

**IMPLICAÇÕES DA CONCENTRAÇÃO DE CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE O DISCLOSURE SOCIOAMBIENTAL: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO BRASIL**

**DANTE BAIARDO CAVALCANTE VIANA JUNIOR**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)  
dantebcviana@gmail.com

**VICENTE LIMA CRISÓSTOMO**  
UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ (UFC)  
vicentelc@gmail.com

# IMPLICAÇÕES DA CONCENTRAÇÃO DE CONTROLE ACIONÁRIO SOBRE O DISCLOSURE SOCIOAMBIENTAL: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO BRASIL

## 1. INTRODUÇÃO

As mudanças climáticas, os protocolos e as conferências ambientais realizadas a nível internacional e os acidentes ambientais foram fatores importantes para o acirramento da cobrança dos *stakeholders* à divulgação de informações de natureza social e ambiental por parte das empresas (Fernandes, 2013). Esta pressão de *stakeholders* pode ser um fator que tem contribuído para a adoção de práticas de responsabilidade socioambiental que podem ter reflexos na capacidade competitiva da empresa e/ou mesmo na busca de legitimidade no mercado, ocasionando a crescente divulgação de informações sobre responsabilidade socioambiental em distintos formatos de relatório (Fernandes, 2013; Barth, Cahan, Chen, & Venter, 2016; Viana Junior & Crisóstomo, 2016).

Diversos são os benefícios empresariais quando da adoção do *disclosure* de natureza socioambiental, como por exemplo, a redução do custo de capital (Gamerschlag, Moller, & Verbeeten, 2011), a melhoria da reputação corporativa (Cardoso, De Luca, & Gallon, 2014), a redução da incerteza do valor de mercado (Dhaliwal, Li, Tsang, & Yang, 2011). Marquezan, Seibert, Bartz, Barbosa e Alves (2015, p. 128) destacam que no Brasil, apesar das intensas alterações na legislação contábil ocorridas a partir da Lei nº 11.638/2007, as mudanças não chegaram ao ponto de obrigar quaisquer níveis de divulgação de cunho socioambiental, o que torna esta atividade de caráter discricionário por parte da empresa.

Dentre as diversas teorias existentes na literatura capazes de explicar a divulgação de natureza socioambiental, destacam-se a Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, & Phillips, 2002) – na qual, em linhas gerais, a divulgação seria fruto de pressões advindas dos diferentes grupos de interesse sobre as empresas – e a Teoria da Legitimidade (Suchman, 1995) – pautando-se na perspectiva de que as práticas de divulgação voluntária seriam motivadas pela busca da legitimidade por parte da empresa frente à sociedade. À luz destas teorias, estudos foram desenvolvidos na perspectiva de discutirem acerca dos possíveis fatores determinantes da divulgação de informações desta natureza por parte da empresa brasileira. Tais fatores podem estar relacionados com características econômico-financeiras da empresa (Marquezan *et al.*, 2015; Kansal, Joshi, & Batra, 2014; Zhang, 2015; Michelon, 2011; Abdullah, Percy, & Stewart, 2015), ou mesmo associados às variáveis relativas ao ambiente legal e institucional no qual as organizações estão inseridas (Delmas, Hoffmann, & Kuss, 2011; Rover, & Santos, 2014; Cunha, Frankenberger, Povia, & Silva, 2015). Nessa conjuntura, destaca-se a estrutura de propriedade das empresas – ainda pouco explorada em estudos dessa natureza – e sua relação com questões relacionadas ao nível de assimetria informacional entre os agentes, o que poderia interferir nas políticas de divulgação das firmas, inclusive relacionadas ao *disclosure* de natureza socioambiental.

Guedhami e Pittman (2006) pontuam que a transparência contábil pode ajudar a aliviar os conflitos de agência entre os investidores minoritários e os acionistas controladores. Dessa forma, na perspectiva de aliviar estes conflitos, o *disclosure* voluntário, inclusive o de caráter socioambiental, pode moderar os benefícios privados que os acionistas controladores detêm em detrimento dos demais acionistas, uma vez que uma maior divulgação poderia levar as empresas a se tornarem mais conhecidas por terceiros, beneficiando todas as classes de acionistas (Ball, Kothari, & Robin, 2000).

Assim, tendo em vista a relevância da temática do *disclosure* corporativo, em face da argumentação levantada, bem como de sua possível relação com a estrutura de propriedade das empresas, este estudo levantou como questão de pesquisa: Qual a relação entre o *disclosure* socioambiental e a concentração acionária das empresas? Dessa forma, adotou-se

como objetivo geral investigar a relação entre o *disclosure* socioambiental e a concentração de controle acionário das empresas brasileiras listadas na Brasil, Bolsa e Balcão – B3.

De natureza quantitativa, a pesquisa reuniu 252 empresas brasileiras listadas na B3, oriundas de 10 diferentes setores da economia no período 2010-2014, perfazendo um total de 1.252 observações anuais de empresas. Por meio de testes de diferenças de médias e estimação de modelos econométricos, os resultados sugerem que o uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a o *disclosure* socioambiental e a concentração de controle, reforçando argumentos levantados em estudos anteriores de que grandes acionistas parecem estar preocupados em evidenciar ao mercado informações desta natureza (Diez, Gago, & Garcia, 2012; Huafang, & Jianguo, 2007). Adicionalmente, pôde ainda inferir que a divulgação de informações sociais e ambientais das empresas é explicada por características econômico-financeiras da empresa, tais como o nível de rentabilidade assim como pelo fato de a empresa estar listada ou não no ISE e ter suas atividades consideradas pela atual legislação brasileira como potencialmente poluidoras.

Este estudo diferencia-se das demais pesquisas realizadas em torno da temática em pelos menos três aspectos. Primeiramente pela operacionalização da evidenciação socioambiental por meio de análise léxica, ainda pouco explorada em estudos no Brasil. Nesse sentido, cabe destacar que a aplicação de diversas técnicas de análise de conteúdo em estudos sobre a temática do *disclosure* socioambiental vem sendo questionada pela literatura (Abhayawansa, & Guthrie, 2012; Gamerschlag *et al.*, 2011), dentre outros motivos, pela subjetividade do pesquisador ao julgar sobre determinados aspectos do que se busca quantificar. Dessa forma, busca-se uma mitigação desses *gaps* pela operacionalização do *disclosure* por meio da análise léxica, com a busca de termos específicos relacionados às informações de natureza socioambiental.

O presente estudo também se viabiliza pelo abrangente período de análise (2010-2014) – compreendendo mais 1.250 observações ano-empresa provendo uma contribuição relativamente a outros trabalhos no Brasil que tendem a concentrar-se em períodos tempo mais curtos (Domenico *et al.*, 2015; Dhaliwal *et al.*, 2011; Marquezan *et al.*, 2015; Silva, Lima, Freitas, Silva Filho, & Lagioia, 2015; Rover, & Santos, 2014; Rover, Tomazzia, Murcia, & Borba, 2012; Batista, Cruz, & Bruni, 2016) que podem apresentar viés temporário. Por fim, ainda se pontue sobre a discussão aqui fomentada de variáveis ainda pouco utilizadas em estudos anteriores como possíveis determinantes da divulgação socioambiental voluntária, como é o caso da concentração acionária – ainda pouco discutida em estudos nacionais (Bezerra, Lustosa, Sales, & Fernandes, 2015; Almeida, Santos, Cabral, Santos, & Pessoa, 2016), se comparada à produção internacional sobre o tema, na qual a discussão está mais avançada (Barako, Hancock & Izan, 2006; Eng, & Mark, 2003; Razak, & Mustapha, 2013; Diez *et al.*, 2012; Huafang, & Jianguo, 2007).

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

### **2.1. *Disclosure* socioambiental e Concentração de Controle**

A Teoria da Agência delinea-se na perspectiva de explicar o conflito entre principal e agente como minimizar os respectivos custos de agência decorrentes destes (Jensen & Meckling, 1976). Neste contexto, a concentração de propriedade tem sido apontada como capaz de reduzir tais conflitos em função do poder de monitoração de executivos exercidos por grandes acionistas controladores (Hitt, Ireland & Hoskisson, 2008). Por outro lado, esta concentração também pode ser prejudicial para a empresa devido à possibilidade dos interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses de acionistas minoritários (Okimura, Silveira, & Rocha, 2007). Os conflitos de interesses entre acionistas majoritários e minoritários têm sido apontados como mais relevantes em mercados caracterizados pela alta concentração de propriedade, fazendo emergir o conflito de agência

principal-principal – acionista majoritário *versus* acionista minoritário, conforme tem documentado a literatura (Brandão, & Crisóstomo, 2015; Shleifer, & Vishny, 1997; Morck, Wolfenzon, & Yeung, 2005).

Assim, a concentração da propriedade parece exercer um duplo efeito sobre os problemas de agência, ora atuando como forma de monitoramento sobre a gestão, ora acentuando conflitos de interesse entre minoritários e majoritários. Nessa discussão, La Porta, Silanes, Sheifer e Vishny (2000) e Bruton, Filatotchev, Chahine e Wright (2010) pontuam ser a origem legal dos países um dos fatores determinantes para explicar tais inconsistências, dada, entre outros fatores, as divergências do *enforcement* da legislação na perspectiva de proteção aos investidores externos (La Porta *et al.*, 2000). Nesse sentido, Carmo, Ribeiro e Carvalho (2011) ressaltam que o ponto principal das pesquisas que analisam os sistemas jurídicos dos países tem utilizado a divisão tradicional dos sistemas jurídicos em *Common Law* e *Civil Law*.

Considerando os problemas de agência no Brasil no que tange à concentração de propriedade como sinal crítico dos embates entre acionistas majoritários e minoritários, dado o sistema *Civil Law* característico do país, Bruton *et al.* (2010) entendem ser possível supor uma preocupação dos minoritários acerca da estrutura de propriedade, dado que a expropriação dos pequenos investidores em países de origem *Civil Law* aconteceria com mais facilidade – quando em comparação com países de origem *Common Law* – dado o baixo *enforcement* da legislação no sentido de proteger os pequenos investidores, conforme tem destacado a literatura (Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2008; La Porta *et al.*, 2000; Shleifer, & Wolfenzon, 2002).

Nessa esteira, dadas as inerentes questões relativas à assimetria informacional entre acionistas minoritários e majoritários, destaque-se o papel do processo contábil no que diz respeito ao fornecimento de informações relevantes, transparentes e úteis, sobre a situação econômico-financeira da empresa por meio de demonstrações e relatórios contábeis periodicamente. Dessa forma, por consequência, a Contabilidade auxilia na redução da assimetria informacional entre gestores e investidores, e, em países com de menor *enforcement*, ajudaria a reduzir a disparidade de informações entre acionistas controladores e minoritários e/ou credores (Bezerra *et al.*, 2015).

Assim, o processo contábil ocorreria por meio da detecção dos fatos econômicos, mensuração destes e consequente divulgação. No que tange de forma mais específica à divulgação, ou *disclosure*, como amplamente difundido na literatura científica, Hendriksen e Van Breda (1999, p. 512) definem a divulgação, em seu sentido mais amplo, como “veiculação de informação”. Nesse sentido, o principal objetivo do *disclosure* consiste em possibilitar que os *stakeholders* tenham condição de analisar a capacidade financeira da empresa.

Mais recentemente, dado o interesse crescente por parte da sociedade em geral por questões de natureza social e ambiental, estudos apontam que a partir da década de 1990, as empresas passaram a ser pressionadas a evidenciar seu compromisso com o meio ambiente e questões sociais e informar sobre as atividades empreendidas nesta matéria, visando evitar as “externalidades” advindas da produção industrial (Tannuri & Van Bellen, 2014). Nesse contexto, discute-se o *disclosure* de informações socioambientais pelas empresas. Por *disclosure* socioambiental, entende-se como a prestação de informações tanto de natureza pública quanto privada, financeira e não financeira, assim como quantitativa e não quantitativa, em relação à gestão das questões de cunho social e ambiental das organizações (Burgwal, & Viera, 2014; Viana Junior, 2016).

No Brasil, apesar das recentes alterações na legislação contábil ocorridas a partir da Lei nº 11.638/2007, as empresas, em geral, ainda não são obrigadas a divulgar informações de natureza social e ambiental (Viana Junior, & Crisóstomo, 2016; Marquezan *et al.*, 2015),

sendo, portanto, a adoção do *disclosure* socioambiental, uma iniciativa de caráter voluntário por parte das firmas.

Diante das relações existentes entre a estrutura de propriedade das firmas e os níveis de assimetria informacional entre os agentes, assim como do potencial do *disclosure* voluntário como solução para o alívio da assimetria de informação – seja entre principal-agente (Jensen & Meckling, 1976) ou entre principal-principal (Shleifer & Vishny, 1997). Relevantes estudos internacionais apontam uma influência da concentração da propriedade sobre o nível de *disclosure* das firmas (Barako *et al.*, 2006; Diez *et al.*, 2012; Eng, & Mark, 2003; Huafang & Jianguo, 2007; Razak & Mustapha, 2013). No entanto, os resultados destes estudos são contraditórios, apresentando a concentração de propriedade tanto como tendo impacto positivo (Barako *et al.*, 2006; Eng, & Mark, 2003; Razak, & Mustapha, 2013) quanto com impacto negativo (Diez *et al.*, 2012; Huafang, & Jianguo, 2007) sobre o *disclosure* voluntário.

Guedhami e Pittman (2006) reforçam o exposto ao pontuarem que a transparência contábil pode ajudar a aliviar os conflitos de agência entre os investidores minoritários e os acionistas controladores. Dessa forma, na perspectiva de aliviar estes conflitos, o *disclosure* voluntário, inclusive o de caráter socioambiental, pode moderar os benefícios privados que os acionistas controladores detêm em detrimento dos demais acionistas, uma vez que uma maior divulgação poderia levar as empresas a se tornarem mais conhecidas por terceiros, beneficiando todas as classes de acionistas (Ball, Kothari, & Robin, 2000).

## 2.2. Hipótese

A literatura tem sugerido que mais baixos níveis de concentração de propriedade contribuem para um melhor *disclosure* em função da mais elevada pressão por melhor transparência da gestão por parte de um maior número de acionistas (Esa & Zahari, 2016). De fato, estudos empíricos realizados em países de regime *Common Law* apontam uma correlação negativa da concentração da propriedade sobre o *disclosure* voluntário, como no Quênia (Barako *et al.*, 2006), Singapura (Eng & Mark, 2003) e Malásia (Razak & Mustapha, 2013).

Por outro lado, em países de origem *Civil Law*, como é o caso do Brasil, a evidência parece ir no sentido oposto e tem-se detectado uma correlação positiva entre concentração de propriedade e as ações de responsabilidade e social e preocupação com sustentabilidade das empresas como na Espanha (Diez *et al.*, 2012), China (Huafang & Jianguo, 2007) e mesmo no Brasil (Crisóstomo e Freire, 2015). Em tais mercados, nos quais o poder de pressão de acionistas minoritários é bem reduzido, a explicação desta mais elevada preocupação social e respectivo *disclosure* pode estar associada a uma possível preocupação que os grandes acionistas teriam relativamente a imagem e reputação da empresa, muitas vezes associadas à de seus controladores que detêm parcela significativa do poder de voto. Nesse contexto, as práticas de responsabilidade social corporativa funcionariam como mitigadoras de eventual má reputação, como elemento que contribuiria para legitimação das atividades da empresa, e até mesmo como instrumento de tentativa de redução de assimetria informativa com o mercado, argumentos estes que sustentam a hipótese que:

*Hipótese: O nível de disclosure socioambiental da empresa brasileira é influenciado positivamente pela concentração de propriedade.*

Ainda em relação aos possíveis determinantes da divulgação de informações socioambientais por parte da empresa brasileira, há argumentos sugerindo que o potencial de agressão ambiental das atividades da empresa tem reflexo sobre o nível de *disclosure* de cunho ambiental. A argumentação é que o mais alto nível de possíveis danos socioambientais

das atividades corporativas eleva a exigência do conjunto de *stakeholders* por uma postura mais responsável da empresa no sentido de prevenir sinistros ambientais. Isto torna os *stakeholders* mais exigentes quanto às análises da organização levando-se em consideração as diferentes percepções e expectativas sobre estes setores. Esta mais elevada exigência dos *stakeholders* pressiona a empresa a adotar medidas efetivas de responsabilidade social e ambiental o que ocasiona mais elevados níveis de evidenciação por parte de companhias de setores ambientalmente mais sensíveis (Frost & Wilmshurst, 2000). De fato, achados de estudos em distintos mercados tem sinalizado que empresas de setores tidos como mais agressivos ao meio ambiente implementam estratégias ambientais proativas para cumprir as normas ambientais e as divulgam, como também seus resultados, o que eleva o grau de *disclosure* (Albertini, 2013). Resultados neste sentido têm sido documentados na Malásia (Said, Zainuddin, & Haron, 2009), Reino Unido (Gray, Javad, Power, & Sinclair, 2001), Alemanha (Delmas *et al.*, 2011), Estados Unidos (Kolk, Walhain, & Wateringen, 2001) e Canadá (Bewle & Li, 2000).

No caso brasileiro é oportuno comentar-se sobre a Política Brasileira de Meio Ambiental (PBMA), instituída originalmente pela Lei nº 6.938/1981, e mais recentemente alterada pela Lei nº 10.165/2000, que institui a Taxa de Controle e Fiscalização Ambiental (TCFA), classificando as atividades de determinados setores econômicos como de baixo, médio e alto impacto ambiental. Em linhas gerais, empresas tidas como mais ambientalmente agressivas ao meio ambiente terão mais elevadas TCFAs. Dessa forma, relevantes estudos recentemente supõem que as empresas classificadas como potencialmente mais poluidoras, de acordo com a PBMA, iriam ter mais motivação para trabalharem com RSC (Delmas *et al.*, 2011), inclusive incorrendo em mais gastos com atividades de natureza socioambiental (Crisóstomo, Souza, & Parente; 2012), o que poderia aumentar seus níveis de *disclosure* de cunho socioambiental (Rover, & Santos, 2014; Viana Junior, & Crisóstomo, 2016).

Sob um outro enfoque, seguindo uma tendência mundial de se criar ferramentas que evidenciem o esforço das companhias em desenvolverem atividades de sustentabilidade, há o desenvolvimento de índices internacionais, como o Dow Jones Sustainability Index – DJSI (lançado em meados de 1999); e o FTSEGood criado da parceria entre a Bolsa de Londres e o Financial Times. No mesmo sentido, a BM&FBovespa criou, em 2005, o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), que tem como um dos objetivos estimular a inserção de práticas sustentáveis nas empresas (Rufino, Mazer, Machado, & Cavalcante, 2014). No que tange à participação ou não das empresas no ISE, Rover e Santos (2014, p. 25) comentam ser possível esperar-se que companhias listadas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBovespa tenham níveis superiores de *disclosure* socioambiental que empresas não listadas neste índice, “pois o índice é uma ferramenta para análise da performance das companhias abertas brasileiras sob o ponto de vista de comprometimento com a sustentabilidade”. Nessa direção, ao analisar as práticas de *disclosure* voluntário de ações sustentáveis das empresas da BM&FBovespa no período de 2010-2012, Silva (2016) apresenta resultados de influência positiva e significativa da participação no ISE sobre a evidenciação ambiental voluntária das empresas, sobre a ideia que a carteira teórica do ISE integra, via de regra, companhias comprometidas com a responsabilidade social bem como com a sustentabilidade ambiental, podendo contribuir para a atribuição de uma maior *accountability* no que tange à evidenciação da relação da empresa com o meio ambiente. Cunha *et al.* (2015) atentam ainda para o fato de as empresas participantes da seleção para a carteira ISE devem atender a critérios baseados no conceito do *triple bottom line* – que envolvem aspectos sociais, ambientais e econômicos de forma integrada –, além de serem questionadas pela BM&FBovepsa periodicamente quanto à publicação ou não de seus relatórios socioambientais.

Ainda em se tratando de possíveis fatores explicativos para o nível de *disclosure* socioambiental das empresas, a literatura tem documentado que a rentabilidade e o tamanho das empresas têm influência positiva sobre o grau de evidenciação de informações desta natureza. Acerca da rentabilidade, Crisóstomo e Oliveira (2016) supõem, pautados na Teoria dos *Stakeholders* (Freeman, & Phillips, 2002), haver um ciclo virtuoso entre a RSC e o desempenho da empresa, na perspectiva de que as ações de RSC são capazes de criar valor para a empresa, pois a sociedade tem uma sensibilidade positiva para esse tipo de ação corporativa. Achados de relevantes estudos nacionais alinham a tais argumentos, demonstrando uma influência positiva e significativa da rentabilidade sobre a evidenciação de informações de natureza social e ambiental das empresas (Marquezan *et al.*, 2015; Kansal *et al.*, 2014; Zhang, 2015; Michelon, 2011). Nessa discussão, seria possível também supor-se uma relação positiva entre o tamanho e o *disclosure* socioambiental das firmas, pautando-se na suposição de ganhos de economia de escala nas grandes empresas, sugerindo que estas apresentam mais capacidade de publicar informações a um custo menor (Abdullah *et al.*, 2015).

### 3. METODOLOGIA

#### 3.1. Amostra

O estudo reuniu uma amostra de 252 companhias listadas na B3 pertencentes a 10 diferentes segmentos econômicos, conforme classificação proposta pelo *North American Industry Classification System* (NAICS) e pela Economática. O período de análise foi 2010 a 2014, perfazendo um total de 1.252 observações ano/empresa. A Tabela 1 apresenta a distribuição das observações distribuídas ao longo do período de análise (2010-2014) por segmento econômico.

**Tabela 1 – Divisão da amostra por setor econômico**

<b>SETOR DE ATUAÇÃO</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>TOTAL</b>	<b>%</b>
Construção e Transporte	28	28	28	28	28	<b>140</b>	<b>11,18</b>
Serviços Administrativos	20	20	21	20	19	<b>100</b>	<b>7,99</b>
Energia, Gás e Água	42	43	43	43	42	<b>213</b>	<b>17,01</b>
Financeiro	26	26	25	26	25	<b>128</b>	<b>10,22</b>
Tabaco e Bebidas	10	10	10	10	10	<b>50</b>	<b>3,99</b>
Mineração e Química	24	24	24	24	24	<b>120</b>	<b>9,58</b>
Petróleo e Gás	15	15	15	15	15	<b>75</b>	<b>5,99</b>
Têxtil, Vestuário e Calçado	22	22	22	22	22	<b>110</b>	<b>8,79</b>
Papel e Celulose	7	7	7	7	7	<b>35</b>	<b>2,80</b>
Outros	56	57	56	56	56	<b>281</b>	<b>22,44</b>
<b>TOTAL</b>	<b>250</b>	<b>252</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	<b>248</b>	<b>1.252</b>	<b>100</b>

A Tabela 2 retrata a amostra segregando-se as empresas pelo nível de impacto ambiental de suas atividades, conforme estabelecido pela atual Política Brasileira do Meio Ambiente por meio da Lei nº 10.165/2000, aglutinando as observações como sendo de Baixo Impacto, Médio Impacto, Alto Impacto e Sem Impacto, sendo este último grupo constituído por empresas pertencentes a segmentos não considerados como ambientalmente impactantes pela Lei 10.165/2000.

**Tabela 2 – Divisão da amostra por setor de impacto de acordo com a Lei nº 10.165/2000**

IMPACTO AMBIENTAL	2010	2011	2012	2013	2014	TOTAL	%
Sem Impacto	115	116	115	115	113	574	45,85
Baixo Impacto	2	2	2	2	2	10	0,80
Médio Impacto	99	100	100	100	99	498	39,78
Alto Impacto	34	34	34	34	34	170	13,58
<b>TOTAL</b>	<b>250</b>	<b>252</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	<b>248</b>	<b>1.252</b>	<b>100</b>

### 3.2. Variáveis e modelo

Mensurou-se o índice de *disclosure* socioambiental da empresa por meio de análise léxica, por meio da busca e quantificação de 75 palavras-chaves e expressões relacionadas à divulgação socioambiental nas Demonstrações Financeiras Anuais Completa (DFACs) das empresas – documento de divulgação obrigatória por parte das companhias registradas na Comissão de Valores Mobiliários do Brasil, conforme Instruções CVM nº 358/02, 480/09 e 481/09, contendo o relatório da administração, as demonstrações financeiras, notas explicativas, declaração da diretoria, parecer da auditoria, dentre outros itens.

Alotaibi (2016) discute que uma das decisões mais importantes que precisam ser feitas durante a análise léxica é a definição das unidades de análise, uma vez que várias unidades de medida podem ser utilizadas, como por exemplo, a contagem no documento de palavras, frases, linhas, páginas, % de páginas ou mesmo uma combinação destas vislumbrando-se compensar as limitações e benefícios de cada método. Gamerschlag *et al.* (2011) esclarecem que a operacionalização do *disclosure* por meio da busca de termos específicos suaviza a subjetividade presente em diversos estudos que se utilizam da análise de conteúdo, dado que, nestes estudos, cabe ao pesquisador o julgamento sobre determinados aspectos do que se busca quantificar, como, por exemplo, se determinada expressão relativa ao *disclosure* deveria ser classificada como positiva ou negativa (Viana Junior, & Crisóstomo, 2016). Abhayawansa e Guthrie (2012), Gamerschlag *et al.* (2011) e Huang, Zang e Zheng (2014) comentam ainda que este tipo de metodologia fornece resultados concretos em pesquisas de relatórios corporativos, permitindo que o pesquisador avalie a extensão da divulgação de vários itens - especialmente porque em muitas situações as informações de natureza socioambiental são fornecidas principalmente de forma qualitativa.

A seleção das palavras referentes à divulgação socioambiental pautou-se nas diretrizes de divulgação do Global Reporting Initiative (GRI) e em estudos anteriores que utilizaram metodologia semelhante para mensuração do *disclosure* (Gamerschlag *et al.*, 2011; Marquezan *et al.*, 2015). O Figura 1 contempla as palavras e expressões pesquisadas nas DFACs das firmas relativas ao *disclosure* socioambiental. A busca e quantificação das palavras e expressões foi realizada com o auxílio do *software* FineCount, de uso profissional para tabulação e estratificação de diversos fatores em análises de conteúdo (caracteres, espaços, palavras, linhas, páginas, repetições, etc.).

**Figura 1 – Palavras-chave e expressões utilizadas para o cálculo do índice de *disclosure* socioambiental**

Absenteísmo	Derramamento(s)	Energia alternativa	Lixo tóxico	Resíduo(s)
Auditoria Ambiental	Desenvolvimento profissional	Energia Sustentável	Meio Ambiental	Responsabilidade do produto
Biodiversidade	Desenvolvimento sustentável	Fauna	Meio Ambiente	Reutilização
Campanha(s) de saúde	Direitos humanos	Flora	Oportunidades Iguais	Reutilizar
Comunicação Interna	Ecologia	Floresta	Ozônio	Risco Ambiental

Comunidade(s)	Ecológico	Fome	Passivo Ambiental	Saúde do cliente
Convenção(es) coletiva(s)	Educação	Gestão Ambiental	Plano de cargos e salários	Saúde ocupacional
Conservação Ambiental	Educação ambiental	Impacto Ambiental	Política(s) pública(s)	Satisfação no trabalho
Corrupção	Efeito Estufa	Incentivo(s) salarial(is)	Projeto(s) Social(is)	Segurança do cliente
Creche(s)	Efluente(s)	ISO 14001	Poluição	Socioambiental
Crédito de Carbono	Emissão de Gás	ISO 26000	Reciclagem	Sustentabilidade
CO2	Emissão tóxica	Know-how	Recursos humanos	Trabalho forçado
Cultura	Emprego(s)	Lazer	Recursos naturais	Trabalho infantil
Custo Ambiental	Energia Eficiente	Liberdade de associação	Recrutamento(s)	Treinamento(s)
Dano Ambiental	Energia Renovável	Limpo	Reflorestamento(s)	Vazamento

Após a quantificação das palavras e expressões buscadas nas DFACs das firmas, procedeu-se ao cálculo do índice de *disclosure* socioambiental (ISOCAMB) por meio da razão entre o número de palavras e expressões totais encontradas e o número de páginas do documento, conforme Equação 1.

$$ISOCAMB = \frac{(Número\ total\ de\ palavras\ ambientais\ e\ sociais\ pesquisadas)}{(Número\ de\ páginas\ do\ documentos)} \quad (1)$$

Fundamentando-se em estudos anteriores (Caixe, & Krauter, 2013, Crisóstomo, & Pinheiro, 2016, Crisóstomo, & Freire, 2015, Li et al., 2015; Farooq, & Zaroauli, 2016), a concentração de controle das empresas foi tratada como variável independente, aproximada pelo percentual de ações com direito a voto nas mãos do principal acionista com voto, dos dois principais e dos três principais somados estimando-se um modelo para cada uma destas variáveis de concentração de propriedade.

Na perspectiva de melhorar o ajuste do modelo e, dessa forma, dar mais robustez às estimações, foram selecionadas ainda, conforme fundamentação teórica proposta na seção anterior, variáveis de controle, a saber: (i) classificação das empresas como potencialmente poluidoras; (ii) participação das empresas no Índice de Sustentabilidade Empresas (ISE) da B3; (iii) rentabilidade e (iv) tamanho.

O modelo econométrico relativo aos efeitos gerais da concentração de controle sobre o *disclosure* socioambiental pode ser visualizado conforme Equação 2:

$$ISOCAMB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CONC_{i,t} + \beta_2 D\_10165_{i,t} + \beta_3 D\_ISE_{i,t} + \beta_4 RENT_{i,t} + \beta_5 TAM_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

Onde:

ISOCAMB = índice de *disclosure* socioambiental;

CONC = concentração de controle acionário;

D\_10165 = variável *dummy* que apresenta valor 1 caso a empresa pertença a alguns dos setores potencialmente poluidores, conforme classificação proposta pela Política Brasileira do Meio Ambiente, e 0, caso contrário;

D\_ISE<sub>i,t</sub> = variável *dummy* que apresenta valor 1 caso a empresa *i* faça parte da carteira teórica do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da B3 no ano *t* e 0, caso contrário;

RENT = rentabilidade, operacionalizada pelo Lucro Líquido dividido pelo Ativo Total (*Return on Assets*);

TAM = tamanho da empresa, representado pelo logaritmo neperiano do Ativo Total da companhia;

$\varepsilon$  = erro do modelo.

### 3.3. Procedimentos Estatísticos

Procedeu-se a elaboração de uma sequência de estatísticas descritivas das variáveis do modelo vislumbrando-se uma visão geral dos dados, segregando-se as análises por setor de impacto ambiental (Baixo Impacto, Médio Impacto, Alto Impacto e Sem Impacto), conforme Lei nº 10.165/2000, assim como pertencentes ou não ao ISE. Procedeu-se ainda à realização de testes paramétricos e não-paramétricos de diferenças de médias, entre as empresas listadas e não no ISE, assim como empresas potencialmente poluidoras e não. A utilização de testes paramétricos e não paramétricos provê mais robustez às análises.

Por fim, a partir das variáveis retrocitadas, procedeu-se ao modelo de regressão linear múltipla, estimando os coeficientes por meio de Mínimos Quadrados Ordinários, conforme Equação 2. Para realização dos testes, foram utilizados os *softwares Statistical Package for Social Science* (SPSS), versão 21.0, e *Data Analysis and Statistical Software* (STATA), versão 14.0.

## 4. RESULTADOS

A Tabela 3 apresenta estatística descritiva das variáveis da concentração de propriedade e das variáveis de controle – tamanho e rentabilidade. Constata-se uma elevada concentração de propriedade das empresas, apresentando maior acionista com voto (CONC1), em média, 44,19% das ações ordinárias da empresa. Esta proporção eleva-se a até 62,68% ao considerar-se os três maiores acionistas (CONC3). Estes resultados estão em consonância com anteriores que detectam a alta concentração de propriedade da empresa brasileira (Crisóstomo, & Freire, 2015; Caixe, & Krauter, 2013; Okimura *et al.*, 2007). É possível ainda sinalizar-se uma elevada dispersão da variável ROA, com coeficiente de variação de aproximadamente 10,49.

**Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis do modelo**

Variável	N	Média	Desvio	CV	Mediana	Mínimo	Máximo
ISOCAMB	1.252	0,1266	0,1334	1,0534	0,0835	0,0000	1,0118
CONC1	1.252	0,4419	0,2610	0,5907	0,3694	1,0000	0,0014
CONC2	1.252	0,5691	0,2483	0,4363	0,5504	1,0000	0,0014
CONC3	1.252	0,6318	0,2350	0,3719	0,6268	1,0000	0,0014
ROA	1.252	0,0157	0,1644	10,4919	0,0305	0,9309	-1,9474
TAM	1.252	13,6132	2,2992	0,1689	13,8602	20,1488	2,9444

**Notas:** ISOCAMB = *disclosure* socioambiental. CONC = soma de capital votante nas mãos do primeiro 1º, dos dois maiores e dos três maiores acionistas. ROA = Retorno dos ativos. TAM = Logaritmo natural do Ativo total.

A Tabela 4 apresenta testes paramétricos (*t* de Student) e não-paramétricos (*u* de Mann Whitney) de diferenças de médias de atributos da empresa entre companhias listadas e não listadas no ISE, assim como de empresas com e sem potencial de impacto ambiental, conforme a Política Brasileira de Meio Ambiente.

**Tabela 4 – Testes paramétricos e não-paramétricos de diferença de médias**

	Presente no ISE?				Com impacto Ambiental?			
	SIM	NÃO	t-test (p-value)	u-test (p-value)	SIM	NÃO	t-test (p-value)	u-test (p-value)
N	129	1.123	-	-	678	574	-	-
ISOCAMB	0,2213	0,1157	0,000	0,000	0,1556	0,0923	0,000	0,000
CONC1	0,3289	0,4549	0,000	0,000	0,4551	0,4263	0,053	0,002
CONC2	0,4515	0,5826	0,000	0,000	0,5900	0,5444	0,001	0,002
CONC3	0,5012	0,6468	0,000	0,000	0,6558	0,6034	0,000	0,002
ROA	0,0523	0,0115	0,000	0,000	0,0139	0,0177	0,683	0,458
TAM	16,2736	13,3076	0,000	0,000	13,6671	13,5495	0,370	1,000

**Notas:** ISOCAMB = *disclosure* socioambiental. CONC = soma de capital votante nas mãos do primeiro 1º, dos dois maiores e dos três maiores acionistas. ROA = Retorno dos ativos. TAM = Logaritmo natural do Ativo total.

Pode-se observar que as empresas listadas no ISE, de fato, apresentam médias superiores de *disclosure* socioambiental (ISOCAMB) do que as demais. Os resultados são robustos a testes paramétricos e não paramétricos. O mesmo ocorre para as companhias cujas atividades são consideradas como potencialmente poluidoras, que apresentam níveis mais elevados de divulgação de informações socioambientais em seus relatórios financeiros quando comparadas as firmas tidas como não poluidoras. Dessa forma, os resultados aqui apresentados corroboram com os achados estudos anteriores realizados em torno da temática (Cunha *et al.*, 2015; Rover, & Santos, 2014; Silva, 2016; Viana Junior, & Crisóstomo, 2016), permitindo-se supor uma maior preocupação das empresas listadas no ISE, assim como das empresas classificadas como potencialmente poluidoras, com a divulgação de informações socioambientais para o mercado.

Faz-se oportuno ainda destacar-se, com base na Tabela 4, que as empresas listadas no ISE apresentaram, em média, rentabilidade superior à das demais. Crisóstomo e Oliveira (2016) e Rufino *et al.* (2014) atentam ao fato de as exigências do ISE também pautar-se em aspectos econômico-financeiros, não apenas de caráter ambiental, o que exige das empresas listadas nesta carteira teórica níveis superiores de desempenho econômico.

A Tabela 5 apresenta a análise de correlação das variáveis dos modelos. Como pode ser observado, constata-se uma correlação positiva e significativa entre o *disclosure* socioambiental (ISOCAMB) e as três variáveis utilizadas como *proxy* da concentração de propriedade das empresas (CONC 1, 2 e 3). Dessa forma, parece que as empresas de capital mais concentrado apresentam, de fato, níveis superiores de *disclosure* de natureza social e ambiental, conforme encontrado também em pesquisas anteriores (Diez *et al.*, 2012; Huafang, & Jianguo, 2007).

**Tabela 5 – Matriz de correlação das variáveis do modelo**

	ISOCAMB	CONC1	CONC2	CONC3	ROA	TAM
<b>ISOCAMB</b>	1,0000					
	-					
<b>CONC1</b>	0,0672 (0,0173)	1,0000				
		-				
<b>CONC2</b>	0,0702 (0,0130)	0,9319 (0,0000)	1,0000			
			-			
<b>CONC3</b>	0,0517 (0,0676)	0,8663 (0,0000)	0,9738 (0,0000)	1,0000		
				-		
<b>ROA</b>	0,0680 (0,0161)	-0,0898 (0,0015)	-0,0879 (0,0019)	-0,1028 (0,0003)	1,0000	
					-	
<b>TAM</b>	0,1422 (0,0000)	-0,2102 (0,0000)	-0,2394 (0,0000)	-0,2547 (0,0000)	0,2602 (0,0000)	1,0000
						-

**Notas:** ISOCAMB = *disclosure* socioambiental. CONC = soma de capital votante nas mãos do primeiro 1º, dos dois maiores e dos três maiores acionistas. ROA = Retorno dos ativos. TAM = Logaritmo natural do Ativo total. Os coeficientes de correlação e os *p-values* (entre parênteses) são exibidos.

A Tabela 6 apresenta as estimações dos modelos *disclosure* socioambiental (ISOCAMB). Conforme proposto, a concentração de ações ordinárias afeta positivamente o *disclosure* de cunho socioambiental da empresa. Os resultados são consistentes nos modelos estimados com diferentes medidas de concentração acionária, a partir da soma das ações com direito a voto nas mãos dos três principais acionistas (CONC1, CONC2 e CONC3). Estes resultados dão suporte ao argumento de que grandes acionistas controladores das empresas brasileiras parecem considerar a questão do *disclosure* socioambiental relevante. Esta atenção a esta divulgação pode estar motivada pela preocupação com a melhoria da imagem e reputação da empresa como também com legitimação de atividades da empresa. No caso de muito elevada concentração, a imagem da empresa está muito associada à de seus acionistas controladores o que é um fator motivador importante.

**Tabela 6 – Estimação de modelos referentes ao *Disclosure* Socioambiental**

Variáveis	(i)	(ii)	(iii)
CONC1	0,0361***		
CONC2		0,0339**	
CONC3			0,0267*
ROA	0,0420**	0,0414**	0,0413**
TAM	0,0010	0,0011	0,0008
D_10165	0,0228*	0,0234**	0,0242**
D_ISE	0,0570***	0,0569***	0,0564***
D_SEC1	-0,0378***	-0,0386***	-0,0389***
D_SEC2	-0,0135	-0,0131	-0,0121
D_SEC3	0,0602***	0,0592***	0,0608***
D_SEC4	0,0233**	0,0240**	0,0255**
D_SEC5	0,0850**	0,0836**	0,0830**
D_SEC6	0,0000	-0,0013	-0,0025
D_SEC7	0,0305	0,0293*	0,0289
D_SEC8	-0,0286*	-0,0295**	-0,0306**
D_SEC9	0,2255***	0,2236***	0,2227***
Y_2010	0,0062	0,0062	0,0065
Y_2011	0,0098	0,0099	0,0100
Y_2012	-0,0019	-0,0018	-0,0017
Y_2013	0,0038	0,0039	0,0039
_contante	0,0576**	0,0539*	0,0589**
N	1.252	1.252	1.252
F (18, 1233)	17,68	17,61	17,60
Prob > F	0,0000	0,0000	0,0000
R <sup>2</sup>	0,2267	0,2258	0,2244
Root MSE	0,1181	0,1182	0,1183

**Notas:** A variável dependente é o *disclosure* socioambiental (ISOCAMB). CONC = soma de capital votante nas mãos do primeiro 1º, dos dois maiores e dos três maiores acionistas. ROA = Retorno dos ativos. TAM = Logaritmo natural do Ativo Total. D\_10165 = 1 para empresas classificadas como potencialmente poluidoras, 0 caso contrário. D\_ISE = 1 empresas listadas no ISE, 0 caso contrário. D\_SEC1 = 1 empresas do setor de Construção e Transporte, 0 caso contrário. D\_SEC2 = 1 empresas do setor de Serviço Administrativo, 0 caso contrário; D\_SEC3 = 1 empresas do setor de Energia, Gás e Água, 0 caso contrário; D\_SEC4 = 1 empresas do setor Financeiro, 0 caso contrário; D\_SEC5 = 1 empresas do setor de Tabaco e Bebidas, 0 caso contrário; D\_SEC6 = 1 empresas do setor Mineração e Químico, 0 caso contrário; D\_SEC7 = 1 empresas do setor de Petróleo e Gás, 0 caso contrário; D\_SEC8 = 1 empresas do setor de Têxtil, Vestuário e Calçado, 0 caso contrário; D\_SEC9 = 1 empresas do setor de Papel e Celulose, 0 caso contrário. Modelos estimados por mínimos quadrados ordinários. Coeficientes estimados e desvios padrões robustos à heteroscedasticidade referentes à estimação do modelo da equação. \*\*\*, \*\* e \* denotam a significância estatística dos coeficientes em 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Os resultados apresentados neste estudo acerca da influência positiva da concentração acionária sobre o *disclosure* socioambiental da empresa brasileira, alinha-se aos achados de relevantes estudos realizados em outros países de origem *Code Law*, como na Espanha e China (Diez *et al.*, 2012; Huafang, & Jianguo, 2007), e contradiz os resultados de pesquisas que investigaram o *disclosure* voluntário de países com sistema jurídico *Common Law*, como no Quênia, Singapura e Malásia (Barako *et al.*, 2006; Eng, & Mark, 2003; Razak, & Mustapha, 2013). Dessa forma, reforça-se a ideia de que em países de origem *Code Law*, como no Brasil, a concentração acionária tenderia a elevar a assimetria de informação entre os acionistas majoritários e minoritários (La Porta *et al.*, 2000), fazendo com os acionistas detentores de grandes lotes de ações com direito a voto divulguem mais informações de natureza voluntária, como no caso do *disclosure* socioambiental no Brasil, na perspectiva de atenuar o desequilíbrio informacional e, assim, reduzir os custos de agência (Jensen & Meckling, 1976) ou mesmo manter sua reputação frente ao mercado (Crisóstomo & Freire, 2015). Dessa forma, uma possível influência da concentração da propriedade sobre o *disclosure* voluntário, que apresenta-se com resultados contraditórios na literatura, ora atuando com efeito positivo sobre o nível de evidenciação das firmas, e ora com efeito negativo, poderia ser explicada, mesmo que em parte, pelo ambiente institucional dos quais as firmas estão situadas – sendo, na discussão ora apresentada, a questão do sistema jurisdicional do país, que conforme pontuado por La Porta *et al.* (2000), é capaz de influenciar nas relações de agência, dada as diferentes noções de assimetria informacional entre os dois sistemas legais.

Nesse sentido, ainda é possível destacar-se, conforme Tabela 6, uma influência positiva da participação das empresas no ISE (D\_ISE) assim como da classificação das empresas como potencialmente poluidoras (D\_10165), conforme Política Brasileira do Meio Ambiente por meio da Lei nº 10.165/2000, sobre o *disclosure* socioambiental. Em sintonia com os argumentos utilizados para fundamentar as hipóteses levantadas neste estudo, conjectura-se, à luz da Teoria dos *Stakeholders* (Freeman & Phillips, 2002), que a participação das empresas no ISE surte nos *stakeholders* a ideia de uma maior preocupação da empresa por questões relacionadas à aspectos de responsabilidade social corporativa, ocasionando uma maior pressão por parte dos usuários na cobrança de evidenciação por informações de natureza social e ambiental. Os resultados de importantes estudos nacionais corroboram com o exposto (Crisóstomo, & Oliveira, 2016; Cunha *et al.*, 2015; Rover, & Santos, 2014; Rufino *et al.*, 2014; Silva, 2016). No mesmo sentido, o maior grau de divulgação socioambiental por parte das empresas classificadas pela legislação brasileira como mais ambientalmente poluidoras pode ser reflexo de um eventual efeito regulatório (*enforcement*) devido ao fato das empresas serem classificadas explicitamente em determinada categoria de impacto ambiental no Brasil (Viana Junior & Crisóstomo, 2016). Fundamentações teóricas e resultados empíricos semelhantes podem ser encontrados nos estudos de Albertini (2013), Delmas *et al.* (2011) e Crisóstomo *et al.* (2012).

## 5. CONCLUSÕES

O presente estudo investigou a relação entre o *disclosure* socioambiental e a concentração de controle acionário da empresa brasileira. Os resultados indicam que, no geral, as empresas com maiores níveis de concentração acionária são mais propensas a divulgarem voluntariamente informações de cunho socioambiental. Adicionalmente constatou-se ainda que as empresas mais rentáveis, que participam do ISE e que são classificadas pela Política Nacional do Meio Ambiente (Lei nº 10.165/2000) divulgam mais informações de natureza social e ambiental do que aquelas que não os são.

A influência positiva do controle acionário sobre o nível de *disclosure* voluntário da empresa brasileira reforça a ideia de que grandes acionistas estão preocupados em divulgar ao

mercado informações desta natureza em relatórios financeiros. A despeito da não exigência legal por esse tipo de divulgação, bem como dos custos associados a este tipo de prática, acionistas detentores de grandes lotes de ações com direito a voto parecem estar preocupados com sua reputação e imagem no mercado – sendo o *disclosure* um meio de garantirem sua legitimidade em resposta às pressões advindas de um grupo de *stakeholders* cada vez mais interessados em informações desta natureza. Somado ao exposto, conjectura-se ainda que devido aos custos de agência advindos do desequilíbrio informacional entre acionistas majoritários e minoritários, o *disclosure* poderia funcionar como um atenuador destes custos.

No que diz respeito às análises adicionais propostas, a superior divulgação de informações socioambientais por parte das empresas que participam da carteira teórica do ISE, bem como das empresas classificadas pela Política Brasileira de Meio Ambiental (PBMA) como potencialmente poluidoras, alinha-se às fundamentações teóricas de que o ambiente institucional e legal pode servir de motivador para a definição das políticas de *disclosure* por parte das companhias. Sob essa perspectiva, é possível supor que as partes interessadas cobrem das empresas listadas no ISE – dado a temática da sustentabilidade proposta pelo índice –, assim como das empresas classificadas pela legislação como potencialmente poluidoras, maiores níveis de divulgação destas informações.

Os achados desta pesquisa sugerem que, de fato, há atributos da empresa brasileira que interferem no seu grau de *disclosure* socioambiental voluntário com amparo em distintos enfoques teóricos. Consideramos que estes resultados contribuem para a literatura sobre divulgação de informação sobre ação socioambiental que tem caráter de divulgação voluntária, mas encontra-se em crescimento no Brasil e internacionalmente.

## REFERÊNCIAS

- Abdullah, W. A. W., Percy, M., & Stewart, J. (2015). Determinants of voluntary corporate governance disclosure: evidence from Islamic banks in the Southeast Asian and the Gulf Cooperation Council regions. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11(3), 262-279.
- Abhayawansa, S. and Guthrie, J. (2012). Intellectual capital information and stock recommendations: impression management? *Journal of Intellectual Capital*, 13(3), 398-415.
- Albertini, E. (2013). Does environmental management improve financial performance? A meta-analytical review. *Organization & Environment*, 26(4), 431-457.
- Almeida, T. A., Santos, L. M. F., Cabral, A. C. A., Santos, S. M., & Pessoa, M. N. M. (2016). Estrutura de propriedade e *disclosure* econômico e socioambiental nas maiores empresas do Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 9(4), 362-379.
- Alotaibi, K. O. (2016). Determinants and consequences of CSR disclosure quantity and quality: evidence from Saudi Arabia. Tese de Doutorado em Contabilidade da Plymouth University. Plymouth, UK. Disponível em <<https://pearl.plymouth.ac.uk/bitstream/handle/10026.1/5332/2016Alotaibi10416096PhD.d..pdf?sequence=1>>. Recuperado em 18 janeiro 2017.
- Ball, R., Kothari, S. P., & Robin, A. (2000). The Effect of Institutional Factors on Properties of Accounting Earnings: International Evidence. *Journal of Accounting & Economics*, 29(1), 1–52.
- Barako, D. G., Hancock, P., & Izan, H. Y. (2006). Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. *Corporate Governance: An International Review*, 14(2), 107-125.
- Barth, M. E., Cahan, S. F., Chen, L., & Venter, E. R. (2016). The economic consequences associated with Integrated Report quality: early evidence from a mandatory setting. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=2699409>>. Recuperado em 10 jul 2017.

- Batista, A. B., Cruz, N. V. S., & Bruni, A. L. (2016). Fatores determinantes do nível de divulgação ambiental nas maiores transnacionais brasileiras. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 14(3), 140-161.
- Bezerra, P. C. S., Lustosa, P. R. B., Sales, I. C. H., & Fernandes, B. V. R. (2015). Estrutura de propriedade, conselho de administração e *disclosure* voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 25-46.
- Bruton, G. D., Filatotchev, I., Chahine, S., & Wright, M. (2010). Governance, ownership structure, and performance of IPO firms: The impact of different types of private equity investors and institutional environments. *Strategic Management Journal*, 31(5), 491-509.
- Burgwal, D. V., & Vieira, R. J. O. (2014). Environmental disclosure determinants in Dutch listed companies. *Revista Contabilidade e Finanças*, 25(64), 60-78.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2013). A influência da estrutura de propriedade e controle sobre o valor de mercado corporativo no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(62), 142-153.
- Carmo, C. H. S., Ribeiro, A. M., & Carvalho, L. N. G. (2011). Convergência de fato ou de direito? A influência do sistema jurídico na aceitação das normas internacionais para pequenas e médias empresas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 22(57), 242-262.
- Crisóstomo, V. L., & Pinheiro, B. G. (2015). Estrutura de capital e concentração de propriedade da empresa brasileira. *Revista de Finanças Aplicadas*, 4(1), 1-30.
- Crisóstomo, V. L., & Oliveira, M. R. (2016). Uma Análise dos Determinantes da Responsabilidade Social das Empresas Brasileiras. *Brazilian Business Review*, 13(4), 75-97.
- Crisóstomo, V. L., Souza, J. L., & Parente, P. H. N. (2012). Possível efeito regulatório na responsabilidade socioambiental da empresa brasileira em função da Lei nº10.165/2000. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 6(3), 157-170.
- Crisóstomo, V. L., & Freire, F. S. (2015). The influence of ownership concentration on firm resource allocations to employee relations, external social actions, and environmental action. *Review of Business Management*, 17(55), 987-1006.
- Cunha, J. G. M. C., Frankenberger, F., Povoá, A., & da Silva, W. V. (2015). Disclosure socioambiental e o impacto no custo de capital. *Revista ADMpg Gestão Estratégica, Ponta Grossa*, 8(2), 55-63.
- Delmas, M., Hoffmann, V. H., & Kuss, M. (2011). Under the tip of the iceberg: Absorptive capacity, environmental strategy, and competitive advantage. *Business & Society*, 50(1), 116-154.
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100.
- Diez, J. L. G., Gago, R. F., & Garcia, L. C. (2011). Propriedad y control en la práctica de la RSC. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 15(1), 1-11.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430-465.
- Domenico, D. D., Magro, C. B. D., Mazzioni, S., Preis, M. B., & Klann, R. C. (2015). Determinantes do nível de *disclosure* nos relatórios de sustentabilidade em conformidade com o Global Reporting Initiative. *Revista Gestão & Sustentabilidade Ambiental*, 4(2), 4-30.
- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Esa, E., Zahari, A. R. (2016). Corporate social responsibility: ownership structures, board characteristics and the mediating role of board compensation. *Procedia Economics and Finance*, 35(1), 35-43.

- Farooq, O., & Zarouali, I. (2016). Financial centers and ownership concentration: When is ownership concentration value relevant? Evidence from an emerging market. *Research in International Business and Finance*, 38(3), 236-245.
- Fernandes, S. M. (2013). Fatores que influenciam o *disclosure* ambiental: um estudo nas empresas brasileiras no período de 2006 a 2010. *Revista Ambiente Contábil*, 5(2), 250–267.
- Freeman, R. E., & Phillips, R. A. (2002). Stakeholder Theory: a libertarian defense. *Business Ethics Quarterly*, 12(3), 331-349.
- Gamerschlag, R., Möller, K., & Verbeeten, F. (2011). Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5(2-3), 233-262.
- Gray, R., Javad, M., Power, D. M., & Sinclair, C. D. (2001). Social and environmental disclosure and corporate characteristics: A research note and extension. *Journal of Business finance & accounting*, 28(3), 327-356.
- Guedhami, O., & Pittman, J. A. (2006). Ownership concentration in privatized firms: The role of disclosure standards, auditor choice, and auditing infrastructure. *Journal of Accounting Research*, 44(5), 889-929.
- Hendriksen, E. S.; Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Hitt, M. A., Ireland, R. D., & Hoskisson, R. (2008). *Administração estratégica*. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning.
- Huafang, X., & Jianguo, Y. (2007). Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. *Managerial Auditing Journal*, 22(6), 604-619.
- Huang, A. H., Zang, A. Y., & Zheng, R. (2014). Evidence on the Information Content of Text in Analyst Reports. *The Accounting Review*, 89(6), 2151-2180.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of Firm: Managerial Behavior, agency costs and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 11-25.
- Kansal, M., Joshi, M., & Batra, G. S. (2014). Determinants of corporate social responsibility disclosures: Evidence from India. *Advances in Accounting*, 30(1), 217-229.
- Kolk, A., Walhain, S., & Van de Wateringen, S. (2001). Environmental reporting by the Fortune Global 250: exploring the influence of nationality and sector. *Business Strategy and the Environment*, 10(1), 15-28.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1), 3-27.
- Lei n. 10.165, de 27 de dezembro de 2000 (2000). Altera a Lei no 6.938, de 31 de agosto de 1981, que dispõe sobre a Política Nacional do Meio Ambiente, seus fins e mecanismos de formulação e aplicação, e dá outras providências. Recuperado em 12 dezembro, 2016, de [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L10165.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L10165.htm).
- Marquezan, L. H. F., Seibert, R. M., Bartz, D., Barbosa, M. A. G., & Alves, T. W. (2015). Análise dos determinantes do disclosure verde em relatórios anuais de empresas listadas na BM&FBovespa. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 18(1), 127-150.
- Michelon, G. (2011). Sustainability disclosure and reputation: A comparative study. *Corporate Reputation Review*, 14(2), 79-96.
- Morck, R., Wolfenzon, D., & Yeung, B. (2005). Corporate Governance, Economic Entrenchment, and Growth. *Journal of Economic Literature*, 43(3), 655-720.
- Okimura, R. T., Silveira, A. D. M. D., & Rocha, K. C. (2007). Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 1(1), 119-135.
- Razak, S. E. A., & Mustapha, M. (2013). Corporate social responsibility disclosures and board structure: Evidence from Malaysia. *Jurnal Teknologi*, 64(3), 73-80.

- Rover, S., & Santos, A. (2014). Revisitando os determinantes do disclosure voluntário socioambiental no Brasil: em busca de robustez na mensuração da variável socioambiental. *Contabilometria*, 1(2), 15-35.
- Rover, S., Tomazzia, E. C., Murcia, F. D., & Borba, J. A. (2012). Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, 47(2), 217-230.
- Rufino, M. A., Mazer, L. P., Machado, M. R., & Cavalcante, P. R. N. (2014). Sustentabilidade e performance dos indicadores de rentabilidade e lucratividade: um estudo comparativo entre os bancos integrantes e não integrantes do ISE da BM&FBovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 6(1), 1-18.
- Said, R., Hj Zainuddin, Y., & Haron, H. (2009). The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. *Social Responsibility Journal*, 5(2), 212-226.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Shleifer, A., & Wolfenzon, D. (2002). Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, 66(1), 3-27.
- Silva, G. R. (2016). A relação entre *disclosure* voluntário de ações sustentáveis e gerenciamento de resultados: um estudo empírico nas companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. *Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade*, 4(16), 108-124.
- Silva, M. N., Lima, J. A. S. O., Freitas, M. A. L., Silva Filho, L. L., & Lagioia, U. C. T. (2015). Determinantes do *disclosure* ambiental nos relatórios de empresas listadas na Bovespa. *Revista Ambiente Contábil*, 7(2), 1-15
- Suchman, M. (1995). Managing legitimacy: strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, 20(3), 571-601.
- Tannuri, G., & Van Bellen, H. M. (2014). Indicadores de desempenho ambiental evidenciados nos relatórios de sustentabilidade: uma análise à luz de atributos de qualidade. *Revista de Gestão Social e Ambiental*, 8(1), 2-19.
- Viana Junior, D. B. C. (2016). Disclosure socioambiental via redes sociais: um estudo nas empresas listadas no Ibrx-100 da BM&FBovespa. *Revista de Gestão Ambiental e Sustentabilidade*, 5(2), 19-33.
- Viana Junior, D. B. C., & Crisóstomo, V. L. (2016). Nível de disclosure ambiental das empresas pertencentes aos setores potencialmente agressivos ao meio ambiente. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 19(2), 254-273.
- Zhang, J. (2015). Voluntary information disclosure on social media. *Decision Support Systems*, 73(3), 28-36.