BRANCO; RODRIGUES, 2008; GONÇALVES, 2011; MORAES, 2014).

Outros autores como Cowen *et. al.* (1987), Paten (1991) e Moraes (2014) argumentam que o setor influencia na política de divulgação e transparência, pois as empresas procuram atenuar um pouco da pressão e afastar críticas advindas de ativistas sociais promovendo o papel da prestação de contas da responsabilidade social perante a sociedade.

Segundo Murcia (2009), uma regulação mais forte de determinados setores ajuda no arcabouço de práticas contábeis adotadas no cenário brasileiro. Calixto (2008) corrobora ao expor que há um nível maior de evidenciação social pelas empresas do setor de energia elétrica, por conta da regulação imposta pela ANEEL.

Além do setor, fatores como tamanho, alavancagem, internacionalização, auditoria e participação em fundos socialmente responsáveis também são considerados determinantes da evidenciação social (RIahi-BELKAoui; KARPIK, 1988; GRAY *et. al.*; 2001; RICHARDSON; WELKER, 2001; CAMPBELL; MOORE; SHRIVES, 2006; CLARKSON

et. al., 2008; MURCIA; SANTOS, 2009; GONÇALVES, 2011; ROVER, 2013; MORAES, 2014).

Sobre os quatro primeiros (setor, tamanho, alavancagem e internacionalização), a justificativa por uma maior evidência social se dá em decorrência de uma maior exposição, seja com a sociedade, como é o caso principalmente do setor e do tamanho, ou de credores e investidores, no caso de empresas mais avançadas e/ou emissoras de ações em bolsas de valores (HOLM; SCHOLER, 2010; GONÇALVES, 2011). Isso tudo se relaciona diretamente à reputação da empresa, porque, possuindo um elevado nível de *social disclosure*, atrai-se, por conta da transparência, maior confiança da sociedade (RIHI-BELKAOUI; KARPIK, 1988; GONÇALVES, 2011; MORAES, 2014).

Assim como o setor, o tamanho da companhia tem sido sugerido como um dos determinantes do *social disclosure*, pois empresas de grande porte possuem maior exposição midiática, e portanto, são mais comumente examinadas pelo público, estando sob atenção dos mais diversos *stakeholders*; além disso, é mais propensa a utilização de variados canais formais de comunicação para a prestação de contas acerca de suas ações sociais (WATTS; ZIMMERMAN, 1986; COWEN *et. al.*, 1987; ROBERTS, 1992; ELSAYED; HOQUE, 2012; MORAES, 2014).

Além disso, empresas de grande porte estão expostas a maiores exigências pelos órgãos reguladores, possuem maior custo político por estarem em maior evidência e divulgam mais informações de caráter voluntário, atendendo uma demanda informacional do mercado e da sociedade, com o intuito de alavancar reputação e diminuir custos; uma das consequências que isso também pode gerar é um maior número de analistas de mercado interessados em seguir estas empresas (TROTMAN; BRADLEY, 1981; WATTS; ZIMMERMAN, 1986; COWEN *et. al.*, 1987; LANG; LUNDHOLM, 1993; WALLACE; NASER, 1995; MORAES, 2014).

A internacionalização também surge como um dos fatores que incentivam as companhias a divulgarem mais informações de cunho social. Autores como Murcia e Santos (2009), Murcia e Souza (2009) e Moraes (2014) afirmam a existência de uma maior divulgação social e ambiental por parte de empresas que listam suas ações também em bolsas internacionais.

Empresas internacionalizadas que emitem *American Depositary Receipts* (ADRs), ou seja, que estão listadas na NYSE (além da BM&FBovespa), onde o ambiente regulatório imposto pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) é mais criterioso e rigoroso, são estimuladas a maiores e melhores práticas de divulgação, sendo a política de evidência,

portanto, influenciada também pelo mercado onde suas ações estão sendo negociadas (LEUZ, 2006; ROVER, 2013).

Outro determinante que impulsiona as empresas a reverem suas práticas de evidenciação, é a contratação de empresas de auditoria independente, principalmente, as denominadas *big four*² para emitirem parecer sobre suas demonstrações financeiras. Essa estratégia tem o intuito de apresentar maior confiabilidade de suas informações. Por outro lado, as firmas de auditoria que compõem esse rol são mais exigentes quanto ao processo de execução dos trabalhos, presumindo-se que a busca por informações de seus clientes seja maior, incluindo as informações de natureza social (MURCIA; SOUZA, 2009).

Ainda nessa linha, cabe ainda salientar que empresas de auditoria pertencentes ao rol mencionado das *big four*, que por terem grandes fatias do mercado, buscam não ter sua imagem relacionada a organizações com baixa qualidade de evidenciação, havendo assim, uma provável relação entre grandes empresas de auditoria e um maior nível de *disclosure*, pois, a tendência é que um auditor dessas firmas seja obrigado a conduzir seu trabalho de maneira mais exigente; e ainda que, por serem empresas reconhecidas internacionalmente, também podem enfrentar o risco de litígio (FROST *et. al.*, 2008; MURCIA; SANTOS, 2009; ROVER, 2013; MORAES, 2014).

Outro ponto que corrobora com o exposto é o fato que empresas menores de auditoria são muitas vezes sensíveis às demandas de clientes por contados impactos econômicos associados com a perda de um deles, enquanto que as grandes empresas de auditoria não possuem tal dependência, e, portanto, exigem maior detalhamento na divulgação de informações (WALLACE; NASER, 1995; MURCIA, 2009; MORAES, 2014).

No Brasil, não há regulamentação que prevê a auditoria independente dos relatórios anuais e de sustentabilidade. Porém, Gonçalves (2011) prevê que, caso aconteça uma asseguração das informações por parte de uma das quatro grandes firmas de auditoria, haveria uma melhora na evidenciação social, bem como, um ganho de confiança, por parte dos usuários, nas informações apresentadas.

Outro fator que pode ser considerado determinante em relação ao nível de *social disclosure* é o nível de alavancagem ou grau de endividamento, pois maior alavancagem e maiores custos de agência possibilitam uma maior transferência de riqueza dos credores para os acionistas, assim, conforme a teoria da agência, os gestores de empresas com maiores

²The “*big four*” ou as “quatro grandes” é o nome dado ao rol das maiores empresas do ramo de auditoria em esfera mundial. São elas: *DeloitteTouche Tohmatsu*, *Ernst Young & Terco* (EY), *PricewaterhouseCoopers* (PwC) e *Klynveld Peat Marwick Goerdeler* (KPMG).

endividamentos tendem a divulgar mais informações de forma voluntária, com o intuito de atrair maior confiança por parte dos credores, com o objetivo de reduzir a hipótese de enriquecimento dos acionistas às custas do capital de terceiros (JENSEN; MECKLING, 1976; WALLACE; NASER, 1995; DEPOERS, 2000; MURCIA, 2009; MORAES, 2014).

Villiers e Staden (2011) complementam essa ideia afirmando que os gestores de empresas mais alavancadas divulgam mais informações de natureza voluntária, visando redução do custo de capital de terceiros por meio da redução da assimetria informacional junto ao mercado e bancos. Richardson e Welker (2001) argumentam que o endividamento impacta no nível de *social disclosure* de forma positiva, no entanto, há pesquisas que apresentam evidências empíricas contrárias, como as de Wallace e Naser (1995), Raffournier (1995), Murcia e Santos (2009) e Gonçalves (2011).

A participação em fundos socialmente responsáveis também é sugerido como um determinante da evidenciação social, isso porque a adesão a fundos socialmente responsáveis passa uma ideia de maior credibilidade e transparência às ações da companhia. Essa adesão, inclusive, vem acompanhada de custos adicionais, pois tornam-se necessárias várias mudanças, inclusive de reestruturação interna, para uma melhor prestação de contas das ações socioambientais perante a sociedade (SILVA; QUELHAS, 2006; MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011; MORAES, 2014).

Dentre estes fundos, no Brasil, encontra-se o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o Índice de Carbono Eficiente (ICO2), ambos da BM&FBovespa, cujo objetivo é refletir um portfólio de empresas com reconhecido comprometimento com a responsabilidade social, com tendências naturais a divulgar um maior número de informações socioambientais do que as empresas não participantes (MURCIA; SOUZA, 2009; MORAES, 2014).

Neste contexto, analisar o nível de *social disclosure* por meio de determinantes é um item a ser considerado para explicar sua ocorrência perante a sociedade, sendo responsabilidade dos gestores conciliar os interesses da empresa e sociedade, de forma que a divulgação de informações não sirva somente para atender aos anseios da comunidade, mas também certificar os valores da empresa (PORTER; KRAMER, 2002; SAIIA *et. al.*, 2003; RIAHI-BELKAOUI, 2004; GONÇALVES, 2011; MORAES, 2014).

Com base no referencial exposto, e diante do objetivo central desta pesquisa, surgem as seguintes proposições:

H₁: A intensidade da cobertura por analistas das empresas brasileiras abertas é positivamente relacionada com o nível de evidenciação social.

H₂: Existe uma tendência persistente, ao longo do tempo, de melhoria do nível de *Social Disclosure* por parte das empresas brasileiras abertas.

3 METODOLOGIA

3.1 Tipo de Pesquisa

A pesquisa divide-se em duas partes. Apresenta, num primeiro momento, uma revisão bibliográfica, a qual, segundo Neuman (2007) é um resumo elaborado a partir de estudos anteriores sobre um determinado tema e que apresenta a problemática da pesquisa, os principais resultados e conclusões, tendo como base os dados obtidos, além das principais referências. Para Bilhim, Amaro e Moreira (2010) é a primeira parte do trabalho e apresenta a contextualização e se o assunto já havia sido abordado anteriormente dentro da literatura.

Possui natureza qualitativa por toda a análise documental realizada junto às demonstrações financeiras das companhias, aos relatórios de sustentabilidade e aos relatórios anuais. Malhotra (2006, p. 154) afirma que “a pesquisa qualitativa proporciona melhor visão e compreensão do contexto do problema”. Para Richardson *et. al.* (2012) o método qualitativo permite uma maior profundidade e entendimento dentro da esfera teórica.

Neste estudo, a análise qualitativa possui relevante papel porque é a partir dela que se identificou o nível da evidenciação social das empresas brasileiras abertas. Por este quesito, a pesquisa também se apresenta como do tipo descritiva, pois, segundo Gil (2002), descreve características e evidências de determinada população (ou amostra) e ainda estabelece relações entre as variáveis.

A partir de um segundo momento, o estudo apresenta como os dados foram coletados e trabalhados, e para tal, fez-se uso do método quantitativo, que segundo Richardson *et. al.* (2012) é aquele utilizado em pesquisas que investigam a relação de causa e efeito entre as variáveis através de ferramentas estatísticas.

3.2 Objeto de estudo

O objeto desta pesquisa, inicialmente, são as empresas brasileiras listadas no índice IBrX-100 da BM&FBovespa. Mas, considerando que o aspecto central deste estudo é a associação da cobertura de analistas de mercado ao nível de *social disclosure*, foram selecionadas, dentro desse espaço amostral, as empresas que tiveram acompanhamento por parte dos analistas de mercado no período de 2005 a 2014.

O Índice Brasil 100 (IBrX-100) é o resultado de uma carteira teórica de ativos, cujo objetivo é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos 100 ativos de maior

negociabilidade e representatividade dentro do mercado acionário brasileiro (BM&FBOVESPA, 2016). A escolha do índice como amostra da pesquisa justifica-se, conforme exposto, justamente por essa relevância dentro do campo empresarial.

Das 100 ações que compunham tal índice, ao final do ano de 2014, e que se configuraram como amostra inicial deste estudo, foram excluídas, para evitar a dupla contagem, as ações das empresas com menor histórico de dados que apresentaram tanto ações ordinárias (ON) como preferenciais (PN). São elas: Bradesco, Eletrobrás, Lojas Americanas, OI, Petrobrás e Vale do Rio Doce. Posteriormente, também foram excluídas as ações das companhias controladas por alguma outra já integrante do portfólio, pois a coleta de dados da controladora contempla os dados da controlada ou subsidiária. São elas: BB Seguridade (controlada por Banco do Brasil S/A), Bradespar (controlada por Bradesco S/A), B2W (controlada por Lojas Americanas S/A), Gerdau Metais (controlada por Gerdau S/A), Via Varejo (pertencente ao Grupo Pão de Açúcar) e Itaú S/A, que apesar de ser a controladora de Itaú Unibanco, possui tamanho, em termos de Ativo Total e cobertura de analistas, inferior. Assim, a amostra final estudada totalizou 86 empresas.

A amostra final é desbalanceada no corte temporal, pois, das empresas componentes da amostra, apenas 43 possuíam capital aberto em 2005, ano de início da coleta de dados, e portanto, apenas estas possuíam cobertura de analistas para aquele ano; as outras 43 abriam o capital no decorrer dos anos estudados, passando a obter cobertura de analistas a partir desse momento, influenciando, desta forma, a quantidade de empresas estudadas por ano, conforme apresentado a seguir.

Quadro 2: Quantidade de empresas por ano

Ano	Empresas
2005	43
2006	49
2007	66
2008	71
2009	74
2010	78
2011	82
2012	84
2013	86
2014	86

Fonte: Do autor.

Apesar de não ser uma seleção não aleatória, dado que as empresas foram escolhidas conforme os critérios que objetivaram este estudo, acredita-se que a amostra final da pesquisa

é representativa, dado que é composta por companhias dos mais diversos setores da economia brasileira, sendo considerada, portanto, bastante heterogênea. A Tabela 1, abaixo, apresenta a distribuição das empresas em relação ao setor, conforme a classificação proposta pela BM&FBovespa.

Tabela 1: Quantidade de empresas por setor de atuação

Setor	Quantidade de Empresas	Representatividade na amostra (%)
Bens industriais	12	14%
Consumo cíclico	17	20%
Consumo não cíclico	9	11%
Financeiro e Outros	14	16%
Materiais básicos	10	12%
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	5	6%
Saúde	3	3%
Tecnologia da informação	1	1%
Telecomunicações	3	3%
Utilidades	12	14%
Total Geral	86	100%

Fonte: Do autor.

Quanto ao aspecto temporal, a pesquisa tramita num período de tempo de 10 (dez) anos. A análise de séries temporais é importante a medida que permite analisar o comportamento da amostra ao longo da linha do tempo, permitindo fazer inferências mais robustas. Isso faz com que esta pesquisa seja caracterizada, do ponto de vista da tipologia, também como longitudinal (REMENYI, 1998; HAIR *et. al.*, 2005).

3.3 Métrica para análise da evidenciação social

A métrica utilizada nesta pesquisa para mensurar a evidenciação social foi elaborada a partir de estudos anteriores. Essa ferramenta, aqui denominada de Índice de *Social Disclosure*, teve embasamento principalmente no estudo de Gonçalves (2011) e permite uma análise quali-quantitativa das informações sociais divulgadas pelas companhias.

O índice de *social disclosure*, elaborado por Gonçalves (2011), teve sua fundamentação em Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004) e destaca aspectos como avaliação, mensuração e padrão de relatórios.

Quanto aos itens a serem avaliados pelo índice de *social disclosure*, o quadro abaixo traz as dimensões estabelecidas para cada um deles. São esses itens que dão as diretrizes para avaliação da qualidade da evidenciação social encontrada nos relatórios de sustentabilidade (GONÇALVES, 2011).

Quadro 3: Itens para análise da evidenciação social

	Dimensões	Itens evidenciados	Estudos anteriores
Índice de Social Disclosure	Avaliação (Ramanathan, 1976)	Relação dos programas sociais com os valores da empresa.	Haydel (1989); Hammond; Miles (2004).
		Avaliação das necessidades locais para a realização dos programas sociais.	Haydel (1989); Rizx; Dixon; Woodhead (2008).
		Descrição de aspectos de melhoria dos resultados sociais obtidos nos programas sociais.	Haydel (1989); Hammond; Miles (2004).
		Descrição de programas sociais futuros e em andamento.	Haydel (1989); Naser; Nuseibech (2003).
	Mensuração (Ramanathan, 1976)	Descrição de objetivos e metas para os programas sociais.	Haydel (1989); Hammond; Miles (2004).
		Recursos financeiros alocados nos programas sociais.	Naser; Nuseibech (2003); Hammond; Miles (2004).
		Valor econômico e/ou financeiro dos recursos humanos envolvidos em programas de voluntariado.	Gray; Kouhy; Lavers (1995); Smith; Adhikari; Tondkar (2005).
		Valor econômico e/ou financeiro dos recursos materiais destinados aos programas sociais.	Naser; Nuseibech (2003).
		Resultados sociais obtidos nos programas sociais.	Hammond; Miles (2004).
		Projeção do fluxo de caixa futuro da alocação de recursos em programas sociais.	Naser; Nuseibech (2003).
	Padrão dos relatórios (Ramanathan, 1976)	Distribuição do valor adicionado.	Haydel (1989); Hammond; Miles (2004).
		Disponibilidade dos relatórios de responsabilidade social.	Hammond; Miles (2004).
		Frequência da divulgação dos relatórios de responsabilidade social.	Hammond; Miles (2004).

Fonte: Gonçalves (2011, p. 60).

Depois de definido os itens a serem os balizadores do nível da qualidade da evidenciação social, partiu-se, com base em Gonçalves (2011), para a construção teórica de categorias e critérios de classificação dos itens listados anteriormente, conforme abaixo:

Quadro 4: Escalas de nível do *Social Disclosure*

Categorias	Crítérios para classificação
Restrito	O <i>social disclosure</i> é classificado nesta categoria se a empresa não divulga as informações avaliadas pelo item proposto.
Baixo	O <i>social disclosure</i> é classificado nesta categoria se a empresa divulga a informação avaliada pelo item proposto, porém, não o faz "por programa" ou "por área", ou seja, a informação é divulgada em linhas gerais.
Médio	O <i>social disclosure</i> é classificado nesta categoria se a empresa divulga as informações avaliadas pelo item proposto, fazendo-a "por área" de atuação.
Ampla	O <i>social disclosure</i> é classificado nesta categoria se a empresa divulga as informações avaliadas pelo item proposto de maneira minuciosa, ou seja, a informação está bem evidenciada, disposta por nível de programa social.

Fonte: Gonçalves (2011, p. 68).

A categorização proposta, encontra argumento em Bardin (1977), destacando que esta é uma maneira eficiente de se organizar elementos em conjunto, conforme suas semelhanças e diferenças. Malhotra (2006) corrobora mencionando que, a elaboração de categorias analíticas para classificação dos elementos devem seguir regras previamente acordadas e descritas, facilitando o agrupamento e a análise de conteúdo.

Assim, as empresas mensuradas, neste estudo, pelo índice de *social disclosure*, poderão atingir as seguintes pontuações: o mínimo de 13 pontos, para aquelas que obtiverem todos os resultados “restritos” e o máximo de 52 pontos, para aquelas que obtiverem “ampla” para todos os itens avaliados. As pontuações mencionadas são obtidas a partir do somatório de pontuação dos 13 itens evidenciados.

3.4 Definição da variável dependente: Evidenciação Social

A variável dependente, alvo de averiguação deste estudo, foi o *Índice de Social Disclosure (ISD)*, estudado, testado e validado na tese de Gonçalves (2011), que se propõe a mensurar o nível de evidenciação social, analisando sob a ótica da divulgação das ações de responsabilidade social praticadas pelas companhias.

3.5 Definição das variáveis independentes

A partir de estudos anteriores foi possível identificar variáveis que podem ser consideradas fatores determinantes no nível de evidenciação social: setor, tamanho,

endividamento, internacionalização, auditoria e participação em fundos socialmente responsáveis (RIAHI-BELKAOUI; KARPIK, 1988; GRAY *et. al.*; 2001; RICHARDSON; WELKER, 2001; CAMPBELL; MOORE; SHRIVES, 2006; CLARKSON *et al.*, 2008; MURCIA; SANTOS, 2009; GONÇALVES, 2011; ROVER, 2013; MORAES, 2014).

- Setor (S): quanto ao setor de atuação, as empresas foram classificadas a partir dos impactos causados por suas atividades ao meio ambiente e à sociedade, sendo classificadas, portanto, como “sensíveis” ou “não sensíveis”. A base para tal categorização encontra-se na Lei 10.165/2000, onde as empresas classificadas como “sensíveis” são aquelas cuja suas atividades e ações possuem um alto ou médio impacto ambiental, no que tange, principalmente, a utilização de recursos naturais e poluição. Empresas com pequeno potencial de impacto no meio que estão inseridas estão classificadas como “não sensíveis”.

Dentro do modelo, utilizou-se uma variável binária, onde as empresas classificadas como “sensíveis” receberam o valor 1 (um) e as “não sensíveis” receberam o valor 0 (zero).

Conforme estudos antecedentes, espera-se uma relação positiva entre a variável Índice de *Social Disclosure* e a variável Setor de atuação, pelo fato de que empresas operantes em determinados setores onde o impacto de suas atividades no meio são maiores, possuem também maior preocupação, atuação e divulgação de suas ações de cunho social (RICHARDSON; WELKER, 2001; CAMPBELL; MOORE; SHRIVES, 2006; CLARKSON *et. al.*, 2008; BRANCO; RODRIGUES, 2008; GONÇALVES, 2011; MORAES, 2014).

- Tamanho (T): a partir do tamanho da empresa foi utilizado um indicador com base no logaritmo natural (Ln) do total dos ativos (a) e no logaritmo natural (Ln) da receita operacional (b) (GRAY *et. al.*, 2001; RICHARDSON; WELKER, 2001; REVERTE, 2008; MURCIA; SANTOS, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011; MORAES, 2014).

O uso do logaritmo natural (Ln) é necessário, segundo Rover (2013), no intuito de corrigir problemas de não normalidade e de heterocedasticidade do modelo, pelo fato dos dados poderem apresentar dispersão. No caso, algumas empresas podem apresentar um volume total de ativos e de receita operacional muito grandes, enquanto outras, muito pequenos.

Assim como a variável Setor, espera-se também uma associação positiva entre o Índice de *Social Disclosure* e o Tamanho das organizações, pelo fato de que empresas de grande porte são mais comumente examinadas pelo público, expostas pela mídia e mais propensas a apresentarem informações sociais como forma de prestação de contas de suas ações perante a sociedade (WATTS; ZIMMERMAN, 1986; COWEN *et. al.*, 1987;

ROBERTS, 1992; RICHARDSON; WELKER, 2001; GONÇALVES, 2011; ELSAYED; HOQUE, 2012; ROVEN, 2013; MORAES, 2014).

- Endividamento (E): esta variável é representada pelo resultado, ao final de cada ano, da relação entre o capital de terceiros e o ativo total. Há evidências que empresas com maior grau de alavancagem possuem maior nível de evidenciação social. Gestores dessas empresas tendem a divulgar mais informações de forma voluntária, como forma de reduzir a assimetria informacional e atrair mais confiança por parte dos investidores e credores (JENSEN; MECKLING, 1976; DEPOERS, 2000; RICHARDSON; WELKER, 2001; VILLIERS; STADEN, 2001; GONÇALVES, 2011; RODRIGUES, 2014).

- Internacionalização (I): utilização de uma variável binária onde foi atribuído o valor 1 (um) para as empresas que, além de estarem listadas na BM&FBovespa, também possuem ações negociadas fora do Brasil, especificamente, no mercado americano e europeu e valor 0 (zero) para as empresas que mantêm suas ações negociadas unicamente no mercado local (MURCIA; SANTOS, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011).

Espera-se uma relação positiva entre as variáveis Índice de *Social Disclosure* e Internacionalização, tendo por base que, o mercado americano, por exemplo, possui um ambiente regulatório mais firme, e do ponto de vista da evidenciação, mais exigente, gerando nas companhias uma constante necessidade de melhorar a qualidade das informações publicadas (LEUZ, 2006; MURCIA; SANTOS, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011; ROVER, 2013; MORAES, 2014).

- Auditoria (A): este outro determinante também foi inserido através de uma variável binária. Atribuiu-se o numeral 1 (um) para as empresas que passaram por auditoria independente das “big four” e o numeral 0 (zero) para as empresas não auditadas por uma delas (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003; MURCIA; SANTOS, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011).

Deve existir uma relação positiva entre a variável Índice de *Social Disclosure* e a variável Auditoria, dado que essas empresas são mais exigentes no processo de execução dos trabalhos de auditoria de seus clientes, obrigando-os a prestar melhor qualidade de informação e em maior quantidade, com vistas a obter o parecer sem ressalvas, além do que, essas empresas buscam manter suas imagens associadas às organizações mais bem vistas pelo mercado (RAFFOURNIER, 1995; ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003; WANG *et. al.*, 2008; GONÇALVES, 2011; ROVER, 2013; MORAES, 2014).

Porém, cabe ressaltar que, nos estudos de Wallace *et. al.* (1994) e Frost *et. al.* (2008), a relação apresentada entre as duas variáveis mencionadas é negativa, enquanto que nos

trabalhos de Murcia e Santos (2009) e Murcia e Souza (2009) a auditoria independente por uma das “*big four*” não foi uma variável significativa para maiores índices de evidenciação social.

- Fundos Socialmente Responsáveis (F): quanto a este determinante, também foi considerado por meio de uma variável binária, atribuindo-se valor 1 (um) para as empresas listadas em algum dos fundos socialmente responsáveis da BM&FBovespa ou valor 0 (zero) para as empresas não listadas (MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011).

Espera-se novamente uma associação positiva entre as duas variáveis, tendo em vista que, empresas participantes desses fundos, tendem a divulgar mais informações de cunho social e ambiental do que empresas não participantes, tentando transmitir uma ideia de maior transparência e comprometimento com a responsabilidade social (MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011; MORAES, 2014).

- Cobertura dos Analistas (C): esta é a variável adicional ao modelo apresentado no estudo de Gonçalves (2011) e principal fonte de apreciação desta pesquisa. Utilizou-se de uma variável binária, no qual, atribuiu-se 1 (um) para as empresas que tiveram um número de analistas de mercado acompanhando suas ações, superior à mediana da amostra no período compreendido da pesquisa e 0 (zero) para as demais empresas. Também fez-se o teste utilizando-se o Logaritmo Natural (Ln) do número de analistas que acompanhavam as empresas em cada ano.

Apesar de não se ter encontrado estudos na literatura brasileira que fizessem a associação entre a variável Índice de Social Disclosure e a variável Cobertura dos analistas, espera-se uma associação positiva entre ambas, por tudo que foi apresentado referente a estudos anteriores de analistas de mercado, onde o nível e qualidade da informação contábil é maior para as empresas com maior cobertura de analistas, assim como, pelo papel exercido pelos analistas como redutores da assimetria informacional dentro do mercado de capitais (HEALY; PALEPU, 2001; IRVINE, 2003; MARTINEZ, 2004; LOUIS; ROBINSON, 2005; HOUSTON; LEV; TRUCKER, 2006; SILVA, 2006; MARTINEZ, 2009; REITER, 2012; LIMA, 2013).

O quadro 5 resume as variáveis de controle que podem, de alguma maneira, interferir dentro do nível do *social disclosure* das companhias estudadas.

Quadro 5: Variáveis de Controle determinantes do ISD

Variável	Definição	Sinal esperado	Sustentação Teórica
Setor (S)	Variável Binária: empresas "sensíveis" ou "não sensíveis", conforme embasamento na Lei 10.165/2000. Variável obtida, conforme a classificação proposta no site da BM&FBovespa.	(+)	Estudos anteriores justificam que o setor de atuação da empresa é um fator determinante no grau de evidenciação das cias, principalmente as empresas com alto grau de impacto no meio ou se estão mais sensíveis ao julgamento do público.
Tamanho (T)	Conforme o Ln do volume total de ativos e da receita operacional das empresas que compõem a amostra. Variável obtida no terminal da Bloomberg®.	(+)	Estudos anteriores demonstram que o tamanho da organização interfere diretamente no grau de <i>disclosure</i> social. Empresas de maior tamanho são mais expostas perante a sociedade e à mídia, e portanto, geram mais informação para não passarem uma imagem negativa.
Endividamento (E)	Conforme o grau de alavancagem das empresas que compõem a seleção. Variável obtida no terminal da Bloomberg®.	(+)	Há indícios que empresas mais alavancadas divulgam melhor o nível de evidenciação, a fim de atrair uma maior confiança por parte dos investidores e credores.
Internacionalização (I)	Variável Binária, conforme ocorrência de negociação das ações da companhia. Se somente no mercado local ou se também são negociadas nos EUA e Europa. Variável obtida no terminal da Bloomberg®.	(+)	A busca por captação de recursos no exterior, com taxas muitas vezes mais atrativas, bem como, o ambiente regulatório mais exigente com o nível de informação, obriga as empresas a serem mais transparentes.
Auditoria (A)	Variável Binária: se passam por auditoria independente de uma das "big four" ou se não. Variável obtida a partir dos relatórios anuais e DFP's das cias.	(+)	Mesmo sendo informações de cunho voluntário, as informações sociais também sofrem com esse impacto positivo provocado por auditorias das firmas componentes das "big four".
Fundos Socialmente Responsáveis (F)	Variável Binária: se são empresas que participam de Fundos socialmente responsáveis na Bovespa ou se são empresas que não participam. Variável obtida a partir das carteiras sustentáveis disponíveis no site da BM&FBovespa.	(+)	Na busca por práticas socialmente responsáveis, as empresas revisam suas práticas de responsabilidade corporativa para poderem ingressar nas carteiras de sustentabilidade das Bolsas de Valores. No Brasil, a BM&FBovespa oferta a ISE e a ICO2.
Cobertura dos Analistas (C)	Variável Binária, conforme o número de analistas que acompanharam as empresas pesquisadas, no período compreendido: se acima da mediana da amostra ou se abaixo. Também foi testada a partir do Ln do número de analistas que cobriram as empresas em cada ano. Variável obtida no terminal da Bloomberg®.	(+)	Estudos anteriores comprovam que o papel exercido pelos analistas de mercado é muito importante para a eficiência de mercado, pois trabalham como redutores da assimetria informacional, provendo a todos de informações a respeito da atividade operacional das cias.

Fonte: Adaptado de Gonçalves (2011, pg. 80).

Considerando as variáveis mencionadas, como determinantes de um maior nível de *Social Disclosure*, utilizou-se a Equação (1) abaixo, para testar a hipótese deste trabalho:

$$ISD_{it} = \beta_1 + \beta_2 S_i + \beta_3 T_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 I_{it} + \beta_6 A_{it} + \beta_7 F_{it} + \beta_8 C_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

onde:

ISD_{it} : Índice de *Social Disclosure* da i – ésima empresa no período t .

β_i : coeficiente das variáveis explanatórias, com $i = 1, 2, 3, \dots, 8$.

S_i : setor da i – ésima empresa.

T_{it} : tamanho da i – ésima empresa no período t .

E_{it} : endividamento da i – ésima empresa no período t .

I_{it} : internacionalização da i – ésima empresa no período t .

A_{it} : firma que auditou a i – ésima empresa no período t .

F_{it} : participação em fundos socialmente responsáveis da i – ésima empresa no período t .

C_{it} : cobertura dos analistas de mercado da i – ésima empresa no período t .

ε_{it} : termo de erro referente à i – ésima empresa no período t , tendo por premissa distribuição normal com média zero e variância constante e finita.

Por conta do que foi explanado, espera-se que os β_i , com $i = 1, 2, 3, \dots, 8$ seja positivo, dado que tais variáveis são determinantes do nível de evidenciação social.

3.6 Limitações da Pesquisa

Com relação a este estudo, para a coleta de dados referente ao nível de evidenciação social das empresas que compõem a amostra, foram utilizados, inicialmente, os relatórios de sustentabilidade, e em caso de não publicação destes, os relatórios anuais. Porém, houve empresas que não fizeram a publicação de nenhum deles. Nesses casos, houve o contato via correio eletrônico e em certas situações, a resposta recebida foi que, de fato, a companhia não havia publicado tais relatórios em nenhum dos anos solicitados e em algumas outras situações não houve sequer resposta.

Houve, ainda, casos de empresas que publicaram os relatórios sociais em alguns anos e em outros não. Para essas empresas, usou-se a mesma tratativa (contato via correio eletrônico). Para tentar minimizar a ausência desses dados, utilizou-se as DFP's (Demonstrações Financeiras Padronizadas), mas que não possuem tantas informações de cunho socioambiental quanto os relatórios sociais. Wallace e Naser (1995) apontam como

qualidade restrita da informação, esses tipos de casos, ou seja, quando a informação encontra-se pouco presente.

Também pode-se mencionar o que Murcia (2009) afirma, no qual não é possível ter total convicção se as empresas, de fato, não divulgaram tais informações por não possuírem dados acerca ou se foi porque elas decidiram, por algum motivo, simplesmente não as divulgarem.

Já com relação à análise dos dados, o procedimento envolve novamente subjetividade. Conforme Murcia (2009), a leitura e interpretação dos dados constantes nos relatórios podem se apresentar de diferentes aspectos para diferentes analistas. Nem todos terão a mesma percepção da qualidade da informação ali apresentada. Para a mesma informação, pode haver variedade de notas atribuídas, no caso de serem vários os pesquisadores a analisarem o seu conteúdo, conforme este estudo.

Pode-se considerar também como uma limitação, a amostra, que por ser intencional e não-aleatória, faz com que os resultados obtidos possam, eventualmente, não serem replicados para todas as outras empresas não componentes da seleção.

Outro fator são os determinantes do nível de *social disclosure*. No estudo de Murcia (2009, p. 116) “diversos outros fatores não incluídos nessa pesquisa poderiam influenciar o nível de *disclosure*”. Gonçalves (2011) ressalta que outras variáveis poderiam afetar o nível de *disclosure* das companhias, mas que pela falta de estudos anteriores ou pela dificuldade em se mensurar tais variáveis, como por exemplo, a cultura organizacional, não foram consideradas. Além de cultura organizacional, pode-se adicionar a variável regulação inerente ao setor, não analisado neste estudo, mas, avaliada no estudo de Moraes (2014).

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo está organizado em duas seções, onde busca-se testar as hipóteses de pesquisa, responder à problemática do estudo e atender aos objetivos propostos. A primeira seção (4.1) compreende a análise descritiva dos dados referente ao *social disclosure*. A segunda (4.2) apresenta os resultados do modelo de regressão proposto no capítulo anterior.

Todas as variáveis desta pesquisa foram analisadas pelo período de 10 (dez) anos, sendo o primeiro exercício analisado, o de 2005 e o último, o de 2014. Para tal análise, além da análise descritiva, utilizou-se da regressão com dados em painel, que segundo Murcia (2009), é a técnica mais apropriada, pois quando se busca a comparação entre empresas no decorrer da linha do tempo, essa ferramenta se torna necessária.

4.1 Análise descritiva do *Social Disclosure*

A variável Índice de *Social Disclosure* (ISD) foi analisada sob a ótica qualidade da informação disponível nos 719 documentos examinados, entre Relatórios de Sustentabilidade, Relatórios Anuais e Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's). É usual a utilização desses relatórios em estudos que buscam evidenciar a qualidade da informação social, além de serem importantes como canal de comunicação entre as companhias e *stakeholders* (UNERMAN, 2000; GUTHRIE; ABEYSEKERA, 2006; SALEH, 2009; GONÇALVES, 2011).

A análise, que se propõe esta seção, foi baseada nos itens que deveriam ser evidenciados pelas companhias abertas brasileiras, em seus Relatórios sociais, conforme Quadro 3, do capítulo anterior. Para tal, conforme Gonçalves (2011), foi elaborada a classificação dos itens por nível de evidenciação social (ruim, baixo, médio e alto) considerando o resultado total encontrado no período de 2005 a 2014, divididos em quartis, conforme abaixo.

Quadro 6: Níveis de *Social Disclosure* total das empresas

Quartis	Pontuação	Nível de <i>Disclosure</i>
Primeiro	abaixo de 22 pontos	Ruim
Segundo	de 22 a 30 pontos	Baixo
Terceiro	de 31 a 34 pontos	Médio
Quarto	acima de 34 pontos	Alto

Fonte: Adaptado de Gonçalves (2011, p. 101).

Com base nas pontuações e classificações obtidas, partiu-se para a análise dos itens a partir do exposto no capítulo anterior.

4.1.2 Análise descritiva do nível de evidenciação social e de seus determinantes

Este item objetiva analisar os resultados totais do *Social Disclosure* alcançado pelas empresas, no período de 2005 a 2014. Conforme Gonçalves (2011), inicialmente, foi identificada a quantidade de empresas por nível de evidenciação social.

Quadro 7: Nível do *Social Disclosure* por categoria

Ano	Ruim		Baixo		Médio		Alto		Total	
	%	Quant.	%	Quant.	%	Quant.	%	Quant.	%	Quant.
2005	11,63%	5	30,23%	13	18,60%	8	39,53%	17	100,00%	43
2006	18,37%	9	14,29%	7	38,78%	19	28,57%	14	100,00%	49
2007	30,30%	20	16,67%	11	25,76%	17	27,27%	18	100,00%	66
2008	28,17%	20	22,54%	16	18,31%	13	30,99%	22	100,00%	71
2009	18,92%	14	28,38%	21	21,62%	16	31,08%	23	100,00%	74
2010	26,92%	21	17,95%	14	34,62%	27	20,51%	16	100,00%	78
2011	23,17%	19	28,05%	23	23,17%	19	25,61%	21	100,00%	82
2012	20,24%	17	35,71%	30	20,24%	17	23,81%	20	100,00%	84
2013	22,09%	19	26,74%	23	24,42%	21	26,74%	23	100,00%	86
2014	22,09%	19	33,72%	29	19,77%	17	24,42%	21	100,00%	86

Fonte: Dados da pesquisa, a partir de Gonçalves (2011, p. 119).

Ao se analisar os resultados acima, não se percebe uma tendência de melhoria na qualidade das informações sociais divulgadas pelas empresas, no transcorrer do período estudado. O percentual de empresas classificadas como “ruim”, começa com 11,63%, em 2005, alcança 30,30%, em 2007 e encerra, em 2014, com 22,09%, um resultado final bem acima do início da série. Corroborando com isso, verifica-se também que foi reduzido o percentual de empresas que alcançaram o nível “alto” de evidenciação social, iniciando a série com 39,53% e encerrando, em 2014, com apenas 24,42%. Ainda assim, por mais que o percentual de empresas classificadas com alto índice de evidenciação social se mantenha superior ao percentual de empresas classificadas com grau de evidenciação social “ruim”, nesta primeira análise, verifica-se uma tendência de piora na qualidade da informação social, de cunho voluntário, apresentada aos usuários.

Por mais importante que seja para todos os usuários um maior nível e qualidade de informação para a tomada de decisão, não se verifica que as empresas componentes desta

amostra estejam inseridas num movimento de maior *disclosure*, principalmente no que se diz respeito ao *social disclosure*, rejeitando, desta forma, a H₂ apresentada neste estudo, de que as empresas brasileiras abertas apresentam uma tendência persistente, ao longo do tempo, de melhoria do nível de *social disclosure*.

Com base nos resultados obtidos, uma outra análise que pode ser realizada é no que tange o perfil das organizações com maior evidenciação. O quadro abaixo traz uma classificação das empresas quanto ao nível médio do *social disclosure* no período de 2005 a 2014.

Quadro 8: Classificação das empresas por nível médio de Social Disclosure

<i>Ranking</i>	<i>Empresa</i>	<i>Nível do SD</i>	<i>Ranking</i>	<i>Empresa</i>	<i>Nível do SD</i>
1°	Petrobrás	45,20	77°	Mills Estruturas	16,20
2°	Bradesco	42,20	78°	BR Properties	16,00
3°	Suzano Papel e Celulose	38,40		Gafisa	16,00
4°	Banco do Brasil	38,30		Iguatemi	16,00
5°	EDP - Energias do Brasil	37,80		PDG Realty	16,00
6°	Vale do Rio Doce	37,70		Petro Rio	16,00
7°	Natura	37,40		Qualicorp	16,00
8°	Cemig	36,80	84°	Totvs	15,89
9°	Eletropaulo	36,70	85°	Odontoprev	15,75
10°	CPFL Energia	36,50	86°	Eztec	15,63

Fonte: Dados da pesquisa, a partir de Gonçalves (2011, p. 120).

Das seis empresas com maior nível apresentado de *social disclosure*, três são aquelas denominadas de alto impacto no meio, conforme classificação proposta pela Lei 10.165/2000 (Petrobrás, Suzano Papel e Celulose e Vale do Rio Doce). Se forem excluídas Bradesco e Banco do Brasil, que, conforme Gonçalves (2011) menciona, por serem bancos, normalmente possuem práticas de evidenciação superior, três empresas de quatro, se apresentariam como sensíveis ao meio ambiente. Por outro lado, das dez classificadas como de menor grau de evidenciação social, apenas uma (Petro Rio) é classificada como de alto impacto no meio e nove são não-sensíveis, ratificando os resultados de Baron (2001), Heal (2004) e Gonçalves (2011), que empresas pertencentes aos setores de médio e alto impacto, possuem maior preocupação em evidenciar melhor a informação social, além de buscarem uma atuação junto a sociedade que minimize seus impactos negativos decorrentes de suas operações (GONÇALVES, 2011).

Com relação ao tamanho, entre as 6 (seis) primeiras empresas com maior nível de *social disclosure*, quatro (Petrobrás, Bradesco, Banco do Brasil e Vale do Rio Doce) estão

entre as maiores empresas brasileiras, no ano de 2014, em termos de Ativo Total, que é uma das proxies mais utilizadas para se mensurar o tamanho das companhias. Para corroborar com este número, dentre as cinco últimas do *ranking*, quatro (Petro Rio, Qualicorp, Totvs e Odontoprev) estão entre as menores companhias da amostra, o que demonstra, segundo Gonçalves (2011) que, empresas de grande porte, pelo fato de serem mais comumente examinadas pelo público e expostas pela mídia, têm uma tendência maior de prestar contas de suas ações perante a sociedade, ratificando os achados de Reverte (2008), Branco e Rodrigues (2008), Murcia e Santos (2009), Gonçalves (2011), Roven (2013) e Moraes (2014).

Outro indicador importante é com relação a internacionalização. Percebe-se que dentre as dez primeiras classificadas, apenas duas (EDP – Energias do Brasil e Natura), já a partir do ano de 2010, não estão listadas também em mercados internacionais, indicando que, para ingresso em mercados mais regulados e exigentes como o americano e os principais mercados europeus, gera-se nas empresas uma tendência a um maior nível de evidenciação de suas informações, a fim também, de atrair capital estrangeiro, com taxas, muitas vezes, mais atraentes que as praticadas no mercado local (LEUZ, 2006; MURCIA; SANTOS, 2009; MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011; ROVER, 2013; MORAES, 2014). Este resultado aponta na mesma direção dos encontrados nas pesquisas de Murcia e Santos (2009), Murcia e Souza (2009), Gonçalves (2011) e Moraes (2014).

Quanto a variável Auditoria, oito, das dez empresas de maior nível de *disclosure social* (Banco do Brasil, Bradesco, Cemig, CPFL Energia, Eletropaulo, EDP – Energias do Brasil, Natura e Petrobrás) apresentaram, para todos os 10 anos analisados, auditoria realizada por uma das “*big four*”; Suzano Papel e Celulose e Vale do Rio Doce foram auditadas por não “*big four*” em apenas três e dois, dos dez anos, respectivamente. Esse resultado também aponta para o mesmo sentido das pesquisas de Murcia e Santos (2009), Murcia e Souza (2009), Gonçalves (2011), Rover (2013) e Moraes (2014). Visualizou-se uma tendência de que empresas pertencentes ao rol das “*big four*” elevam o nível da qualidade da informação apresentada pelas companhias, muito pelo fato de poderem mais exigentes no processo de execução de seus trabalhos de auditoria e por buscarem associar suas imagens às das organizações mais bem vistas pelo mercado (RAFFOURNIER, 1995; ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003; WANG *et. al.*, 2008; GONÇALVES, 2011; ROVER, 2013; MORAES, 2014).

A participação em fundos socialmente responsáveis foi outro indicador analisado para se traçar o perfil das organizações com maiores e menores níveis de *social disclosure* e verificou-se que apenas a Petrobrás, ao final do ano de 2014, dentre as empresas com maior

nível de *social disclosure*, não participava de uma das carteiras teóricas de sustentabilidade propostas pela BM&FBovespa (ISE e ICO2), muito pelo escândalo deflagrado, à época, pela Operação Lava-Jato. As outras nove empresas participavam de uma das duas carteiras de investimento sustentável. Importante salientar que, mesmo com a situação mencionada da Petrobrás, todas as dez empresas, em algum momento participaram das carteiras mencionadas que, segundo a BM&FBovespa (2013), são compostas por empresas que apresentaram os melhores desempenhos nos campos ambiental, social e econômico-financeiro, tornando-se referência para o investimento socialmente responsável.

Para corroborar com o exposto, nenhuma das dez empresas classificadas com menor nível de evidenciação social estavam inseridas nas carteiras (ISE e/ou ICO2), ao final do ano de 2014 e durante todo o corte temporal, apenas três (Gafisa, Odontoprev e PDG Realty) participaram em algum momento das mencionadas carteiras. Isso ratifica o que foi encontrado nos estudos de Murcia e Souza (2009) e Gonçalves (2011), onde empresas participantes dos denominados Fundos Socialmente Responsáveis tendem a divulgar mais informações de cunho socioambiental, tentando transmitir melhores práticas, transparência e comprometimento com a responsabilidade social corporativa (MURCIA; SOUZA, 2009; GONÇALVES, 2011; MORAES, 2014).

4.1.3 Análise descritiva: índice de social disclosure e cobertura dos analistas

Optou-se por estudar essas duas variáveis separadamente, para que pudesse ser dada um pouco mais de ênfase, pois o objetivo central deste estudo é verificar a relação entre ambas. Para tal, seguiu-se uma metodologia semelhante ao estudo de Gonçalves *et. al* (2015), dividindo-se em quartis o nível de *social disclosure* e a cobertura dos analistas de mercado que acompanharam as empresas.

Inicialmente, fez-se a análise anual, englobando todas as empresas que compunham a amostra em cada ano, para posteriormente, se chegar à análise de todo o período. A tabela abaixo apresenta os dados.

Tabela 2: Quantidade de empresas por nível de *Social Disclosure* e de cobertura dos analistas de mercado

2005					2006					2007				
Cobertura de analistas	Nível do ISD				Cobertura de analistas	Nível do ISD				Cobertura de analistas	Nível do ISD			
	Alto (acima de 36)	Médio (de 32 a 36)	Baixo (de 28 a 31)	Ruim (abaixo de 28)		Alto (acima de 36)	Médio (de 32 a 36)	Baixo (de 24 a 31)	Ruim (abaixo de 24)		Alto (acima de 36)	Médio (de 31 a 36)	Baixo (de 19 a 30)	Ruim (abaixo de 19)
Alta (acima de 13)	7	2	1	0	Alta (acima de 13)	6	0	1	0	Alta (acima de 13)	9	3	2	1
Média (de 10 a 13)	3	4	3	1	Média (de 10 a 13)	3	9	2	1	Média (de 10 a 13)	5	5	4	1
Baixa (de 8 a 9)	2	2	3	5	Baixa (de 5 a 9)	3	4	3	3	Baixa (de 5 a 9)	2	7	4	9
Muito baixa (abaixo de 8)	1	1	4	4	Muito baixa (abaixo de 5)	0	3	2	9	Muito baixa (abaixo de 5)	0	4	4	6
Total de empresas	13	9	11	10	Total de empresas	12	16	8	13	Total de empresas	16	19	14	17
2008					2009					2010				
Cobertura de analistas	Nível do ISD				Cobertura de analistas	Nível do ISD				Cobertura de analistas	Nível do ISD			
	Alto (acima de 35)	Médio (de 30 a 35)	Baixo (de 18 a 29)	Ruim (abaixo de 18)		Alto (acima de 34)	Médio (de 31 a 34)	Baixo (de 22 a 30)	Ruim (abaixo de 22)		Alto (acima de 33)	Médio (de 31 a 33)	Baixo (de 19 a 30)	Ruim (abaixo de 19)
Alta (acima de 17)	6	7	0	0	Alta (acima de 17)	5	7	0	1	Alta (acima de 20)	8	8	0	3
Média (de 11 a 17)	12	2	5	2	Média (de 13 a 17)	11	5	3	1	Média (de 16 a 20)	9	3	4	3
Baixa (de 7 a 10)	2	1	9	9	Baixa (de 8 a 12)	1	4	11	9	Baixa (de 11 a 15)	5	5	2	7
Muito baixa (abaixo de 7)	0	5	4	7	Muito baixa (abaixo de 8)	1	5	7	3	Muito baixa (abaixo de 11)	1	4	9	7
Total de empresas	20	15	18	18	Total de empresas	18	21	21	14	Total de empresas	23	20	15	20

2011					2012					2013				
Cobertura de analistas	Nível do ISD				Cobertura de analistas	Nível do ISD				Cobertura de analistas	Nível do ISD			
	Alto (acima de 34)	Médio (de 30 a 34)	Baixo (de 22 a 29)	Ruim (abaixo de 22)		Alto (acima de 33)	Médio (de 30 a 33)	Baixo (de 22 a 29)	Ruim (abaixo de 22)		Alto (acima de 34)	Médio (de 31 a 34)	Baixo (de 22 a 30)	Ruim (abaixo de 22)
Alta (acima de 19)	10	5	4	4	Alta (acima de 18)	9	8	1	6	Alta (acima de 15)	6	6	6	1
Média (de 17 a 19)	8	3	6	4	Média (de 17 a 18)	4	4	5	5	Média (de 14 a 15)	5	3	4	1
Baixa (de 11 a 16)	3	8	3	2	Baixa (de 13 a 16)	5	6	4	7	Baixa (de 12 a 13)	8	9	8	8
Muito baixa (abaixo de 11)	0	3	10	9	Muito baixa (abaixo de 13)	2	5	6	7	Muito baixa (abaixo de 12)	4	3	5	9
Total de empresas	21	19	23	19	Total de empresas	20	23	16	25	Total de empresas	23	21	23	19
2014					2005 - 2014									
Cobertura de analistas	Nível do ISD				Cobertura de analistas	Nível do ISD								
	Alto (acima de 34)	Médio (de 30 a 34)	Baixo (de 23 a 29)	Ruim (abaixo de 23)		Alto (acima de 34)	Médio (de 31 a 34)	Baixo (de 22 a 30)	Ruim (abaixo de 22)					
Alta (acima de 16)	8	7	7	4	Alta (acima de 16)	95	61	40	28					
Média (de 14 a 16)	2	6	4	3	Média (de 14 a 16)	52	44	37	22					
Baixa (de 11 a 13)	5	5	6	5	Baixa (de 9 a 13)	34	34	63	57					
Muito baixa (abaixo de 11)	6	6	2	10	Muito baixa (abaixo de 9)	14	35	47	56					
Total de empresas	21	24	19	22	Total de empresas	195	174	187	163					

Fonte: Elaborado pelo autor.

Ao se analisar os dados da tabela acima, percebe-se que, ano após ano, quanto maior o nível de evidenciação social, maior é a quantidade de empresas acompanhadas por um maior número de analistas de mercado. Em algumas situações, como nos anos de 2006, 2007, 2008 e 2011, nem há empresas na classificação de muito baixa cobertura dos analistas de mercado, quando elas estão classificadas com alto grau de evidenciação social. Verifica-se também que, para quase todos os anos a relação é bem relevante, onde se tem um maior *social disclosure*, obtêm-se o maior nível de cobertura dos analistas. Os únicos anos, onde a diferença na quantidade de empresas com alta ou muito baixa cobertura de analistas não é tão relevante, quando elas estão classificadas no alto índice de *social disclosure*, são 2013 e 2014.

Analisando-se ainda a relação entre as variáveis no período total, ou seja, 2005 a 2014, observa-se que a relação entre as variáveis se mantém bem latente. Em números, 48,72% das empresas classificadas como de alto grau de evidenciação social tinham também uma alta cobertura dos analistas de mercado, ao passo que, apenas 7,18% possuíam muito baixa cobertura dos analistas. Corroborando com este resultado, ao se analisar a quantidade de empresas classificadas com grau de evidenciação social "ruim", 17,17% detinham uma alta cobertura dos analistas de mercado, enquanto que, outras 34,36% possuíam uma cobertura muito baixa. Os resultados da análise descritiva vão ao encontro da hipótese da pesquisa que, empresas com maior grau de evidenciação social possuem maior cobertura por parte dos analistas de mercado.

4.2 Análise da regressão com dados em painel: determinantes do *social disclosure*

Esta seção apresenta os resultados do modelo de regressão proposta, afim de se obter as conclusões para a hipótese 1 deste estudo:

H₁: A intensidade da cobertura por analistas das empresas brasileiras abertas é positivamente relacionada com o nível de evidenciação social.

Em razão do processo de convergência às normas internacionais, realizou-se três equações. A primeira parte analisa os dados do período de 2005 a 2009 (período pré-convergência); a segunda parte analisa os resultados do período de 2010 a 2014 (período pós-convergência); por fim, analisou-se, na terceira parte, o resultado do período como um todo, ou seja, 2005 a 2014, com a inclusão de variável *dummy* que segregam os período pré-convergência (2005 a 2009) e período pós-convergência (2010-2014).

A estimativa da regressão com dados em painel pode ser realizada segundo a abordagem dos efeitos aleatórios ou efeitos fixos. Inicialmente, foi realizada com efeitos

aleatórios e realizado o teste de *Hausman* a fim de identificar se este tipo de abordagem é a que encontra o melhor ajuste para o modelo para o primeiro período (2005-2009). O resultado do primeiro teste é demonstrado na tabela abaixo:

Tabela 3: Teste de *Hausman* para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios em *cross-section*

Resultado do teste	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Efeitos aleatórios com <i>cross-section</i>	23.534436	6	0.0006

Para o período de 2005 a 2009, o resultado do teste de *Hausman* rejeita a hipótese nula para a estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios (p-valor <0,05), portanto, os dados devem ser com efeitos fixos.

Para o segundo período, de 2010 a 2014, os resultados do teste são apresentados a seguir:

Tabela 4: Teste de *Hausman* para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios em *cross-section*

Resultado do teste	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Efeitos aleatórios com <i>cross-section</i>	2,743052	7	0,9077

Para este segundo corte temporal, o teste de *Hausman* não rejeita a hipótese nula (p-valor >0,05), portanto os dados devem ser com efeitos aleatórios para a estimação do modelo em painel.

Também foi realizado o teste de Kolmogorov-Smirnov para verificação de normalidade da amostra. Os resultados são apresentados a seguir:

Tabela 5: Teste de Kolmogorov-Smirnov de normalidade da amostra

	ISD	Cobertura de Analistas
Kolmogorov-Smirnov Z	3.161	4.346
Asymp. Sig. (2-tailed)	.000	.000

Com base no resultado do teste de KS, a hipótese nula de distribuição normal dos dados foi rejeitada, portanto, a distribuição dos dados não é normal.

Para identificar se as séries são estacionárias, foi realizado o teste de raiz unitária de Levin, Lin e Chut (p-valor <0,00); Im, Pesaran e Shin (p-valor <0,00); ADF-Fisher (p-valor <0,00) e PP-Fisher (p-valor <0,00) os quais rejeitam a hipótese nula, indicando a não existência de raízes unitárias, isto é, a série é estacionária.

Por fim, apresentam-se os resultados das regressões, todas estimadas por EGLS (mínimos quadrados generalizados estimados) para correção da autocorreção serial, sendo para o período de 2005 a 2009 os dados em painel estimados com efeitos fixos; para o período de 2010 a 2014 os dados em painel estimados com efeitos aleatórios; e para o período de 2005 a 2014 os dados em painel estimados na forma *pooled*; todas corrigidas pela matriz de SUR (PCSE), tendo por base o modelo proposto:

Tabela 6: Resultados das regressões - Variável dependente - índice de social disclosure (ISD)
 $ISD_{it} = \beta_i + \beta_2 S_i + \beta_3 T_{it} + \beta_4 E_{it} + \beta_5 I_{it} + \beta_6 A_{it} + \beta_7 F_{it} + \beta_8 C_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$

Variável	Sinal esperado	Estatística t (p-valor) (2005 a 2009)	Estatística t (p-valor) (2010 a 2014)	Estatística t (p-valor) (2005 a 2014)
Constante		-4,710638 (0,000)	-0,264921 (0,7916)	-4,85005 (0,000)
Setor	(+)	1,356634 (0,1759)	5,201855*** (0,000)	2,168550** (0,0305)
Tamanho	(+)	6,925808*** (0,000)	2,201768** (0,0300)	8,132501*** (0,0000)
Endividamento	(+)	1,220766 (0,2232)	1,450279 (0,1501)	1,631997 (0,1031)
Internacionalização	(+)	0,693259 (0,4887)	-1,038225 (0,3017)	0,576652 (0,5644)
Auditoria	(+)	2,801390*** (0,0054)	-1,316421 (0,1910)	0,845972 (0,3979)
Fundos Sustentáveis	(+)	3,507540*** (0,0005)	3,360314*** (0,0011)	5,022439*** (0,0000)
Cobertura de analistas	(+)	3,774006*** (0,0002)	0,104910 (0,9167)	4,116547*** (0,0000)
Convergência	(+)			-6,144248*** (0,0000)
Efeitos		Fixos	Aleatórios	<i>Pooled</i>
Nº de observações		302	108	715
Estatística F		25,91134	13,80325	31,23955
Probabilidade F		0,00000	0,00000	0,00000
R ² ajustado		0,366822	0,455811	0,253073
DW		1,688765	1,970576	1,810975

*** Significante ao nível de 1%; ** Significante ao nível de 5%

Nota-se que o modelo para os três períodos é todo significativo, conforme estatística F (p-valor < 0,01). Analisando de forma segregada, para o período de 2005 a 2009, as variáveis explicam, aproximadamente, 37% do comportamento da variável dependente Índice de *Social Disclosure* (R² ajustado = 0,3668). Para a verificação da autocorrelação de resíduos, foi aplicado o teste de Durbin-Watson com resultado de 1,6887, não indicando correlação. Com relação ao nível de significância, constata-se que as variáveis independentes Tamanho, Auditoria, Fundos Socialmente Responsáveis e Cobertura dos analistas são significativas ao nível de significância de 1%.

A relação positiva entre as variáveis tamanho e índice de *social disclosure* era esperada, e corrobora com a análise descritiva deste estudo, bem como os achados de Reverte (2008), Branco e Rodrigues (2008), Murcia e Santos (2009), Gonçalves (2011), Roven (2013) e Moraes (2014). Tais pesquisas apontam que quanto maior o tamanho da entidade, maior o nível de *social disclosure*.

A relação positiva entre as variáveis Auditoria e índice de *social disclosure* também já era esperada e vai na mesma linha da análise descritiva realizada anteriormente neste estudo e com os resultados dos estudos anteriores de Murcia e Santos (2009), Murcia e Souza (2009), Gonçalves (2011), Rover (2013) e Moraes (2014). Tais estudos apontaram que, empresas auditadas por firmas de auditoria do rol das “*big four*” apresentam maiores níveis de evidenciação social.

A variável Fundos Socialmente responsáveis também apresentou relação positiva com a variável dependente índice de evidenciação social, indo na mesma linha dos estudos de Murcia e Souza (2009), Gonçalves (2011) e Moraes (2014).

Por fim, a variável Cobertura dos analistas também apresentou relação positiva com a variável ISD, o que corrobora com a análise descritiva deste estudo e segue a linha da hipótese da pesquisa, que uma maior cobertura dos analistas de mercados traz consigo maiores níveis de evidenciação social por parte das empresas brasileiras abertas.

Analisando-se o período de 2010 a 2014, as variáveis explicam melhor, aproximadamente, 46% do comportamento da variável dependente Índice de *Social Disclosure* (R^2 ajustado = 0,4558). Na verificação da autocorrelação de resíduos, o teste de Durbin-Watson apresentou como resultado 1,9705, não havendo, portanto, indícios de correlação. Com relação ao nível de significância, constata-se que as variáveis independentes Setor e Fundos Socialmente Responsáveis são significativas ao nível de significância de 1%, enquanto que a variável Tamanho, foi significativa ao nível de significância de 5%.

A relação positiva entre as variáveis Tamanho e Fundos Socialmente Responsáveis com a variável dependente ISD já foi devidamente explicada anteriormente. A variável nova que surge positivamente relacionada com a variável índice de social disclosure é Setor, que para o período de 2005 a 2009, a um nível de significância de 1% não havia sido significativa. Esse resultado, corrobora com os resultados que foram apresentados na análise descritiva, da seção anterior, e também com as pesquisas de Baron (2001), Heal (2004) e Gonçalves (2011), onde empresas pertencentes aos setores de alto ou médio impacto no meio ambiente, conforme classificação proposta pela Lei 10.165/2000, são mais preocupadas em evidenciar suas informações de natureza socioambiental, com vistas a não apresentarem uma imagem

negativa para o usuário da informação, além, é claro, de buscarem, mais do que as outras, via projetos sociais, mitigar os efeitos negativos causados por suas operações (GONÇALVES, 2011).

Cabe destacar que, para este período analisado, a variável Cobertura dos analistas não foi significativa. Salienta-se também que, dentro da análise descritiva dos dados, na seção anterior, os anos de 2013 e 2014, que estão incluídos neste mesmo corte temporal, de fato, não apresentaram, entre as variáveis, resultados positivos tão latentes como nos anos anteriores.

Por fim, analisou-se o período total, de 2005 a 2014, e as variáveis explicam, aproximadamente, 25% do comportamento da variável dependente Índice de *Social Disclosure* (R^2 ajustado = 0,2530), uma queda com relação ao período estudado de forma segregada. Quanto a verificação da autocorrelação de resíduos, o teste de Durbin-Watson apresentou resultado de 1,8109, não indicando, portanto, indícios de correlação. Para a análise do período total, foi adicionada a variável convergência com o padrão de normas internacionais de contabilidade, ponto crucial de mudança nos relatórios e demonstrações contábeis já a partir de 2008, mas com impactos cada vez maiores a partir de 2010, prazo final para que as empresas abertas se adequassem aos novos padrões de Contabilidade nas demonstrações financeiras consolidadas.

Com relação ao nível de significância, constata-se que as variáveis independentes Tamanho, Fundos Socialmente Responsáveis, Cobertura dos analistas e Convergência foram significativas ao nível de significância de 1%, enquanto que Setor foi significativa ao nível de 5%.

Com exceção da variável Convergência, as demais apresentaram relação positiva com a variável índice de social disclosure, conforme esperado e resultados dos períodos 2005 a 2009 e 2010 a 2014, analisados separadamente. A variável convergência apresentou sinal negativo, indicando que a partir de 2010 houve uma redução no índice de evidenciação social. Uma hipótese para este resultado é que, com a mudança nos padrões contábeis, que afetam diretamente a apresentação dos relatórios econômico-financeiros, bem como a qualidade da informação contábil disponível em tais relatórios, as empresas estão empregando mais tempo e recursos nessa esfera, em detrimento de uma qualidade maior nos padrões de evidenciação apresentada nos relatórios sociais.

De certa forma, isso pode ajudar a explicar também o porquê dos resultados apresentados no quadro 7 tenderem a uma queda no nível de evidenciação social, com o

passar do tempo, mas principalmente a partir de 2009, onde o percentual de empresas da amostra classificadas com alto índice de *social disclosure* cai de 31,08% para 20,51%.

A expectativa inicial quanto a variável Endividamento, de que empresas mais alavancadas possuem maiores níveis de evidenciação social, em nenhum momento se confirmou, seguindo os resultados encontrados por Reverte (2008), Branco e Rodrigues (2008) e Gonçalves (2011).

De forma semelhante, dentro do modelo, a variável Internacionalização também não se apresentou significativa. Uma hipótese para este resultado encontrado é que, as práticas mais rebuscadas no tocante a evidenciação social, que gerou vantagem competitiva, outrora, para as empresas brasileiras listadas em bolsas internacionais, foram aos poucos sendo incorporadas também ao perfil das empresas brasileiras não listadas, contribuindo desta forma, para que não se houvesse diferença significativa no nível de *disclosure* entre empresas listadas e não listadas.

Cabe ressaltar que, analisando-se também todo o período, a variável Cobertura de analistas foi significativa dentro do modelo ao interferir positivamente no comportamento da variável índice de *social disclosure*, seguindo o exposto de que o papel verificado dos analistas é muito importante para melhorar a eficiência do mercado de capitais por meio da redução da assimetria informacional (BRENNAN; SUBRAHMANYAM, 1995; HEALY; HUNTTON; PALEPU, 1999; LAG; LUNDHOLM, 2000; BRENNAN; TAMAROWSKI, 2000; HEALY; PALEPU, 2001; IRVINE, 2003; ROULSTONE, 2003; MARTINEZ, 2004; LOUIS; ROBINSON, 2005; HOUSTON; LEV; TRUCKER, 2006; SILVA, 2006; MARTINEZ, 2009; REITER, 2012; LIMA, 2013) e comprovando a H₁ da pesquisa, que empresas com maior cobertura de analistas apresentam maiores níveis de evidenciação social.

5 CONCLUSÕES

O principal objetivo desta pesquisa acadêmica foi verificar se havia relação positiva entre a cobertura dos analistas de mercado e o nível de evidenciação social praticado pelas companhias abertas brasileiras, a partir do modelo proposto por Gonçalves (2011), que permitiu a mensuração do nível de evidenciação social e seus determinantes.

Os resultados encontrados para os níveis de evidenciação social apresentados pelas 86 empresas componentes da amostra, no geral, se apresentaram abaixo do esperado, haja vista que, o percentual de empresas, em 2005, classificadas como de alto grau de *disclosure* social era de 39,53%, e em 2014, 24,42%, número ainda superior se for comparado aos 22,09% classificadas, no mesmo ano, com “ruim” nível de *disclosure* social. Porém, este número, em 2005, era de apenas 11,63%. Com essas estatísticas, conclui-se que não houve uma tendência de melhora nos níveis de evidenciação no decorrer dos anos analisados, apesar da importância de uma informação mais qualificada para o usuário.

Quanto aos determinantes para um maior nível de *social disclosure*, verificou-se que as variáveis Setor, Tamanho e Fundos Socialmente Responsáveis foram significantes em todo período analisado; a variável Auditoria interferiu significativamente no primeiro período de seleção (2005–2009) e as variáveis Endividamento e Internacionalização não se apresentaram significativas em nenhum momento dentro do modelo, muito embora, dentro da análise descritiva dos dados, a variável Internacionalização tenha sido relevante ao se analisar as empresas que apresentaram os maiores níveis de evidenciação social.

Quanto a cobertura dos analistas de mercado, principal fonte de apreciação desta pesquisa, esta também se apresentou significativa quanto ao nível de *social disclosure* para as empresas desta amostra, durante todo o período estudado, não se podendo rejeitar, assim, a hipótese 1 da pesquisa, à medida que, tanto o *social disclosure* pode ser visto como um redutor da assimetria informacional, como o trabalho dos analistas de mercado interfere positivamente no nível das informações sociais apresentadas pelas empresas.

REFERÊNCIAS

AQUINO, Wagner de; SANTANA, Antônio Carlos de. **Evidenciação. Caderno de Estudos**, São Paulo: FIPECAFI, n. 5, jun. 1992.

ARBEL, A., Strebler, P., 1982. **The neglected and small firm effects.** *The Financial Review* 17, 201 – 218.

BALLOU, B., HEITGER, D. L., LANDES, C. E.; ADAMS, M.. **The future of corporate sustainability reporting a rapidly growing assurance opportunity.** *Journal of Accountancy*, 202, 65–74, 2006.

BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo.** Lisboa. Edição 70, 1977.

BAUER, M. Mercedes; NAIME, Roberto. **Estado da arte da evidenciação social e ambiental voluntária.** Revista de Administração, Contabilidade e Sustentabilidade, vol. 2, n.2, Ed. Especial Rio +20, Ago., p.39-60, 2012.

BEUREN, I. L., BOFF, M. L., HORN, J. E., HORN, M. A. **Adequação da evidenciação social das empresas de capital aberto no Relatório da Administração e Notas Explicativas às recomendações da NBC T 15.** Revista de Contabilidade e Organizações. FEA-USP, v. 4, n. 8, p. 47-68, jan-abr 2010.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BM&FBOVESPA). **Índices de sustentabilidade.** Disponível em: <www.bovespa.com.br>. Acesso em: 02 nov. 2016.

BRANCO, Manuel Castelo; RODRIGUES, Lúcia Lima. **Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by portuguese companies.** *Journal of Business Ethics*, vol. 83, 2008, p. 685-701.

BRENNAN, M.; SUBRAHMANYAN, A. **Investment analysis and price formation in securities markets.** *Journal of Financial Economics*, 1995 (38), p. 361 – 381.

BRENNAN, M.; TAMAROWSKI, C. **Investor relations, liquidity and stock prices.** *Journal of Applied Corporate Finance*, 2000, p. 4-12, 26-37.

CAMPBELL, David; MOORE, Geoff; SHRIVES, Philip. **Cross-sectional effects in community Disclosure.** *Accounting, Auditing and Accountability, Journal*, vol. 19, n.1, 2006, p. 96-114.

CAMPBELL, John L. **Why would corporations behave in socially responsible ways? An institutional theory of corporate social responsibility.** *Academy of management review*, vol. 32, n° 3, 2007, pp. 946-967.

CLARKSON, Peter M.; LI, Yue; Richardson, Gordon D.; VASVARI, Florin P. **Revisiting the relation between environmental performance and environmental disclosure: an empirical analysis.** *Accounting, Organizations and Society*, vol.33, 2008, p. 303-327.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 31 out. 2016.

COOPER, Stuart M.; OWEN, David L. **Corporate Social reporting and stakeholder accountability: The missing link.** *Accounting, Organizations and Society*, 32, 2007, p. 649-667.

CHUNG, K. H.; JO, H. **The impact of security analysts monitoring and marketing functions on the market value of firms.** *The Journal of Financial Quantative Analysis*, 31 (4), p. 19, 1996.

DALMÁCIO, F.Z.; PAULO, F. F. Magalhães de. **A evidenciação contábil: publicação de aspectos socioambientais e econômico-financeiros nas demonstrações contábeis.** Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2004.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; NIYAMA, J. K. **A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação.** In: ENANPAD, 28., 2004, Curitiba.

DYCK, A.; MORSE, A.; ZINGALES, L. **Who blows the whistle on corporate fraud? Unpublished working paper.** *University of Toronto*, Toronto, Canadá, 2006.

ELGERS, Pieter, MARY, H. Lo, PFEIFFER, Ray. **Delayed security price adjustments to financial analysts' forecasts of annual earnings.** *The Accounting Review*, 76, 613-632, 2001.

EPSTEIN, Marc J.; FREEDMAN, Martin. **Social Disclosure and the Individual Investor.** *Accounting, auditing and Accountability Journal*, Vol. 7 N. (4), pp. 94-109, 1994.

GONÇALVES, Rodrigo de Souza. **Social Disclosure e Custo de Capital Próprio em empresas brasileiras de capital aberto.** 2011.

HAMMOND, Kim; MILES, Samantha. **Assessing quality assessment of corporate social reporting: UK perspectives.** *Accounting Forum*, vol. 28, 2004, p. 61-79.

HEALY, Paul; PALEPU, K. G. **Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature.** *Journal of Accounting and Economics*. v. 31. 2001. p.405-440.

HEDBERG, C. J.; VON MALMBORG, F. **The global reporting initiative and corporate sustainability reporting in Swedish companies.** *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 10(3), 153–164. 2003.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. **Teoria da contabilidade.** São Paulo: Atlas, 1999.

HOLM, Claus; SCHOLER, Finn. **Reduction of asymmetric information through corporate governance mechanisms – the importance of ownership dispersion and exposure toward the international capital market.** *Corporate Governance: an international review*, vol. 18, n.1, jan., 2010, p. 32-47.

HOUSTON, Joel; LEV, Baruch; TRUCKER, Jennifer. **To Guide or not to Guide? Causes and consequences of stopping and subsequently resuming quarterly earnings guidance.**

Working Papers, University of Florida, 2006.

IOANNOU, Ioannis; SERAFEIM, George. **The impact of corporate social responsibility on investment recommendations**, 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2000.

JENSEN. M.; MECKELING, W. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360, 1976.

LIMA, G. A. S. F. de. **A relação do acompanhamento dos analistas com características de valuation das empresas brasileiras**. São Paulo, 2013, 103 p.

LOUIS, H; ROBINSON Dahlia. **Do manager credibly use accruals to signal private information? Evidence from the pricing of discretionary accruals around stock splits**. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (2), p. 361-380, June.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto**. Tese [Doutorado em Administração de Empresas]. São Paulo – Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, 2004.

MARTINEZ, Antônio Lopo. **Cobertura de analistas, Erros de Previsão e Earnings Management no Brasil**. In: ENANPAD, 33., 2009, São Paulo.

MARTINS, E.; IUDÍCIBUS, S.; GELBCKE, E. R.; SANTOS, A. **Manual da Contabilidade Societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC**. Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras – FIPECAFI. 2ª ed. São Paulo. Editora Atlas. 2013.

MEEK, Gary; ROBERTS, Clare; GRAY, Sid. **Factors influencing voluntarily annual report disclosure by U.S., U.K., and continental European multinational corporations**. *Journal of International Business Studies*, v. 26, p. 555-572, 1995.

MILANI FILHO, Marco Antônio Figueiredo. **Responsabilidade Social e Investimento Social Privados: entre o discurso e a evidenciação.** Revista de Contabilidade e Finanças, vol. 19, n. 47, maio/agosto, 2008, p.89-101.

MORAES, Eliene Aparecida de. **Ambiente regulatório e Evidenciação Social: uma análise das empresas brasileiras listadas na BM&FBovespa.** Brasília, DF. 2014.

MOURA, André A. F. de; NASCIMENTO, Fernando S. P. do; LUCA, Márcia M. M de. **Evidenciação voluntária de informações sociais por empresas de capital aberto sediadas nas regiões Norte, Nordeste, Centro-Oeste e Sudeste do Brasil: um estudo com base em indicadores de responsabilidade social corporativa da ONU.** Congresso Brasileiro de Custos. Belo Horizonte, MG, Brasil. Nov, 2010.

MURCIA, Fernando D. R.; SANTOS, Ariovaldo dos. **Fatores determinantes do nível do disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil.** Revista de Educação e Pesquisa em contabilidade, vol. 3, n.2, art. 4, mai-ago, 2009, p. 72-95.

MURCIA, Fernando D. R.; SOUZA, Flávia Cruz de. **Discretionary-based disclosure: the case of social and environmental reporting in Brazil.** In: 9º Congresso de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, 2009.

NIYAMA, Jorge K.; GOMES, Amaro L. O. **Contribuição ao aperfeiçoamento dos procedimentos de evidenciação contábil aplicáveis às demonstrações financeiras de bancos e instituições assemelhadas.** In: Congresso brasileiro de contabilidade, 15., 1996, Brasília.

PARSA, Sepideh; KOUHY, Reza. **Disclosure of social information by UK companies: a case of legitimacy theory.** September/2001.

PAULO, Edilson; LIMA, Iran Siqueira; LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **A influência da cobertura dos analistas financeiros sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras.** In: Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2006, São Paulo. 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 2006. v. 1.

PORTER; Michael E.; KRAEMER, Mark R. **The competitive advantage of corporate philanthropy.** *Harvard Business Review*, December, 2002.

RAMANATHAN, Kavasseri V. **Toward a theory of corporate social accounting.** *The Accounting Review*, Sarasota, v. 51, n. 3, p. 516-528, July, 1976.

REITER, Nayana. **Departamentos de Relações com investidores no Brasil: uma análise dos efeitos de suas estruturas e atividades.** Porto Alegre, RS. 2012.

RICHARDSON, Alan J.; WELKER, Michael. *Social Disclosure, Financial Disclosure and the cost capital of equity.* **Accounting Organizations and Society**, vol. 26, 2001, p. 597-616.

RODRIGUES, H. Simões. **Efeitos do acompanhamento de analistas e da dupla listagem sobre o disclosure voluntário durante o processo de convergência ao padrão IFRS no Brasil.** Vitória, ES, 2014.

ROVER, Suliani; Murcia, Fernando Dal-Ri. **Influência do Disclosure voluntário econômico e socioambiental no custo de capital próprio das empresas brasileiras.** In.: Encontro da Associação nacional dos programas de pós-graduação em contabilidade (ANPCONT), 4., 2010, Natal, RN.

SAIIA, David H.; CARROL, Archie B.; BUCHHOLTZ, Ann K. **Philanthropy as strategy: when corporate charity “Begins at home”.** *Business and society*, vol. 42, n.2, Jun, 2003, p. 169-201.

SCHIPPER, Katherine. **Commentary on analysts’ forecast.** *Accounting Horizons*, v. 3, p. 105-121, 1991.

SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

VANSTRAELEN, Ann; ZAZERSKI, Marilyn T.; ROBB, Sean W. G. **Corporate nonfinancial disclosure practices and financial analyst forecast ability across three European countries.** *Journal of Internacional Financial Management and Accounting*. P. 249-278, 2003.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia; VIANA, Aurelina Laurentina. **Evidenciação: forma e qualidade.** Revista Brasileira de Contabilidade, Brasília, ano 31, n. 134, p. 21-29, mar./abr. 2002.

VASCONCELOS, Camila; MIYASHIRO, Ivan; REIS, Denilson; PAULO Edilson. **A influência da cobertura das empresas de Rating sobre o gerenciamento de resultados das companhias abertas brasileiras.** Revista de Contabilidade e Organizações, v.3, n.2, p. 37-52, maio/agosto, 2008.

VELOSO, Letícia Helena Medeiros. **Ética, valores e cultura: especificidades do conceito de responsabilidade social corporativa.** In: ASHLEY, Patrícia Almeida (coord.). Ética e responsabilidade social nos negócios. 2. ed. São Paulo: Saraiva. 2006.

YU, Frank. **Analyst coverage and earnings management.** *Working Papers: University of Chicago*, 2005.

ZYLBERSZTAJN, Décio. **Organização ética: um ensaio sobre comportamento e estrutura das organizações.** RAC – Revista de Administração Contemporânea, v.6, n.2, 2001.

ANEXO A

Composição da Amostra de pesquisa

2014			
NÚMERO	EMPRESA	NÚMERO	EMPRESA
1	ALL AMERICA LATINA (RUMO ALL)	44	LOCALIZA
2	AMBEV SA	45	LOJAS AMERICANAS
3	ARTERIS SA (OHL BRASIL)	46	LOJAS RENNER
4	BANCO DO BRASIL	47	M.DIAS BRANCO IND. COM. DE ALIMENTOS SA
5	BANRISUL	48	MAGAZINE LUIZA
6	BM&FBOVESPA	49	MARCOPOLO
7	BR MALLS PARTICIPAÇÕES	50	MARFRIG GLOBAL FOODS
8	BR PROPERTIES SA	51	MILLS ESTRUTURAS
9	BRDESCO	52	MINERVA FOODS SA
10	BRASKEM	53	MMX MINERACAO
11	BRF SA	54	MRV ENGENHARIA
12	CCR SA	55	MULTIPLAN EMPREEND IMOBILIARIOS
13	CEMIG	56	MULTIPLUS
14	CESP	57	NATURA
15	CETIP SA	58	ODONTOPREV
16	CIA HERING	59	OI (TELEMAR)
17	CIELO SA	60	PAO DE AÇUCAR
18	COPEL	61	PDG REALTY
19	COSAN	62	PETRO RIO SA
20	CPFL ENERGIA	63	PETROBRÁS
21	CYRELA BRAZIL REALTY SA	64	PORTO SEGURO
22	DURATEX SA	65	PRUMO LOGISTICA SA
23	ECORODOVIAS	66	QGEP PARTICIPACOES SA
24	ELETRORÁS	67	QUALICORP
25	ELETROPAULO	68	RAIADROGASIL
26	EMBRAER	69	RANDON PARTICIPAÇÕES
27	ENERGIAS DO BRASIL	70	ROSSI RESIDENCIAL
28	ENGIE BRASIL ENERGIA SA (TRACTEBEL)	71	SABESP
29	EQUATORIAL ENERGIA	72	SANTANDER BRASIL
30	ESTACIO PARTICIPAÇÕES	73	SIDERURGICA NACIONAL
31	EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA	74	SMILES
32	EZTEC EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES	75	SOUZA CRUZ
33	FIBRIA CELULOSE	76	SUL AMERICA
34	GAFISA	77	SUZANO PAPEL CELULOSE
35	GERDAU	78	TAESA
36	GOL LINHAS AEREAS	79	TELEFONICA VIVO BRASIL
37	HYPERMARCAS SA	80	TIM PARTICIPAÇÕES S/A
38	IGUATEMI	81	TOTVS
39	ITAU UNIBANCO	82	ULTRAPAR

40	JBS	83	USIMINAS
41	KLABIN S/A	84	VALE SA
42	KROTON EDUCACIONAL	85	VALID SOLUÇÕES E SERVIÇOS
43	LIGHT SA	86	WEG SA

Fonte: *Bloomberg*®