

Fatores que Explicam a Divulgação Voluntária das 100 Empresas com Ações Mais Negociadas na BM&FBOVESPA

Factors that Explain the Voluntary Disclosure of 100 Firms with More Negotiated Shares at BM&FBOVESPA

Maria Audenôra Rufino

Mestranda do Programa Multiinstitucional e Interregional de Pós-graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN.

Rua Maria Alves de Rocha – Aeroclub, João Pessoa – PB, 58.036-865.
maryaudenora@hotmail.com

Paulo Aguiar do Monte

Doutor em Economia pela UFPE.

Professor do Programa Multiinstitucional e Interregional de Pós-graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN.

Dpto. de Economia - UFPB. Jardim Cidade Universitária, João Pessoa – PB, 58.059-900.
pauloaguiardomonte@gmail.com

Resumo

A evidenciação das empresas pode assumir duas perspectivas, a divulgação obrigatória e voluntária. Normalmente, a evidenciação obrigatória imprime um padrão de divulgação, mas quando se trata de divulgação voluntária, essa envolve a natureza endógena da empresa e que, portanto, depende do julgamento dos gestores pela divulgação ou não de determinado item. Sendo assim, este estudo analisou os fatores determinantes do nível de divulgação de informação voluntária das empresas, tendo como base de cálculo a adaptação da métrica de Murcia e Santos (2009). As informações foram obtidas através das Demonstrações Financeiras Padronizadas publicadas no *site* da BM&FBOVESPA, relativas ao exercício findo em 2012. Fundamentando-se pela Teoria da Divulgação Voluntária construíram-se sete hipóteses que foram testadas através do modelo de regressão linear múltipla, tendo como variável a ser explicada o Índice de Divulgação Voluntária (IDV) e como variáveis explicativas a Rentabilidade (ROE), Sustentabilidade (ISE), Tamanho (TAM), Endividamento (END), Concentração Acionária (CON), Internacionalização (INT) e Empresas Regulamentadas (REG). Os resultados apontam que a rentabilidade, o tamanho das empresas e a sustentabilidade são fatores determinantes da divulgação voluntária, sendo portanto, positivamente significativas nos modelos estimados. Consequentemente, concluiu-se que quatro das hipóteses testadas não possuem comprovação empírica, são elas: endividamento, concentração acionária, internacionalização e empresas regulamentadas.

Palavras-chave: Divulgação Voluntária. Negociabilidade. Determinantes da Divulgação.

Abstract

The disclosure of companies can take two perspectives, mandatory and voluntary disclosure. Normally, mandatory disclosure prints a standard disclosure, but when it comes to voluntary disclosure, this involves the endogenous nature of the company and, therefore, depends on the judgment of managers by disclosure or not determined item. Thus, this study examined the

Artigo publicado anteriormente nos Anais do VIII Congresso ANPCONT em 2014.

Artigo submetido em 30 de setembro de 2014 e aceito em 18 de dezembro de 2014 pelo Editor Marcelo Alvaro da Silva Macedo, após *double blind review*.

determinants of the level of voluntary disclosure of corporate information, and the basis for calculating the adaptation of the metric Murcia and Santos (2009). The information was obtained through the Standardized Financial Statements published on website the BM&FBOVESPA relating to period ended in 2012. Building upon the Theory of Voluntary Disclosure were constructed seven hypotheses were tested using the multiple linear regression model, with the variable to be explained the Voluntary Disclosure Index (IDV) and the explanatory variables as Profitability (ROE), Sustainability (ISE), Size (TAM), Debt (END), Ownership Concentration (CON), Internationalization (INT) and Regulated Firms (REG). The results show that profitability, firm size and sustainability are determinants of voluntary disclosure and are therefore positively significant in the estimated models. Consequently, it was concluded that four of the tested hypotheses have no empirical support, they are: debt, ownership concentration, internationalization and regulated firms.

Keywords: Voluntary Disclosure. Negotiability. Determinants of Disclosure.

1. Introdução

O objetivo da contabilidade é prover informação útil para a tomada de decisão, independentemente se a divulgação tem previsão normativa (divulgação obrigatória) ou são informações adicionais (divulgação voluntária ou discricionária). As regras da divulgação obrigatória garantem a igualdade de acesso a informações básicas, mas essas informações precisam ser complementadas por informações voluntárias (HO; WONG, 2001). A informação voluntária é entendida como sendo toda e qualquer informação econômica, financeira ou operacional, que não é explicitamente requerida pelas normas que regulam a elaboração dos relatórios financeiros, não tendo caráter obrigatório, e cujo objetivo é acrescentar valor à referida informação obrigatória aos investidores (OLIVEIRA; LOPES; CUNHA, 2008).

A voluntariedade de divulgação são mecanismos auto indutivo de divulgação que se verifica quando as dinâmicas entre empresas e investidores forçam as empresas a divulgarem as informações (DANTAS *et al.*, 2005). Sendo assim, a informação contábil desempenha um papel fundamental na administração do conflito de interesses e na redução da assimetria informacional existente entre gestores e investidores (CUNHA; RIBEIRO, 2008).

As discricionariedades das empresas ajudam a reduzir as incertezas sobre a real situação econômica, financeira ou operacional, aumentando a transparência de assuntos corporativos para os investidores e outras partes interessadas. Todavia, é notório que o comportamento da divulgação voluntária não é homogêneo dado que algumas empresas optam por divulgar uma gama maior de informações nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's).

É com base neste contexto que este artigo se propõe a abordar os determinantes da divulgação voluntária das empresas via Demonstrações Financeiras Padronizadas, publicadas no *site* da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA) no período de 2012.

Para justificar a motivação que uma empresa tem para divulgar informações que não são obrigatórias, Verrecchia (2001) desenvolveu uma estrutura teórica com o propósito de ajudar a ampliar as pesquisas acerca do tema. No modelo teórico, o autor defende três formas de evidenciação: divulgação baseada em associação, eficiência e julgamento. Desses três formatos, a divulgação baseada em julgamento é o que apresenta argumentos mais consistentes na busca por explicar a motivação e as razões econômicas para uma empresa divulgar informações voluntárias. Nota-se que as empresas têm divulgado de forma crescente uma quantidade maior de informações voluntárias nos relatórios financeiros padronizados, impulsionadas, principalmente, pela cobrança dos investidores por informações sobrejacentes

as exigidas por normatização. Além do que, existe um consenso entre os pesquisadores de que a divulgação corporativa é fundamental para o eficiente funcionamento do sistema. No entanto, dado que nem todas as empresas se engajam em tais divulgações voluntárias, buscar-se-á analisar quais os fatores que determinam o nível de divulgação voluntária das empresas com ações mais negociadas na BM&FBOVESPA. A escolha pelas empresas mais negociadas deve-se ao fato dos usuários do mercado de capitais serem os principais consumidores das informações divulgadas voluntariamente pelas organizações.

A divulgação voluntária é importante para reduzir a assimetria informacional entre o agente principal e o investidor, impulsionado pela dinâmica entre empresas e investidores (DANTES *et al.*, 2005). Assim, o entendimento sobre os fatores determinantes do processo de divulgação de informações voluntárias pode vir a contribuir para o desenvolvimento de um equilibrado, coerente e aceitável conjunto de requisitos de divulgação obrigatória que atenda as necessidades informacionais dos investidores.

Além desta seção introdutória, o artigo contém mais cinco seções. A seção seguinte aborda a Teoria da Divulgação Voluntária. A seção 3 discorre sobre a formulação das hipóteses, enquanto a seção 4 refere-se aos procedimentos metodológicos. A seção 5 é responsável pela análise dos resultados enquanto a última seção destina-se a conclusão do estudo.

2. Teoria da Divulgação Voluntária

A divulgação voluntária de informações, de acordo com Verrecchia (2001), pode ser baseada em associação (*association-based disclosure*), eficiência (*discretionary-based disclosure*) ou julgamento (*efficiency-based disclosure*). A divulgação baseada em associação examina os efeitos da divulgação sobre as ações cumulativas dos indivíduos enquanto agentes investidores no momento da divulgação. Por sua vez, a divulgação baseada em eficiência discute as modalidades preferidas de divulgação na ausência de conhecimento prévio da informação, ou seja, as preferências incondicionais. E, por último, a divulgação baseada em julgamento analisa a discricionariedade das informações que os gestores praticam no que se refere às decisões de divulgação. Ainda sobre esta última, o processo de evidenciação passa a ser tratado como um fato endógeno, então as pesquisas questionam os motivos da divulgação ou não de determinada informação, ou seja, assumem que a administração pode optar entre divulgar ou não divulgar.

No processo de divulgação, a abordagem da teoria dos jogos pode ser utilizada para descrever evidenciação voluntária das empresas. Segundo Salotti e Yamamoto (2005), os jogos são caracterizados por um conjunto de regras que definem quais são os jogadores, as suas ações possíveis e o conjunto de informações disponíveis para cada jogador. Da forma como as regras do jogo estão dispostas podem existir algumas possibilidades de resultados e os jogadores irão tomar decisão de modo racional com o propósito de maximizar seus resultados. É, nesse contexto, que Dey (2001) afirma que a Teoria da Divulgação Voluntária é um caso especial da teoria dos jogos com a premissa central de que qualquer entidade opta por fazer a divulgação de informações que lhe é favorável.

Sobre o ambiente da divulgação financeira, para Salotti e Yamamoto (2005), enquanto uma quantidade considerável de divulgação financeira é obrigatória (informações trimestrais, relatórios anuais, balanços, demonstração de resultados), os gerentes podem ter informações adicionais cuja divulgação não é obrigatória, embora seja útil para avaliar a perspectiva futura da empresa. Conseqüentemente, surge a questão sobre em quais circunstâncias um gerente divulgará ou não a informação.

Algumas pesquisas questionaram os motivos da divulgação ou não de determinada informação (Wang, O e Caiborne, 2008; Braga, Oliveira e Salotti, 2009; Hossain e Hammami, Fatores que Explicam a Divulgação Voluntária das 100 Empresas com Ações Mais Negociadas na...

2009; Murcia e Santos, 2009). O estudo de Braga, Oliveira e Salotti (2009) fundamenta-se na Teoria da Divulgação Voluntária para avaliar empiricamente a influência de determinadas variáveis sobre o nível de divulgação ambiental nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras analisando sete hipóteses: tamanho, desempenho, endividamento, riqueza criada, natureza da atividade, controle acionário e governança corporativa. Os resultados mostram que as variáveis tamanho, riqueza criada e natureza da atividade exercem influência direta e significativa sobre o nível de divulgação ambiental. Wang, O e Claiborne (2008), por sua vez, examinaram empiricamente os determinantes da divulgação voluntária nos relatórios anuais das empresas públicas chinesas, e se existia associação entre o custo de capital de terceiros e a divulgação voluntária. Os autores observaram que o nível de divulgação voluntária está positivamente relacionado à proporção de participação estatal, a propriedade estrangeira, ao retorno sobre o patrimônio líquido e reputação dos auditores da empresa.

Hossain e Hammami (2009) analisaram os determinantes da divulgação voluntária dos relatórios anuais de 25 empresas listadas no Mercado de Valores Mobiliários de Doha no Qatar. Os resultados encontrados indicam que a idade, o tamanho, a complexidade e os ativos são significativos, mas a rentabilidade é insignificante para explicar o nível de divulgação voluntária. Por fim, Murcia e Santos (2009) verificaram os determinantes da divulgação voluntária em 100 empresas não-financeiras, no exercício de 2007. Os autores corroboram a existência de significância estatística nas variáveis tamanho, setor, internacionalização e governança corporativa, enquanto as variáveis, endividamento, rentabilidade, auditoria, controle acionário e emissão de ações se mostraram insignificantes na determinação da divulgação voluntária.

3. Formulação das Hipóteses

Para analisar quais os fatores determinantes da divulgação voluntária de informações nas empresas, com ações mais negociadas na BM&FBOVESPA, foram construídas sete hipóteses. Inicialmente, procurou-se testar se o nível de rentabilidade apresentado pelas empresas é um possível fator determinante da divulgação de informações voluntária. Segundo Salotti e Yamamoto (2008), uma empresa com ótimas perspectivas financeiras tem um incentivo maior para divulgar detalhadamente sua situação financeira, pois se acredita que os custos relacionados a essa divulgação são compensados pelos benefícios dado que a não divulgação dessas informações induz o mercado a interpretar que as perspectivas financeiras são ruins.

Ainda nesse entendimento, divulgar informações voluntárias pode ser coerente com a perspectiva da teoria da sinalização. De acordo com Dantas *et al.* (2005), quando o desempenho é favorável, as companhias deverão sinalizar suas qualidades aos investidores. Os mesmos autores acrescentam que quando a rentabilidade da empresa for superior à média do setor, os gestores serão mais motivados a divulgarem uma quantidade maior de informações sobre a situação financeira aos acionistas e investidores. Wang, O e Claiborne (2008) confirmaram empiricamente esse posicionamento ao encontrar significância estatística entre a divulgação voluntária e o retorno sobre o patrimônio líquido das empresas públicas chinesas.

Neste contexto, a *proxy* utilizada para operacionalizar a hipótese de que a rentabilidade é um fator determinante da divulgação de informações voluntária foi o indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido de 2012, derivado da relação entre o Lucro Líquido e o Patrimônio Líquido, ambos do período de 2012. Essa *proxy* também foi utilizada por Eng e Mark (2003) para medir a rentabilidade das empresas.

Hipótese 1: as empresas com maior nível de rentabilidade possuem estatisticamente maior nível de divulgação de informações voluntárias do que as empresas com menor nível de rentabilidade.

As empresas com interesse por práticas sustentáveis têm crescido no contexto econômico. Em geral, tais empresas apresentam um perfil com um padrão de divulgação que se estendem as dimensões sociais, ambientais e econômico-financeiras. A pesquisa de Nascimento *et al.* (2009), nas demonstrações financeiras padronizadas e nos relatórios administrativos das empresas do setor de carnes e derivativos, no período de 2007 e 2008, concluiu que as empresas participantes do ISE apresentaram maior nível de evidenciação. Nesse mesmo contexto, Rover *et al.* (2012) verificaram se a sustentabilidade, através da *proxy* ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial), é fator determinante para a divulgação voluntária ambiental. Os resultados encontrados mostram que as empresas pertencentes à carteira teórica do ISE têm um nível maior de divulgação voluntária ambiental. Então, a segunda hipótese a ser testada, busca verificar esse mesmo comportamento de divulgação voluntária, no entanto, acerca do ambiente de negócio, estratégia operacional, aspectos estratégicos, informações financeiras, índices financeiros e governança corporativa.

Baseado nestas citações, testou-se a variável sustentabilidade utilizando uma variável binária, com o valor 1, caso a empresa pertencesse à carteira teórica do ISE, e o valor igual a 0, caso a empresa não pertencesse para formular a segunda hipótese do artigo.

Hipótese 2: as empresas integrantes da carteira teórica do ISE no ano base 2012/2013 possuem maior nível de divulgação de informações voluntárias do que as empresas que não são integrantes da carteira teórica do ISE.

As grandes empresas possuem uma exposição pública maior que as empresas menores, tendo, portanto, maior incentivo para divulgar informações de natureza voluntária e, assim, atender aos anseios de informações das partes interessadas. Nessa perspectiva, as grandes empresas têm maior assimetria de informações entre gestores e acionistas e, portanto, maiores custos de agência decorrentes dessa assimetria. Logo, a divulgação voluntária seria utilizada como mecanismo para reduzir o conflito entre o agente e o principal, conforme a teoria da agência (DEBRERECY; GRAY; RAHMAN, 2002).

Outra razão para as grandes empresas divulgarem mais informações voluntárias repousa nos custos associados ao processo de divulgação. Nos argumentos de Jennifer e Taylor (2007), o custo para as grandes empresas teriam uma representatividade menor quando comparado ao tamanho da organização. As pesquisas de Ho e Wong (2001), Xiao, Yang e Chow (2004), Murcia e Santos (2009); Rover *et al.*, (2012) constataram que as grandes empresas divulgam mais informações voluntária. Neste contexto, testou-se a terceira hipótese do estudo, tendo como *proxy* de tamanho da empresa, o logaritmo natural do ativo total de 2012.

Hipótese 3: as empresas maiores possuem maior nível de divulgação de informação voluntária do que as empresas menores.

A teoria da agência sugere que onde existe uma separação entre propriedade e controle de uma empresa, os custos de agência tende a aumentar devido aos conflitos de interesses entre as partes contratantes e contratadas (ENG; MAK, 2003). Como solução, a divulgação voluntária de informações tende a ser maior em organizações com capital amplamente diluído. Neste contexto, testou-se a hipótese de que as empresas com controle acionário mais diluído possuem maior nível de divulgação voluntária. Para tal, a *proxy* usada para

operacionalizar essa hipótese foi a proporção acionária concentrada no poder do principal acionista, atribuindo-se o valor 1 para as empresas que possuem menos de 50% de suas ações ordinárias pertencente a um único acionista, e valor 0, caso contrário.

Hipótese 4: as empresas com controle acionário mais diluído possuem maior nível de divulgação de informações voluntárias do que empresas com controle acionário mais concentrado.

Empresas com elevado indicador de endividamento promovem maior percepção de risco em seus investidores que, por sua vez, exigirão maior retorno sobre o capital investido, acarretando em maior custo de capital. Assim, o aumento do nível de divulgação amenizaria a percepção de risco dos investidores ao reduzir a assimetria de informação (BRAGA; OLIVEIRA; SALOTTI, 2009). De acordo com a teoria da agência, gestores de empresas com maior nível de endividamento tendem a divulgar voluntariamente mais informações para satisfazer os credores e remover as suspeitas sobre a transferência de riqueza para os acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976, MURCIA; SANTOS, 2009, ROVER *et al.*, 2012).

Amy *et al.* (2010), Brammer e Pavelin (2008), Branco e Rodrigues (2008) e Lu e Abeyssekera (2014) fizeram uso da relação entre exigível total e ativo total para medir a capacidade das empresas para saldar suas obrigações. Assim sendo, esse indicador é considerado apropriado para modelar o endividamento das empresas. Tendo como base metodologia similar, formulou-se a quinta hipótese da pesquisa.

Hipótese 5: as empresas com maior indicador de endividamento possuem maior nível de divulgação de informação voluntária do que as empresas com menor indicador de endividamento.

Com o crescimento da importância dos mercados financeiros em nível mundial, a informação financeira que é prestada ao mercado pelos emitentes de valores mobiliários cotados em mercado regulamentado, requerida pelas normas legais, não tem sido suficiente para cobrir as necessidades dos investidores (OLIVEIRA *et al.*, 2008). De acordo com Wang, O e Claiborne (2008), a propriedade estrangeira incentiva à divulgação de informação visto que as empresas que têm cotação no mercado estrangeiro divulgam mais informações para reduzir a assimetria de informação entre os investidores nacionais e estrangeiros (ALY *et al.*, 2010). Murcia e Santos (2009), utilizando dados do exercício de 2007, encontram evidências empíricas de que as empresas que possuem títulos e valores mobiliários negociados na Bolsa de Nova Iorque têm maior nível de divulgação voluntária de informações. Neste sentido, a relação entre a internacionalização das empresas e o nível de divulgação voluntária de informações foi modelada nesta pesquisa através de uma variável dicotômica que assume valor 1, para as empresas que possuem títulos e valores mobiliários negociados na BM&FBOVESPA e na Bolsa de Valores de Nova Iorque - NYSE -, e valor 0, para as empresas que negociam apenas na BM&FBOVESPA. Assim, formulou-se a seguinte hipótese:

Hipótese 6: as empresas que possuem títulos e valores mobiliários na Bolsa de Valores de Nova Iorque possuem maior nível de divulgação voluntária do que empresas que negociem apenas na BM&FBOVESPA.

Entendendo a regulamentação como sendo a regulamentação específica que algumas empresas são submetidas, buscou-se verificar a existência de relação entre regulamentação específica e a divulgação voluntária. Segundo Murcia e Santos (2009), a regulamentação

setorial, mais especificamente a regulamentação da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) parece influenciar positivamente o nível de divulgação voluntária.

O estudo de Kirch, Lima e Terra (2012), por sua vez, considerou as empresas pertencentes aos setores de Energia Elétrica, Finanças e Seguros, Mineração, Petróleo e Gás, Telecomunicações e Transportes para modelar a variável setor regulado. Nesta pesquisa, visando distinguir as empresas sujeitas a regulamentação do governo das demais empresas, utilizou-se os mesmos setores usados por Kirch, Lima e Terra (2012), com exceção do setor de Finanças e Seguros. Assim, atribuiu-se o valor 1 para as empresas sujeitas a regulamentação específica, e o valor 0 para as outras empresas, para se formular a última hipótese do estudo.

Hipótese 7: as empresas sujeitas a regulamentação específica possuem maior nível de divulgação voluntária do que as outras empresas.

4. Recursos Metodológicos e Base de Dados

4.1 Modelagem Econométrica

O modelo de regressão linear múltipla foi considerado apropriado para responder a problemática da pesquisa por ser adequado quando se tem o objetivo de analisar os determinantes de uma variável a partir do conhecimento de mais de uma variável independente. Neste caso, o modelo tem por finalidade de avaliar os determinantes da divulgação de informações voluntárias.

A regressão linear múltipla foi estimada usando um conjunto total de sete fatores independentes e determinantes do nível de divulgação de informações voluntária das empresas. A variável dependente é o Índice de Divulgação Voluntária (IDV) de cada empresa, obtido de acordo com a adaptação da métrica de Murcia e Santos (2009), e as variáveis independentes são Rentabilidade (REN), Sustentabilidade (ISE), Tamanho (TAM), Endividamento (END), Concentração Acionária (CON), Internacionalização (INT) e Empresas Reguladas (REG).

Sobre a variável dependente, IDV, devido à harmonização às normas internacionais de contabilidade no período posterior a 2007, ano em que a métrica de Murcia e Santos (2009) foi construída e utilizada como instrumento de pesquisa, as demonstrações contábeis foram objetos de várias mudanças. Dada a necessidade de atualização da métrica para o contexto atual da divulgação de informação voluntária adotada pelas empresas, fez-se necessário rever as subcategorias que a compõem visto que alguns itens que eram do contexto da divulgação voluntária passaram a ser de natureza obrigatória.

Neste entendimento, considerou-se relevante ajustar e retirar alguns dos itens que compõem o instrumento de medida. Foram excluídos da métrica original de Murcia e Santos (2009) as seguintes subcategorias: Demonstrativo de Fluxo de Caixa, Informações por Segmento, Exposição Cambial e Remuneração dos Administradores. O motivo é a obrigatoriedade da divulgação desses itens pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 22, CPC 03, CPC 02 e CPC 05, respectivamente.

A subcategoria Informações Contábeis em US GAAP (Princípios Contábeis Geralmente Aceitos nos Estados Unidos) ou IFRS (*International Financial Reporting Standards*) foi ajustada para Informações Contábeis em US GAAP. A omissão do termo IFRS justifica-se pelo CPC 37, que cobra das empresas que a divulgação das informações nos demonstrativos contábeis se fundamente nas normas internacionais de contabilidade. A identificação dos Riscos do Negócio, a qual a métrica faz menção não são referentes a riscos financeiros visto que os riscos financeiros possuem previsão normativa de divulgação no CPC

14, mas sim, a riscos operacionais ou regulatórios que a organização está sujeita, e que considera importante serem divulgadas de forma optativa. Outra mudança feita foi o acréscimo das seguintes subcategorias: Informações Sociais e Ambientais, Principais Setores de Atuação, *Capital Expenditure* (CAPEX) - entendido como despesas de capital ou investimento em bens de capital - e Mensagem da Administração.

Concluindo, o instrumento de medida passou a ser composto por seis categorias: Ambiente de Negócios, Atividade Operacional, Aspectos Estratégicos, Informações Financeiras, Índices Financeiros e Governança Corporativa, que juntas somam 40 subcategorias (itens) que foram investigadas nas DFP's.

Quadro 1: Métrica de Avaliação da Divulgação Voluntária

Categoria	Subcategoria			
Ambiente de Negócios	Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerra)			
	Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerra). Discussão do setor em que a empresa atua. Mensagem da administração. Discussão da concorrência. Relacionamento com fornecedores. Satisfação dos clientes. <i>Market share</i> . Identificação dos riscos do negócio.			
	Atividade Operacional	Narrativa da história da empresa. Estrutura organizacional. Aspectos tecnológicos da atividade operacional. Capacidade produtiva. Quantidades produzidas e/ou serviços prestados. Unidades vendidas.		
		Aspectos Estratégicos	Objetivos, planos e metas futuras da empresa. Perspectiva de novos investimentos. Principais mercados de atuação. Perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar. Política de reinvestimento dos lucros. Pesquisa e desenvolvimento. Discussão da qualidade dos produtos e serviços. Principais produtos ou serviços da empresa. Informações sociais e/ou ambientais.	
			Informações Financeiras	Informações contábeis em US GAAP ou IFRS. Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV). Preço ou valorização das ações (ON, PN). Valor de mercado. Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros).
				Índices Financeiros
	Governança Corporativa			

Fonte: Adaptado do trabalho de Murcia e Santos (2009).

Assim, o passo seguinte foi calcular o valor do Índice de Divulgação Voluntária (IDV), para cada uma das empresas. O mesmo foi obtido por meio do quociente entre o total

de itens divulgados pela empresa e o somatório do total de subcategorias que constituem o IDV através da seguinte fórmula:

$$IDV_i = \sum_{d=1}^e e_d / e \quad (2)$$

Onde,

IDV_i = Índice de Divulgação Voluntária da empresa i ;

e_d = Subcategorias divulgadas, de acordo com a métrica (valor 0, se a subcategoria d não é divulgada, o valor 1, se a subcategoria d é divulgada);

e = Número máximo de subcategorias (40).

Sobre as variáveis independentes, o Quadro 2 traz um resumo acerca das *proxies* utilizadas para a análise e seus respectivos sinais esperados.

Quadro 2: Resumo das variáveis independentes

Variáveis	Proxy	Sinal Esperado	Fonte
Rentabilidade (REN)	ROE = Lucro Líquido/Patrimônio Líquido	(+)	Economática®
Sustentabilidade (ISE)	Dummy – 1, empresas integrantes da carteira teórica do ISE no período base de 2012/2013. Dummy – 0, caso contrário.	(+)	BM&FBOVESPA
Tamanho (TAM)	Logaritmo natural do ativo total, em 2012.	(+)	Economática®
Endividamento (END)	IE = Passível Exigível/Ativo Total	(+)	Economática®
Concentração Acionária (CON)	Dummy – 1, quando o principal acionista da empresa detivesse menos de 50% das ações com direito a voto. Dummy – 0, caso contrário.	(+)	Economática®
Internacionalização (INT)	Dummy – 1, empresas que possuem títulos negociados concomitantemente na BM&FBOVESPA e na NYSE (Bolsa de Valores de Nova Iorque). Dummy – 0 para as empresas que negociem títulos apenas na BM&FBOVESPA.	(+)	Economática®
Empresas Reguladas (REG)	Dummy – 1, empresas sujeitas a regulamentação específica. Dummy – 0, caso contrário.	(+)	Economática®

Fonte: elaboração própria.

A partir das variáveis descritas citadas, estimaram-se os seguintes modelos econométrico:

- Modelo 1:

$$IDV = \beta_0 + \beta_1 TAM_i + \beta_2 REN_i + \beta_3 END_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

- Modelo 2:

$$IDV = \beta_0 + \beta_1 TAM_i + \beta_2 REN_i + \beta_3 END_i + \beta_4 ISE_i + \beta_5 CON_i + \beta_6 INT_i + \beta_7 REG_i + \varepsilon_i \quad (4)$$

O Modelo 2 (equação 4) descreve o modelo geral que admite as setes variáveis, enquanto o Modelo 1 (equação 3) utilizou apenas a variáveis financeiras quantitativas, omitindo portanto as variáveis qualitativas.

É importante ressaltar que os modelos foram estimados na forma robusta, o que fornece estimadores consistentes e confiáveis.

4.2 Base de Dados

A proposta deste artigo consistiu em analisar os determinantes da divulgação de informações voluntária das 100 empresas não-financeiras com ações mais negociadas, em 2012. A opção por atrelar a amostra ao nível de negociabilidade das ações se sustenta na perspectiva de Teoria da Divulgação, mais especificamente na abordagem da divulgação baseada no julgamento segundo a qual o mercado de capitais é considerado o principal consumidor representativo das informações divulgadas pelas empresas (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005). De acordo com Martins e Theóphilo (2009), a principal limitação desse tipo de amostragem deriva-se da impossibilidade de generalização dos resultados da amostra para a população. Inicialmente, é importante destacar que as instituições financeiras foram excluídas da pesquisa em função das características diferenciadas, tanto em termos operacionais quanto estruturais de suas demonstrações financeiras.

Neste contexto, a definição da amostra foi fundamentada pela metodologia do Índice de Negociabilidade da BM&FBOVESPA para apurar as empresas com as ações mais líquidas, durante os 12 meses do ano. O índice de negociabilidade foi calculado pela seguinte fórmula:

$$IN = \sqrt{\frac{n_i}{N} * \frac{v_i}{V}} \quad (1)$$

Onde,

IN = Índice de Negociabilidade;

n_i = número de negócios com a ação “i” (Quantidade de Negócios – 2012);

N = número total de negócios no mercado da BM&FBOVESPA;

v_i = volume financeiro gerado pelos negócios com a ação “i” (Volume em milhares – 2012);

V = volume financeiro total do mercado da BM&FBOVESPA;

Posteriormente a definição da amostra foi realizado um *checklist* nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's) do exercício de 2012 disponíveis no site da BM&FBOVESPA. Usou-se a análise de conteúdo para a determinação do Índice de Divulgação Voluntária de cada empresa investigada, adaptada da métrica de Murcia e Santos (2009).

5. Resultados da Análise

5.1 Análise descritiva dos dados

A Tabela 1 discorre sobre a distribuição das empresas por setor, segundo classificação da consultoria Economática[®], e a quantidade de empresas de cada setor. De um total de 100 empresas da amostra, percebe-se, com exceção da classificação Outros, que os setores que mais tiveram empresas pesquisadas foram Energia Elétrica (14 observações), Construção (11 observações) e Comércio (8 observações).

Tabela 1 - Distribuição das empresas por setor de acordo com a classificação da consultoria Economática®, 2012

Setores	Quantidade de Empresas	Setores	Quantidade de Empresas
Agro e Pesca	1	Petróleo e Gás	5
Alimentos e Bebidas	7	Química	2
Comércio	8	Siderurgia e Metalurgia	4
Construção	11	Software e Dados	2
Energia Elétrica	14	Telecomunicações	3
Máquinas Industriais	1	Têxtil	5
Mineração	2	Transporte e Serviços	6
Outros	20	Veículos e Peças	6
Papel e Celulose	3		

Fonte: Economática®.

A Tabela 2 apresenta a análise descritiva das variáveis: Índice de Divulgação Voluntária (IDV), variável a ser explicada, e os fatores explicativos Rentabilidade (REN), Tamanho (TAM), Endividamento (END), Sustentabilidade (ISE), Concentração Acionária (CON), Internacionalização (INT) e Empresas Regulamentadas (REG). Nesta, é possível perceber que 28% das empresas são integrantes do ISE, cerca de 40% possuem menos de 50% das ações com direito a voto na posse de um único acionista, cerca de 21% possuem ações negociadas na NYSE e 30% das empresas são pertencentes a setores sujeitos a regulamentação específica, nesse caso, setor de energia elétrica, telecomunicações, petróleo e gás, mineração e transportes.

Tabela 2 - Análise descritiva das variáveis IDV, REN, TAM, END. 2012

Variáveis	Proxies Quantitativas				
	Máximo	Mínimo	Média	Desvio Padrão	Mediana
Índice de Divulgação Voluntária (IDV)	0,6500	0,0500	0,3535	0,1422	0,3500
Rentabilidade (REN)	1,5029	-2,0645	0,1013	0,3296	0,0932
Tamanho (TAM)	7,6402	3,5513	4,5905	0,6995	4,8857
Endividamento (END)	2,6350	0,0850	0,5842	0,2766	0,5720
Variáveis	Proxies Qualitativas				
	Dummy		Distribuição	%	
Sustentabilidade (ISE)	ISE - 1		28	28	
	Não ISE - 0		72	72	
Concentração Acionária (CON)	Menos de 50% - 1		40	40	
	Mais de 50% - 0		60	60	
Internacionalização (INT)	NYSE - 1		21	21	
	Não NYSE - 0		79	79	
Empresas Regulamentadas (REG)	Empresas de setores regulados - 1		30	30	
	Demais empresas - 0		70	70	

Fonte: Economática® e BM&FBOVESPA, 2013.

No intuito de verificar a possível existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes do modelo foram aplicados os testes de Fator de Inflação da Variância (VIF) e de *Tolerance*. O indicador de VIF se mostrou abaixo de 3,09, enquanto o indicador do teste de *Tolerance* se situou entre 0,324 e 0,967. De acordo com Gujarati e Porter (2011), a escala da VIF oscilando em escala de 1 a 10 é considerada com multicolinearidade aceitável, enquanto que em relação ao teste de *Tolerance* o valor igual ou menor a um é considerado ausência de multicolinearidade.

5.2 Análise Econométrica

A Tabela 3 descreve os resultados do modelo de regressão linear múltipla obtido para a variável dependente, incluindo os coeficientes estimados, as estatísticas *t* e os coeficientes de determinação (R^2) e o coeficiente de determinação ajustado (R^2 Ajustado). A estatística *t* avalia a significância estatística de cada parâmetro estimado e o coeficiente de terminação ajustado indica o poder explicativo do modelo da regressão.

Conforme citado na metodologia, os modelos da regressão foram estimados na forma robusta. Os resultados observados indicam que o poder explicativo do modelo da regressão (R^2 ajustado) do modelo 2 (sete fatores) foi de 41,45% enquanto o poder explicativo do modelo 1 (três fatores) foi de 34,45%. Esses coeficientes são superiores ao R^2 ajustado (33,1%) obtido por Murcia e Santos (2009) com dados do exercício de 2007, utilizando um modelo de nove fatores. Também verificou-se que a significância de *p-value* foi de 0,0000 para os três modelos, indicando, portanto, que as variáveis independentes utilizadas apresentam significância para explicarem o índice de divulgação voluntária.

Tabela 3 – Resultados das estimações acerca dos determinantes da divulgação involuntária. 2012

Variáveis	Modelo 1			Modelo 2		
	β	Estatística t	<i>p-value</i>	β	Estatística t	<i>p-value</i>
TAM	0.1310	8.6001*	0.0000	0.0796	4.1561*	0.0001
REN	0.0605	2.7569*	0.0070	0.0466	2.5277*	0.0132
END	-0.0248	-0.9028	0.3689	-0.0288	-0.8798	0.3813
ISE				0.0858	3.3790*	0.0011
COM				0.0056	0.2404	0.8105
INT				0.0437	1.2539	0.2130
REG				0.0249	0.8728	0.3850
Intercepto	-0.2839	-3.4599	0.0008	-0.0695	-0.7112	0.4788
R^2			0.3644			0.4567
R^2 Ajustado			0.3445			0.4154
Teste F			18.3441			11.0481
<i>P-value</i>			0.0000			0.0000
Teste de Durbin-Watson			1.9559			2.0212
Número de observações						100

$$\text{Modelo 1: IDV} = \beta_0 + \beta_1 \text{TAM}_i + \beta_2 \text{REN}_i + \beta_3 \text{END}_i + \varepsilon_i$$

$$\text{Modelo 2: IDV} = \beta_0 + \beta_1 \text{TEM}_i + \beta_2 \text{REN}_i + \beta_3 \text{END}_i + \beta_4 \text{ISE}_i + \beta_5 \text{CON}_i + \beta_6 \text{INT}_i + \beta_7 \text{REG}_i + \varepsilon_i$$

Fonte: Economática®, 2013 e BM&FBOVESPA, 2013.

Nota: * estatisticamente significativa no nível de 1%.

Erros-padrão estimados com correção para heterocedasticidade de White.

O teste de Durbin-Watson apresenta ausência de autocorrelação serial dos resíduos, visto que, os valores da estatística de Durbin-Watson próximo de 2 atende ao pressuposto. Quanto à avaliação do pressuposto da distribuição normal dos resíduos, foi realizado o teste de Kolmogorov-Smirnov que demonstra que a distribuição da serie testada é normal, visto que, *p-value* de 0,814 é maior que o nível de significância de 5%. O teste de Pesarán-Pesarán avalia o comportamento dos resíduos, esse teste é apropriado para examinar a existência de homoscedasticidade, ou seja, se a variância dos resíduos mantém-se constantes em todo o espectro das variáveis independentes. Os resultados da regressão aceita a hipótese de que os resíduos são homoscedásticos na leitura do teste F (significância > 0,10).

Quanto ao sinal do coeficiente das variáveis, pode-se verificar que a maioria das variáveis apresentou coeficiente esperado (sinal positivo), com exceção da variável endividamento (END). Resumidamente, as variáveis tamanho (TAM), rentabilidade (REN) e sustentabilidade (ISE) apresentaram significância em todos os modelos que foram estimadas, enquanto, as variáveis endividamento (END), concentração acionária (CON),

internacionalização (INT) e regulamentação (REG) não demonstraram significância em nenhum dos modelos.

A hipótese acerca do tamanho da empresa (TAM), mensurada pelo logaritmo natural do ativo total, buscou testar se o tamanho das empresas explica a divulgação voluntária. Os resultados mostram que o tamanho das organizações é fator determinante da divulgação voluntária corroborando, por conseguinte, os achados das pesquisas de Ho e Wong (2001), Xiao, Yang e Chow (2004), Hossain e Hammami (2009), Murcia e Santos (2009) e Rover *et al.* (2012).

A variável rentabilidade (REN) indica que as empresas com melhor indicador de Retorno sobre Patrimônio Líquido divulgariam mais informações voluntária, porque a não divulgação levaria o mercado a interpretar as perspectivas financeiras da empresa como sendo algo ruim. Os resultados desta pesquisa apontam para uma relação positiva e significativa entre a rentabilidade da empresa e a divulgação voluntária, indicando, portanto, que a rentabilidade é um fator determinante da divulgação de informação voluntária. Este resultado é coerente com os encontrados por Wang, O e Claiborne (2008), mas é divergente dos achados de Hossain e Hammami (2009) e Murcia e Santos (2009).

A variável sustentabilidade (ISE) mostrou significância positiva à divulgação voluntária, nos modelos estimados sugerindo que a sustentabilidade das empresas influencia diretamente a divulgação voluntária. Apesar da ausência de estudos empíricos comparativos no contexto nacional, acredita-se que o resultado do coeficiente estimado (significativo e positivo) é coerente com o esperado. Rover *et al.* (2012) testou a divulgação voluntária ambiental, e esse estudo constatou significância estatística positiva. Portanto, parece que as empresas que possuem um nível maior de divulgação voluntária ambiental também divulgam mais informação voluntária, acerca de suas características financeiras, econômicas ou operacionais.

As empresas com maior indicador de endividamento promoveriam maior percepção de risco nos investidores e credores, nesse sentido, o papel da divulgação voluntária seria amenizar essa percepção de risco. Sendo assim, esperava-se encontrar uma relação positivo e diretamente proporcional entre a divulgação voluntária e o nível de endividamento das empresas. Porém, nesta pesquisa, os coeficientes se mostraram não significativos indicando que a pressão dos investidores e credores não influencia a divulgação voluntária, em consonância com os trabalhos de Murcia e Santos (2009) e Braga, Oliveira e Salotti (2009).

A variável internacionalização (INT) verificou se as empresas que possuem cotação de ações no mercado internacional divulgam mais informações voluntárias, supondo que o mercado internacional cobraria das empresas maior evidenciação de sua situação financeira, econômica e operacional. Os resultados mostram que a divulgação voluntária não é explicada pela internacionalização das empresas, sendo portanto coerente com os resultados de Murcia e Santos (2009).

A variável concentração acionária (CON) testou o pressuposto da teoria da agência de que a propriedade acionária diluída aumentaria a divulgação voluntária objetivando reduzir o conflito de agência. Os resultados refutam o pressuposto teórico esperado visto que não foi encontrada significância estatística entre a diluição da propriedade acionária e a divulgação voluntária nas DFP's, sendo condizentes com os resultados obtidos nos estudos de Braga, Oliveira e Salotti (2009) e Murcia e Santos (2009).

Por último, a hipótese sobre as empresas reguladas não foi significativa no modelo estimado. Esse resultado não é coerente com o resultado encontrado por Murcia e Santos (2009) possivelmente em virtude da *proxy* utilizada que considerou tanto as empresas pertencentes ao setor de energia elétrica quanto as empresas de telecomunicações, petróleo e óleo, mineração e transporte, diferentemente de Murcia e Santos (2009) que levaram em consideração apenas as pertencentes ao primeiro setor.

5. Considerações finais

Este trabalho investigou os possíveis fatores determinantes da divulgação de informações voluntárias nas 100 empresas não-financeiras com ações mais negociadas na BM&FBOVESPA, em 2012. Para alcançar o proposto da pesquisa foram construídas sete hipóteses modeladas por características qualitativas ou quantitativas das empresas, partindo-se da premissa que as empresas deveriam divulgar para o público o máximo possível de informações sobre as ocorrências relacionadas ao ambiente de negócio, atividade operacional, aspectos estratégicos, informações financeiras, índices financeiros e governança corporativa, em vista minimizar a assimetria informacional.

Empregando-se o pressuposto da Teoria da Divulgação baseada no julgamento, esta pesquisa introduziu uma variável associada ao contexto da sustentabilidade (social, ambiental e econômico) com o propósito de investigar se comportamento por divulgar informações voluntárias estaria relacionado à sustentabilidade. Outra contribuição da pesquisa está relacionada ao exame da atual conjuntura da divulgação voluntária nas DFP's e seus fatores explicativos após 2008 quando houve as mudanças mais significativas no âmbito da divulgação, no caso divulgação obrigatória.

Os resultados apontam que a rentabilidade das empresas (avaliada pela razão entre lucro líquido e patrimônio líquido), o tamanho das organizações (mensurado pelo ativo total) e a sustentabilidade (dimensionada pela carteira teórica do ISE) são fatores determinantes da divulgação voluntária. Entretanto, o endividamento, a internacionalização, a concentração acionária e a regulação em algumas empresas não possuem comprovação empírica que explicam a divulgação voluntária das mesmas. Embora Murcia e Santos (2009) encontrem que o setor de energia elétrica sujeito a regulamentação específica do governo divulga mais informação voluntária, os resultados obtidos não compactuam desse entendimento. Essa diferença pode ser explicada pela *proxy* usada para operacionalizar a hipótese que, no caso desta pesquisa, utilizou-se outros setores que não somente o setor de energia elétrica. Sendo assim, a regulamentação específica que algumas empresas são submetidas deve ser vista com prudência quando da relação com a divulgação voluntária.

Por fim, não foi possível verificar os reflexos do processo de convergência as normas internacionais de contabilidade que se firmaram a partir de 2008 sobre a divulgação voluntária. No entanto, é perceptível que o processo de convergência aumentou a divulgação contábil obrigatória das empresas, embora não esteja claro o suficiente os possíveis reflexos que essas normas podem ter trazido para a divulgação voluntária. Sendo assim, fica como sugestão para futuras pesquisas, investigar os impactos das normas internacionais de contabilidade sobre a divulgação voluntária.

Referências

ALY, Doaa; SIMON, Jon; HUSSAINY, Khaled. Determinants of corporate internet reporting: evidence from Egypt. **Managerial Auditing Journal**, volume 25 (2), p.182-202, 2010.

Bolsa de Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). **Índice de Sustentabilidade Empresarial**. 2012. Recuperado entre 30 de nov. a 20 de dez, 2013, de <<http://www.bmfbovespa.com.br>>.

BRAGA, Josué Peres; OLIVEIRA, José Renato Sena; SALOTTI, Bruno Meirelles. Determinantes do Nível de Divulgação Ambiental nas Demonstrações Contábeis de Empresas Brasileiras. **Revista de Contabilidade UFBA**, Salvador-BA, volume 3, n. 3, p. 81-95, 2009.

BRAMMER, Stephen; PAVELIN, Stephen. Factors Influencing the Quality of Corporate Environmental Disclosure. **Business Strategy and the Environment**, volume 17, p. 120–136, 2008.

BRANCO, Manuel Castelo; RODRIGUES, Lúcia Lima. Factors Influencing Social Responsibility Disclosure by Portuguese Companies. **Journal of Business Ethics**, volume 83, 685–70, 2008.

CUNHA, Jacqueline Veneroso Alves; RIBEIRO, Maísa de Souza. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. **Revista de Administração – Eletrônica**, São Paulo, volume 1 (1), art.6, 2008.

DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; SANTOS, Sérgio Carlos dos; NIYAMA, Jorge Katsume. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **E & G Economia e Gestão, Belo Horizonte**, v. 5, n. 11, p. 56-76, 2005.

DEBRECENY, Roger; GRAY, Glen L. RAHMAN, Asheq. RAHMAN. The determinants of Internet financial reporting. **Journal of Accounting and Public Policy**, volume 21, Issues 4–5, p. 371–394, 2002.

DYE, Ronald Allen. An evaluation of essays on disclosure and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, volume 32, n. 1–3, p. 181–235, 2001.

ENG, Li Li; MAK, Yuen Teen. Corporate governance and voluntary disclosure. **Journal of accounting and public policy**, v. 22, n. 4, p. 325-345, 2003.

GUJARATI, Damodar N.; PORTER, Dawn C. **Econometria básica**.5.ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HO, Simon Shun-Man.; WONG, Kar Shun. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. Volume 10, Issue 2, Pages 139–156, Summer, 2001.

HOSSAIN, Mohammed; HAMMAMI, Helmi. Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar. **Advances in Accounting**, v. 25, n. 2, p. 255-265, 2009.

JENNIFER HO, Li-Chin; TAYLOR, Martin John. An Empirical Analysis of Triple Bottom-Line Reporting and its Determinants: Evidence from the United States and Japan. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 18, n. 2, p. 123-150, 2007.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976.

KIRCH, Guilherme; DE LIMA, João Batista Nast; TERRA, Paulo Renato Soares. Determinantes da defasagem na divulgação das demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 23, n. 60, p. 173-186, 2012.

LU, Yingjun; ABEYSEKERA, Indra. Stakeholders power, corporate characteristics, and social and environmental disclosure: evidence from China. **Journal of Cleaner Production**, v. 64, p. 426-436, 2014.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas**. 2. ed. Atlas: São Paulo, 2009.

MURCIA, Fernando Dal-Ri, SANTOS, Ariovaldo dos. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**. v. 3, n. 2, art. 4, p. 72-95, maio/ago. 2009.

NASCIMENTO, Sabrina; CASAGRANDE, Miguel Henrique; SOUZA, Rony Petson Santana; HEIN, Marcos Greuel Nelson. Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE): nível de evidenciação das informações econômico-financeiras das empresas de carnes e derivados. **Revista Gestão Contemporânea**, Porto Alegre, ano 6, n. 6, p. 279-298, jan./dez. 2009.

OLIVEIRA, Helena Maria Santos de; LOPES, Cláudia Maria Ferreira Pereira; CUNHA, Carlos Alberto da Silva. A transparência da informação por parte dos emitentes. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 2, p. 93-104, abr./jun. 2008.

ROVER, Suliani; BORBA, José Alonso; MURCIA, Fernando Dal-Ri. Características do Disclosure Ambiental de Empresas Brasileiras Potencialmente Poluidoras: análise das demonstrações financeiras e dos relatórios de sustentabilidade do período de 2005 a 2007. **Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v.7, n. 1, p. 23-36, jan/jun. 2009.

ROVER, Suliani; TOMAZZI, Eduardo Cardeal; MURCIA; Fernando Dal-Ri; BORBA, José Alonso. Explicação para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. **Revista de Administração**, São Paulo, v.47, n.2, p.217-230, abr./maio/jun. 2012.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Ensaio sobre a Teoria da Divulgação. **BBR – Brazilian Business Review**, Vitoria – ES, Brasil, v. 2, n.1, p. 53-70, jan/jan, 2005.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Divulgação Voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa no Mercado de Capitais Brasileiro. **Revista Contabilidade Finanças - USP**. São Paulo, v. 19, n. 48, p. 37-49, set/dez. 2008.

VERRECCHIA, Robert Ernest. Essays on Disclosure. **Journal of Accounting and Economics**.n°32, p. 97-180, 2001.

WANG, Kun; O, Sewon; CLAIBORNE, M. Cathy. Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: Evidence from China. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**. Volume 17, Issue 1, Pages 14–30, 2008.

XIAO, Jason Zezhong; YANG, He; CHOW, Chee W. The determinants and characteristics of voluntary internet-based disclosures by listed Chinese companies. **Journal of accounting and public policy**, v. 23, n. 3, p. 191-225, 2004.