

# Disclosure socioambiental e o impacto no custo de capital

**JANAÍNA GABRIELLE MOREIRA CAMPOS DA CUNHA**

(PUC - PR) gabrielle88\_@hotmail.com

**FERNANDA FRANKENBERGER**

(PUC - PR) ferfrank1@hotmail.com

**ANGELA POVOA**

(PUC - PR) angela.povoa@pucpr.br

**WESLEY VIEIRA DA SILVA**

(PUC - PR) wesley.vieira@pucpr.br

**Resumo:** A questão da sustentabilidade tem ganhado cada vez mais notoriedade tanto de empresários quanto de consumidores, passando a integrar o planejamento das estratégias de negócios das organizações. Neste sentido, a publicação de relatórios de responsabilidade socioambiental, bem como a participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA, têm sido apontados como mecanismos que demonstram ao mercado as boas práticas de gestão sustentável, sendo também uma forma de reduzir a assimetria de informações da empresa em relação ao mercado. Com essa transparência, conhecida na literatura sobre finanças como *disclosure*, procuram, em contrapartida, reduzir o risco de suas ações cotadas na Bolsa de Valores, além da redução do custo do capital. Assim, neste estudo buscou-se verificar se tais reduções de custo de capital próprio e de capital de terceiros realmente ocorrem nas empresas que publicam relatórios de sustentabilidade (GRI) e que participam do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE). Para isso, foram selecionadas 91 empresas, metade destas que publicam relatórios de sustentabilidade, a outra metade como amostra de controle que não publicam tais relatórios. Foi utilizado o método quantitativo de regressão logística com painel de dados. Os resultados apontam que o *disclosure* ambiental exerce um impacto positivo no que concerne à redução do custo de capital próprio para a empresa, todavia, o mesmo não ocorre quando se trata do capital de terceiros.

**Palavras-chave:** Relatório de sustentabilidade. Risco. *Disclosure*. Custo de capital próprio. Custo de capital de terceiros.

## Environmental *disclosure* and impact on capital cost

**Abstract:** The issue of sustainability has gained increasing notoriety both business as consumers, becoming a member of the planning of the organizations business strategies. In this sense, the publication of social and environmental responsibility reports, as well as participation in the Corporate Sustainability Index (ISE) of BM & FBOVESPA have been suggested as mechanisms that demonstrate the good sustainable management practices market and is also a way to reduce the asymmetry of Company information relative to the market. With this transparency, known in the literature on finance and *disclosure*, looking in turn, reduce the risk of its shares on the Stock Exchange, as well as reducing the cost of capital. In this study we sought to determine whether such reductions in the cost of equity and debt capital actually occur in companies that publish sustainability reports (GRI) and participating in the Corporate Sustainability Index (ISE). For this, we selected 91 companies, half of those that publish sustainability reports, the other half as a control sample that does not publish such reports. The quantitative method of logistic regression with panel data was used. The results show that the environmental *disclosure* has a positive impact with regard to reducing the cost of equity capital for the company, however the same is not true when it comes to third-party capital.

**Keywords:** Sustainability report. Risk. *Disclosure*. Cost of equity. Debt capital cost.

## INTRODUÇÃO

Muito se discute sobre a importância de uma estrutura de capital sólida alinhada com a gestão coerente de riscos organizacionais, haja vista a necessidade das empresas permanecerem com a saúde e solvência financeira estabilizada e ao mesmo tempo transmitir segurança e transparência ao mercado acionário, sendo referencial de atratividade aos seus investidores e de rentabilidade aos seus acionistas. Neste sentido, a gestão de risco, a gestão financeira e a gestão sustentável como ferramentas integrada, têm sido inseridas nas políticas de *disclosure* das empresas com a intenção principal de redução de assimetria informacional junto aos stakeholders.

A partir disso, o conceito de desenvolvimento sustentável torna-se parte integradora das estratégias organizacionais, podendo ser considerado como um ponto essencial neste contexto da complexa relação entre as atividades organizacionais, o meio ambiente e as exigências mercadológicas por empresas socialmente responsáveis e transparentes. No mercado financeiro, os investidores, acionistas e altos executivos das organizações “podem interpretar a sustentabilidade como importante fonte de criação de valor que permeia as estratégias e as operações da organização” (NOBRE et al., 2013, p.501).

Desta forma, com o “objetivo de mostrar o desempenho de mercado de uma carteira formada por empresas que adotam os princípios de gestão sustentável” (MARCONDES, 2010, p.17), foi criado o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE), pela Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), a exemplo do que ocorria no mercado financeiro internacional, vindo ao encontro das necessidades das empresas brasileiras “que se destacam por adotar estratégias e práticas que promovam o desenvolvimento sustentável” (VITAL et al., 2009, p.12).

Além do ISE, outro ponto de grande relevância referente ao *disclosure* são os relatórios socioambientais publicados pelas companhias. Neste aspecto, ainda são estudados os benefícios adquiridos pelas organizações quando há efetivamente esta transparência na divulgação de seus resultados e ações sustentáveis. Segundo Eccles et al. (2001), uma grande estratégia perante seus investidores é aquela que provê e disponibiliza muitas informações, possibilitando aos analistas e investidores maior credibilidade e confiança nos negócios da organização, sendo visto por eles como uma oportunidade de investimento existente, e como um efeito cascata, refletindo para a empresa melhor acesso a novos capitais e consequentemente o aumento do valor da ação.

Outra inquietação a ser levantada neste estudo está relacionada ao impacto deste *disclosure* no custo da estrutura de capital da empresa, seja ele capital próprio ou capital de terceiros. Neste sentido, Botosan (1997) e Hail (2002) afirmam que ainda é necessário estudar de modo mais aprofundado esta relação entre a divulgação de informações e a redução do custo de capital, pois ainda há pouco suporte de

estudos empíricos que afirmem esta relação. O risco de mercado também será considerado neste estudo, tanto por parte da empresa quanto de seus investidores. Neto (2001) afirma que há dois tipos de riscos: (i) risco da empresa que capta os recursos financeiros do mercado cujos riscos são iminentes a partir das atividades da empresa, do tipo de mercado em que ela negocia, e da capacidade de pagamento de suas dívidas; e (ii) risco de mercado (maior variação no valor de uma ação, maior será o seu risco).

Neste aspecto, Fernandes (2012) assevera que a divulgação das informações ambientais influenciam na da assimetria informacional, impactando na eliminação dos riscos da companhia, influenciando positivamente em sua estrutura de capital. É importante ressaltar que a redução do custo de capital é um dos benefícios do *disclosure* (LIMA,2009), entretanto, existem muitas pesquisas internacionais e poucas nacionais que procuram estudar o *disclosure* e seu impacto no custo de capital, sendo um estudo necessário a ser realizado mais aprofundado no mercado brasileiro.

Assim, considerando que não há claramente na literatura brasileira um consenso sobre a influência do *disclosure* no custo de capital, e que também existe apenas um estudo brasileiro que abrange os custos de capital próprio e de terceiros juntamente (FERNANDES, 2012), propomos verificar se o aumento de *disclosure* (redução de assimetria de informações), considerando como padrão de excelência a participação no ISE e também a publicação de relatórios socioambientais GRI (Global Reporting Initiative), aumenta a confiabilidade do investidor e reflete na redução do risco de mercado, impactando consequentemente na redução do custo de capital de próprio e capital de terceiros. Pela escassez deste tipo de estudo, os resultados serão de grande relevância para a área de sustentabilidade, finanças, controladoria e contabilidade, podendo ser considerados como uma fonte enriquecedora para outros futuros estudos.

## SUSTENTABILIDADE, GRI E ISE

A sustentabilidade como vivência na sociedade já existe há muito tempo (BOFF, 2012), entretanto, somente após diversos desastres ambientais que o conceito foi criado e que os três pilares da sustentabilidade foram claramente estabelecidos, sendo estes: econômico, ambiental e social (ELKINGTON, 2012).

Desde então, inúmeros estudos vêm sendo realizados a respeito do tema, levando em consideração vários aspectos. Um aspecto que tem gerado inquietação na comunidade científica está intrinsecamente ligado às questões relacionadas aos impactos financeiros organizacionais. Neste cenário, as organizações são impelidas a direcionar seu foco não mais somente ao lucro, em que seus ganhos são representados por ações registradas na contabilidade (ELKINGTON, 2012), mas também na vinculação do seu crescimento e desenvolvimento a ações ambientais e sociais (socioambientais), como um fator primordial para continuidade de seus negócios.

A preocupação dos investidores está na busca de empresas efetivamente comprometidas com a sustentabilidade, e neste sentido grande parte das empresas de capital aberto têm buscado atender esta tendência por meio da publicação de relatórios de sustentabilidade ou balanços sociais. Por mais que existam diversos modelos destes relatórios, o presente estudo optou por considerar o padrão GRI pelo fato de ser um dos padrões mais bem aceitos mundialmente, considerado como um importante instrumento para medir e relatar o desempenho econômico, social e ambiental das empresas (KARAGIORGOS, 2010; WILBURN; WILBURN, 2013).

Outra perspectiva relevante quanto à simetria das informações perante o mercado de ações, está relacionada ao ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial). O índice passou a ser referência nacional para a classificação de empresas socialmente responsáveis listadas na bolsa. As empresas participantes da seleção para a carteira ISE devem atender a critérios baseados no conceito do triple bottom line desenvolvido pela empresa de consultoria inglesa Sustainability, que envolvem aspectos sociais, ambientais e econômicos de forma integrada. Além disso, é importante ressaltar que devido à necessidade de o aspecto da transparência ser de grande relevância, as empresas da carteira ISE são questionadas quanto à publicação anual dos seus relatórios socioambientais (BOVESPA, 2014).

Neste contexto, é possível verificar o alinhamento das exigências encontradas quando da participação das companhias no ISE, bem como os critérios de aceitação dos relatórios socioambientais do GRI, ambos visam obter informações dos mais variados aspectos, como a respeito do perfil organizacional, formas de gestão, responsabilidade socioambiental, dentre outras importantes informações as quais transmitem as características de transparência.

## **DISCLOSURE E A TEORIA DA REDUÇÃO DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES**

No mercado de ações, o *disclosure* tem elevada importância na visão dos investidores, pois possibilita a apropriada análise das oportunidades de investimentos, considerando como fator preponderante a redução da assimetria de informações (LANZANA, 2004).

Neste aspecto, o *disclosure* torna-se um diferencial competitivo para as organizações de capital aberto, sendo que Bushman e Smith (2003) alegam que o *disclosure* não é opcional, mas sim essencial para empresas que buscam oportunidades de investimentos sólidos, sendo uma ferramenta de grande diferencial em meio a um mercado de extrema competitividade, a fim de dar suporte e maior certeza aos investidores quanto à escolha de onde alocar de seus recursos.

É válido ressaltar que *disclosure* é sinônimo de redução de assimetria informacional, e, segundo Tedeschi (1997), a

teoria da assimetria de informações (*asymmetry of information theory*) tem a intenção de verificar o impacto dos riscos e as potenciais vantagens para investidores, demonstrando as suas reações/impactos, os quais influenciam nas decisões de possíveis financiamentos e investimentos, ou seja, fatores ligados à transmissão de informações aos mercados de capitais, reduzindo o efeito de decisões inconscientes.

Para uma melhor compreensão sobre o tema, deve-se mencionar neste estudo que a assimetria de informação ocorre quando um lado das partes detém maiores informações do que a outra parte, resultando no desequilíbrio de poder na operação/transação, problemas no financiamento direto e ineficiências de mercado. Quando tratamos do mercado de ações, no que tange a rentabilidade e o risco de investimentos, é importante ressaltar que é função dos mercados financeiros a busca e transmissão das informações aos investidores (FERNANDES et al., 2013), ou seja, quando tratamos de assimetria de informações deve-se considerar sempre que os administradores e/ou proprietários detém informações detalhadas e privilegiadas a respeito da organização, informações estas que os demais investidores não possuem.

Segundo Bertolin et al. (2008), a teoria da assimetria de informação volta-se para os estudos de análise econômica de mercados. Neste sentido, os autores ressaltam que a informação com transparência é um fator de extrema importância na construção de confiança entre as partes relacionadas, de modo que a assimetria de informação reflete em direção contrária, trazendo a ausência de credibilidade e confiança. Nesta relação de “confiança” ou “desconfiança” de informações existem pelo menos dois atores envolvidos: o agente e o principal, onde o agente detém a maior parte das informações com relação às ações a serem tomadas, pois aquele está diretamente ligado na execução das atividades e resultados sendo este responsável pela transmissão de informações, já o principal recebe as informações ou resultados (LIMA, 1997).

No que tange o capital de terceiros, Albanez e Valle (2009) afirmam que empresas que adotam práticas que visam a redução de assimetria de informações, como por exemplo, práticas de Governança Corporativa da Bovespa, tendem à redução do custo dos financiamentos, além da restrição ao crédito se tornar algo mais plausível. Através de seu estudo, Harris e Raviv (1991) afirmam que o risco da informação impacta na estrutura de capital após o controle da assimetria de informação entre gerentes de empresas e investidores externos. Neste contexto, um dos focos deste estudo busca evidenciar a importância da transmissão das informações dos resultados financeiros da organização, de modo confiável aos investidores.

## **CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS E CAPITAL PRÓPRIO**

O custo da dívida está diretamente ligado ao custo de capital de terceiros. Shmidt, Santos e Kloeckner (2006) afirmam que o custo da dívida mensura os custos dos em-

préstimos com os quais a empresa consegue suportar o financiamento de suas atividades, sendo necessário considerar o nível corrente das taxas de juros em que o custo da dívida da empresa será influenciado por este nível. Além disso, outro fator a ser considerado é o risco de inadimplência da empresa, pois quanto maior for o risco, maior será o custo com empréstimos e, maior será o custo da dívida. Assim o custo da dívida deve ser compreendido como a composição da taxa corrente de juros, bem como também o risco de inadimplência da empresa.

Segundo Junior, Rigo e Cherobim (2005), ao utilizar capital de terceiros, a empresa pode estar propensa ao risco financeiro, sendo este a consequência de um endividamento consideravelmente alto, incorrido de juros proporcionais, ou seja, altos juros a pagar e amortização dos empréstimos. O risco de não gerar lucro antes de juros e impostos (LAJIR) necessários para pagar o principal e os juros, na visão econômica, é considerado risco financeiro.

Quanto ao custo de capital próprio, de acordo com Junior, Rigo e Cherobim (2005), está relacionado ao retorno mínimo esperado pelos acionistas quanto à participação da empresa em seu financiamento permanente, de modo que este financiamento permanente é decorrente da obtenção de ações preferenciais ou ordinárias. Neste sentido, o custo de capital, segundo a teoria financeira, está diretamente relacionado à aplicação de recursos, sendo dependente do risco do investimento e da rentabilidade. A partir disso, é possível compreender que para realizar a mensuração do risco o destino dos recursos financeiros deve estar claro (JUNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2005).

Busca-se, então, verificar se mecanismos de sustentabilidade influenciam na redução do custo do capital próprio, por meio da redução de assimetria informacional, ou seja, pela garantia da transparência de seus processos, ações e resultados perante os acionistas e investidores. Neste sentido, em muitos estudos comumente tem se atribuído a redução do custo de capital próprio ao *disclosure* adotado pelas empresas que divulgam os relatórios de sustentabilidade (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002; FRANCIS; KRURANA; PEREIRA, 2005; LOPES; ALENCAR, 2010; ROVER; SANTOS, 2013).

## HIPÓTESES

Os respaldos teóricos apresnetados fornecem subsídios para construção das seguintes hipóteses:

H1: A publicação de relatórios socioambientais (GRI) impacta na redução do custo do capital próprio.

H2: A publicação de relatórios socioambientais (GRI) impacta na redução do custo do capital de terceiros.

H3: A participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial impacta na redução do custo do capital próprio.

H4: A participação no Índice de Sustentabilidade Em-

presarial impacta na redução do custo do capital de terceiros.

H5: A publicação de relatórios socioambientais (GRI) impacta na redução de riscos da empresa.

H6: A participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial impacta na redução de riscos da empresa.

## ABORDAGEM METODOLÓGICA

### MÉTODO DE PESQUISA E TRATAMENTO ESTATÍSTICO

Para a realização do presente estudo, foram utilizados os métodos de pesquisa descritivo e quantitativo. Descritivo pela análise do grau de associação de variáveis (MALHOTRA, 2006), sendo analisados resultados financeiros e contábeis e sua associação com o *disclosure*/ transparência de informações perante o mercado de ações. O estudo tem também uma abordagem quantitativa, cuja análise foi realizada por meio de regressão com dados em painel (ROVER; SANTOS; 2013). Neste sentido, optou-se por utilizar o painel de dados com a técnica estatística conhecida como regressão logística, pois esta “maximiza a ‘verossimilhança’ de que um evento ocorra” (HAIR et al., 2005, p.234).

Foi utilizada a técnica estatística de regressão logística com dados aleatórios, com a existência de variáveis dependentes dicotômicas, assumido os valores entre 0 e 1. Neste sentido, estas variáveis binárias com valores 0 e 1, estima a probabilidade de resposta para determinado fenômeno, conforme fórmula a seguir:

$$P(y = 1 | x) = P(y = 1 | x_1, x_2, \dots, x_k)$$

“Desse modo,  $y$  é a variável dependente e  $x$  um conjunto completo de variáveis explicativas” (WOOLDRIDGE, 2010, p.536). A partir desta técnica de regressão logística com agrupamento de dados, obtém-se uma probabilidade (entre 0 e 1), e de acordo com Hair et al. (2009), o valor da probabilidade, seja ela qual for, pode ser mensurado por uma variável métrica, que pode ser estimada. Os dados em painel possibilitaram o acompanhamento do comportamento das empresas ao longo dos anos. A estimação destes dados foi realizada pelo modelo de efeitos aleatórios, o qual, segundo Gujarati (2006, p.522), pode ser representado pela seguinte fórmula:

$$Y_{it} = \beta_1 + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + w_{it}$$

$\beta_1$  = intercepto comum das empresas retiradas em uma amostra aleatória (diferenças dos interceptos individuais são refletidas no termo de erro).

$W_{it}$  = é o termo de erro composto (erro específico dos indivíduos mais erro combinado da série de cortes transversais).

Por fim, os resultados deste estudo foram obtidos com o suporte do software econométrico STATA ® 12, a fim



de verificar se a publicação de relatórios socioambientais e participação no GRI ou no ISE influenciam no custo de capital próprio e no custo de capital de terceiros das companhias brasileiras de capital aberto.

## POPULAÇÃO, AMOSTRA E PERÍODO

A amostra adotada para o presente estudo é não-probabilística intencional, pois “consiste em selecionar um subgrupo da população que, com base nas informações disponíveis, possa ser considerado representativo de toda a população” (GIL, 2008, p. 94).

Inicialmente, como população foram selecionadas 370 empresas que detêm ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), conforme a base do sistema Economática. Contudo, para evitar distorções nos resultados das análises, as empresas do setor financeiro foram excluídas. Além disso, empresas dos setores de petróleo, gás e biocombustível, serviços educacionais e tecnologia da informação foram excluídas do estudo por não terem dados suficientes quanto ao número de empresas, não haver em-

presas que publicam relatórios de sustentabilidade ou possuírem resultados financeiros com características peculiares, os quais poderiam influenciar no resultado do estudo.

O grupo principal de análise compreende empresas que publicam relatórios de sustentabilidade conforme base de dados do GRI, ou que têm ações no ISE (Índice de Sustentabilidade Empresarial) da Bolsa de Valores de São Paulo. Em seguida, para compor o grupo de controle, foram selecionadas empresas com as seguintes características: não publicar relatórios de sustentabilidade, não ter ações no ISE, possuir valores de beta, liquidez corrente, rentabilidade patrimonial e CAPM (capital asset pricing model) comparáveis com as médias encontradas para empresas que publicam relatórios de sustentabilidade.

Restaram, então, 91 empresas para o presente estudo, configurando-se, então, a amostra do estudo. O período de análise compreendeu os anos de 2006 (ano de início do ISE) a 2013 (último ano que apresenta os dados financeiros e balanços sociais até a finalização do presente estudo), resultando em 481 observações válidas.

## DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Variável	Classificação	Mensuração	Fonte
GRI	Dependente	Para publicação de balanço foi utilizada como <i>proxy</i> uma variável <i>dummy</i> identificando se a empresa publica ou não o balanço no modelo GRI, sendo indicado como 1 (publica GRI) e 0 (não publica GRI).	BM&FBOVESPA
ISE	Dependente	Utilizada como <i>proxy</i> - variável <i>dummy</i> identificando se a empresa participa ou já participou do ISE ou não, sendo indicado como 1 (participou ou participa) e 0 (nunca participou).	BM&FBOVESPA
CAPM	Independente	A fim de obter o resultado do capital próprio e operacionalizar esta variável, foi considerada a diferença entre o CDB (Certificado de depósito bancário) e a poupança multiplicado pela <i>proxy</i> de risco sistemático beta, sendo este resultado somado pela poupança.	Economática
Custo de capital de terceiros (Custocapter)	Independente	Para operacionalizar esta variável foi considerada a razão entre juros e capital de terceiros.	Economática
Governança	Controle	Utilizada como <i>proxy</i> - variável <i>dummy</i> identificando se a empresa tem ou não Governança Corporativa, sendo indicado como 1 (possui Governança Corporativa) e 0 (não possui Governança Corporativa), abrangendo todos os níveis diferenciados da BM&BOVESPA, ou seja, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.	BM&FBOVESPA
Endividamento	Controle	Para operacionalizar esta variável utilizou-se a razão entre o passivo exigível pelo ativo total.	Economática
LN da Receita líquida operacional (Lnrecliqop)	Controle	Esta variável foi operacionalizada considerando a diferença entre o valor líquido das vendas depois das deduções da receita bruta, dos impostos, das devoluções e descontos.	Economática
LN do passivo não circulante (Lnpsnocir)	Controle	Considerou-se o passivo não circulante	Economática
Liquidez corrente (Liqcor)	Controle	Para operacionalização desta variável foi calculada a razão do ativo circulante pelo passivo circulante.	Economática
Ativo total (Ativotot)	Controle	Esta variável representa no estudo o tamanho da organização, sendo considerado o Logaritmo natural do ativo total.	Economática

TABELA 1 - DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS UTILIZADAS

## ANÁLISE DOS RESULTADOS

Inicialmente realizou-se a análise descritiva dos dados, chegando-se aos resultados abaixo:

Variable	Mean	Std.Dev.	Min	Max
ise	.2370062	.4256889	0	1
gri	.3367983	.4731073	0	1
endividamento	149.0123	3228.713	0	70811.48
lnrecliqop	14.13542	2.900735	0	18.45214
lnpasnocir	13.70757	2.434469	0	18.57974
ativotot	1.32e+07	2.95e+07	0	2.92e+08
liqcor	1.713514	2.017477	0	30.6
capm	8.599459	2.089812	6.37	24.99
custocapter	.3466534	.8771887	0	10.33665

TABELA 2 – ANÁLISE DESCRITIVA

### PRIMEIRA ANÁLISE: GRI COMO VARIÁVEL DEPENDENTE

Inicialmente, foram rodados os dados considerando como variável dependente o GRI, e as demais variáveis como independentes, conforme tabela mencionada anteriormente. A partir dos resultados do estudo, pôde-se constatar que as empresas que publicam os balanços sociais no modelo GRI possuem uma significância positiva (1%) na variável de Governança Corporativa, ou seja, as empresas que se preocupam com boas práticas de governança também possuem responsabilidade socioambiental, sendo evidenciada, também, a importância com a transparência de suas ações de gestão perante o mercado.

Considerando o custo de capital próprio, neste estudo ele é estimado pelo modelo econômico Capital Asset Pricing Model (CAPM). A partir disso, constata-se também a influência positiva no capital próprio da empresa, com significância de 5%. Esta significância junto ao capital próprio indica os impactos positivos quanto à entrada de capitais de acionistas e investidores, que conseqüentemente sentem confiança em investir na referida empresa por seus níveis de *disclosure*, sendo este um fator fundamental para redução de riscos da companhia, corroborando assim com a primeira e com a quinta hipótese deste estudo.

Em relação ao custo de capital de terceiros, não foi evidenciada significância quando relacionado ao GRI, bem como não foi encontrada relação positiva entre eles, podendo ser considerado que o *disclosure* não afeta o custo de capital de terceiros, ou seja, no mercado brasileiro não há impacto de redução de custos com despesas financeiras de empréstimos e financiamentos junto aos credores, não confirmando assim a segunda hipótese do presente estudo. Não obstante, foi possível observar que a receita líquida operacional possui significância de 10%, representada neste estudo pela variável *recliqop*, refletindo em um maior potencial de vendas das empresas que possuem informações assimétricas reduzidas para o mercado comprador, todavia não demonstrando o mesmo resultado para o merca-

do creditício (capital de terceiros). É válido ressaltar que a variável de controle de tamanho da empresa, representado pela variável *ativotot*, não apontou como relevante no estudo, demonstrando que não interfere nas demais variáveis.

gri	Coef.	Std. Err.	z	P >  z
governança	3.571828	1.098572	3.25	0.001
endividamento	.0100459	.0224383	0.45	0.654
lnrecliqop	.9580177	.4703051	2.04	0.042
lnpasnocir	.3395354	.3697467	0.92	0.358
ativotot	-9.65e-09	1.18e-08	-0.82	0.412
liqcor	.2573856	.3247662	0.79	0.428
capm	-.3845639	.1280731	-3.00	0.003
custocapter	-.293697	.4793385	-0.61	0.540
cons	-20.24004	5.802666	-3.49	0.000

TABELA 3 – GRI COMO VARIÁVEL DEPENDENTE

### SEGUNDA ANÁLISE: ISE COMO VARIÁVEL DEPENDENTE

Na segunda rodada de análise, passou a ser considerado o ISE como variável dependente, considerando-se as empresas que fazem ou já fizeram parte da carteira do ISE junto ao BM&FBOVESPA durante o período estudado. É possível verificar que as empresas que fazem parte do ISE possuem uma significância positiva na variável de Governança Corporativa de 1%, ou seja, as empresas que se preocupam com a transparência de informações sustentáveis perante o mercado de ações também procuram obter padronização e boas práticas de Governança em sua gestão, apresentando menor nível de assimetria de informações em relação ao mercado.

Este maior nível de *disclosure* realmente favorece a redução no custo de captação de capital próprio, medido neste estudo pelo CAPM, com significância de 5%. Dessa forma, as empresas que estão no ISE apresentam menores custos para captação de capital próprio, utilizando o modelo CAPM como métrica para esse custo. A partir disso, é possível constatar também que há impacto positivo na redução dos riscos da empresa, corroborando com a terceira e sexta hipótese do estudo.

Contudo, o *disclosure* das empresas que participam do ISE somente é suficiente para reduzir o capital próprio, pois o custo de capital de terceiros não se mostrou menor para as empresas que compõem o ISE, não confirmando a quarta hipótese.

As empresas que participam do ISE apresentaram significância estatística para a variável *recliqop*, o que comprova que tais empresas apresentam receitas relativamente superiores às demais; contudo, a *proxy* para tamanho de empresas não se mostrou relevante, logo, a receita operacional líquida superior identificada mostra que as empresas que apresentam maior *disclosure* também apresentam maior faturamento, mas não são necessariamente as empresas com maior porte.

ise	Coef.	Std. Err.	z	P >  z
governança	9.933151	3.206792	3.10	0.002
endividamento	-0.001316	.0006509	-0.20	0.840
Inrecliqop	1.978174	.8562768	2.31	0.021
Inpasnocir	.2723627	.6303864	0.43	0.666
ativotot	1.24e-08	1.10e-08	1.12	0.262
liqcor	.06967947	.5918345	-1.18	0.239
capm	.4075942	.1770455	2.30	0.021
custocapter	-3.872733	2.608349	-1.48	0.138
cons	-47.93758	10.93748	-4.38	0.000

TABELA 4 - ISE COMO VARIÁVEL DEPENDENTE

## CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

O presente estudo teve como objetivo verificar a influência do *disclosure* por meio da publicação de balanços socioambientais de empresas brasileiras de capital aberto e também pela participação destas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da BM&FBOVESPA, na redução do custo de capital próprio e no capital de terceiros.

Para a análise, foi realizada uma regressão logística com efeitos aleatórios, com dados em painel. Este foi o primeiro estudo realizado no Brasil abrangendo a influência da publicação de balanços sociais no modelo GRI, a participação no ISE, o impacto no custo do capital próprio, e no capital de terceiros.

Vale ressaltar que foi realizado apenas um estudo no Brasil (FERNANDES, 2012) que busca verificar a relação entre o *disclosure* ambiental e a estrutura de capital (próprio e terceiros); todavia, no referido estudo, foram utilizadas outras variáveis para se mensurar o capital de terceiros e também para o *disclosure* ambiental. Os estudos científicos nacionais existentes buscaram verificar estes custos de capitais de forma isolada, ou seja, ou capital próprio ou capital de terceiros, além de também utilizarem-se apenas do ISE ou do GRI, além de diversas outras variáveis serem divergentes entre as análises.

Esperava-se a corroboração positiva de estudos internacionais e nacionais a respeito do tema, que ainda são incipientes. Neste sentido, o estudo nacional de Fernandes (2012) corroborou com o presente estudo de forma integral, de modo que os achados do artigo desta autora evidenciaram que o *disclosure* ambiental afeta positivamente na redução do custo de capital próprio, todavia, quanto ao custo de capital de terceiros, não foi encontrado esta relação positiva.

Buscando corroborar com outros trabalhos, somente foi possível confrontar com outros estudos nacionais considerando os capitais de forma isolada. Com relação aos estudos internacionais, foi possível confrontar com os dois capitais (próprio e terceiros), porém, considerando ferramentas de *disclosure* internacionais. Assim, os achados deste estudo demonstraram que o *disclosure* afeta positivamente na redução do custo de capital próprio e, consequen-

temente, a redução do risco, contrapondo o estudo de Alencar (2005), o qual não encontrou relação estatisticamente significante entre o custo de capital próprio e o *disclosure*.

Outro achado detectado no presente estudo é que o *disclosure*, ou a redução de assimetria de informações, não impacta na redução no custo do capital de terceiros. Deste modo, é possível considerar a grande relevância deste estudo como uma nova contribuição para a comunidade científica brasileira, uma vez que contrapõe posicionamentos e estudos sobre o tema que afirmam o oposto, como exemplo as literaturas nacionais de Lima (2009), que concluiu em seu estudo que quanto maior o nível de *disclosure*, menor o custo de capital de terceiros.

Contraria também literaturas internacionais, como Francis, Khurana e Pereira (2005), Botosan e Plumlee (2001), os quais concluíram que as empresas que possuíam maiores níveis de *disclosure* em seus relatórios financeiros apresentaram menor custo de capital. Outro estudo internacional contrariado é o de Sharfman e Fernando (2008), que concluiu que a elevação de práticas ambientais impacta na redução do custo do capital próprio e de capital de terceiros, influenciado pela redução de riscos junto aos seus investidores.

Assim, é possível corroborar com Lee, Walker e Christensen (2006) quando alegam que as companhias que reduzem a assimetria informacional por meio da constante melhoria da divulgação de informações possuem uma tendência de maior atratividade aos investidores, uma vez que estas empresas conseguem descontar seus ganhos futuros a uma taxa inferior de mercado e, consequentemente, gera valor aos acionistas, impactando positivamente na redução do custo de capital próprio.

Entretanto, o mesmo não pode ser dito a respeito da redução do custo de capital de terceiros, considerando que o *disclosure* não demonstra significância no mercado creditício, ou seja, não há influência na redução no custo da dívida, não gerando impacto também quanto à redução do risco específico da empresa de inadimplência.

Considerando que foi possível confirmar quatro hipóteses do presente estudo, não sendo apenas confirmadas as hipóteses relacionadas ao capital de terceiros, e levando em consideração a complexidade do tema estrutura de capital e a sua relação com o *disclosure*, os esforços dispensados neste estudo visam contribuir com a literatura nacional a respeito do tema, e como outros, não esgota ou encerra o assunto. Neste sentido, é esperado que o presente estudo contribua para um maior aprofundamento da análise da influência de *disclosure* na estrutura de capital das empresas.

Futuros estudos são necessários, inclusive para se compreender quais fatores realmente são influenciados pela publicação de relatórios socioambientais como o GRI ou pela entrada de empresas no ISE. As variáveis de análise também precisam ser consolidadas em futuros estudos sobre o tema. Além disso, sugere-se para novos estudos maior aprofundamento quanto ao custo de capital de terceiros,

considerando que os achados do presente não demonstraram significância quando relacionado ao *disclosure*, sendo importante a replicação, considerando outras variáveis, independentes de estrutura de capital de terceiros.

Neste sentido, é necessário ressaltar a relevância deste aprofundamento, considerando que a tendência é cada vez maior por Companhias que buscam seu crescimento e desenvolvimento por meio da captação de recursos financeiros de terceiros, buscando incentivos de financiamento, em especial, e sem que esta enunciação seja limitativa, o banco BNDES, o qual apresenta-se para sociedade como um banco que considera de fundamental relevância que as empresas financiadas por ele observem princípios éticos e socioambientais, sendo este posicionamento exigido também por outros agentes do mercado creditício.

## REFERÊNCIAS

- ALBANEZ, T.; VALLE, M. R. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras abertas. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 6-27, set./dez. 2009.
- ALENCAR, R. C. de. Custo do Capital Próprio e Nível de *Disclosure* nas Empresas Brasileiras. **BBR**, v. 2, n. 1. Vitória-ES, Brasil, p. 01-12, 2005.
- BERTOLIN, R.V.; SANTOS, A.C.; LIMA, J.B.; BRAGA, M.J. Assimetria de Informação e Confiança em Interações Cooperativas. **RAC**, v. 12, n. 1, p. 59-81, jan./mar. 2008.
- BM&FBOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. 2014. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=ISE&idioma=pt-br>> Acesso em: 09 ago. 2014.
- BOFF, L. **Sustentabilidade: o que é e o que não é**. Petrópolis: Vozes, 2012.
- BOTOSAN, C A. *Disclosure* Level and the Cost of equity capital. **The Accounting Review**, v.72, n. 3, p. 323-350, 1997.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 65-87, 2003.
- ECCLES, R. G. et al. **The Value Reporting revolution: moving beyond the earnings game**. PricewaterhouseCoopers. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.
- ELKINGTON, J. **Sustentabilidade, Canibais com Garfo e Faca**. São Paulo: M.Books do Brasil Editora, 2012.
- FERNANDES, A.L.C; MOTA, P.R.; ALVES, C.F.; ROCHA, M.D. **Mercados, produtos e valorimetria de activos financeiros**. Coimbra: Almedina, 2013.
- FRANCIS, J., KRURANA, I., PEREIRA, R. *Disclosure* incentives and effects on cost of capital around the world. **The Accounting Review**, v. 80, n. 4, p. 1125-1162, 2005.
- GALVÃO, A. et al. **Finanças Corporativas: Teoria e prática empresarial no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. São Paulo: Atlas, 2008.
- GONÇALVES, R.S. et al. Social *Disclosure* e Custo de Capital Próprio em Companhias Abertas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 24, n. 62, p. 113-124, mai./jun./jul./ago. 2013.
- GRI. **What is GRI?** Disponível em: <<https://www.globalreporting.org/information/about-gri/what-is-GRI/Pages/default.aspx>>. Acesso em: 31 jul. 2014.
- GUJARATI, D.N. **Econometria básica**. São Paulo: Makron Books.Quarta Edição, 2006.
- HAIL, L. The impact of voluntarily corporate *disclosure* on the ex ante cost of capital for Swiss firms. **European Accounting Review**, v. 11, p. 741-743, 2002.
- HAIR JR., J. F. et al. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- HAIR, J.; BLACK, W.; BABIN, B.; ANDERSON, R.; TATHAM, R. **Análise Multivariada de Dados**. 6.ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- HARRIS, M.; RAVIV, A. The theory of capital structure. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, p. 297-355,
- JUNIOR, A.B.L.; RIGO, C.M.; CHEROBIM, A.P.M.S. **Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras**. 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- KARAGIORGOS, T. Corporate Social Responsibility and Financial Performance: An Empirical Analysis on Greek Companies Abstract. **European Research Studies**, v. 13, n. 4, p. 85-108, 2010.
- LANZANA, A.P. **Relação entre disclosure e Governança Corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 161f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.
- LEE, E.; WALKER, M.; CHRISTENSEN, H. The Cost of Capital in Europe: An Empirical Analysis and the Preliminary Impact of International Accounting Harmonisation, **ACCA Research Report** 94. London: ACCA. 2006.
- LIMA, G. A. S. F. de. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 40, n. 49, p. 95-108, jan./abr. 2009.
- LIMA, E. C. P. **Privatização e desempenho econômico: teoria e evidência empírica** (Texto para discussão, n. 532). Brasília, DF: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 1997
- LOPES, A. B.; ALENCAR, R. *Disclosure* and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. **The International Journal of Accounting**, v. 45, p.443-464, 2010.
- LU, Y.; ABEYSEKERA, I. Stakeholders' power, corporate characteristics, and social and environmental *disclosure*: evidence from China. **Journal of Cleaner Production**, v. 64, p. 426-436, 2014.
- MALHOTRA, N. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. São Paulo: Bookman, 2006.
- MARCONDES, A. W.; BACARJI, C.D. **ISE: sustentabilidade no mercado de capitais**. São Paulo: Report Editora, 2010.
- MATARAZZO, D.C. **Análise financeira de balanço: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- NETO, A.A. **Mercado financeiro**. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- NOBRE, F.S.; RIBEIRO, R.E.M. Cognição e Sustentabilidade: Estudo de Casos Múltiplos no Índice de Sustentabilidade Empresarial da BM&FBOVESPA. **RAC**, v.17, n.4, p.499-517, 2013.
- ROVER, S.; SANTOS, A. Divulgação do Relatório de Sustentabilidade e Custo de Capital Próprio de Companhias Abertas no Brasil. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 37., 2013, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: EnANPAD, 2013, p.1-16.
- SHARFMAN, M. P.; FERNANDO, C. S. Environmental risk management and the cost of capital. *Strategic Management*



Journal, v. 29, p. 569-592, 2008.

SHMIDT, P; SANTOS, J.L. dos; KLOECKNER, G. **Avaliação de empresas**: Foco na gestão na gestão de valor da empresa: Teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2006.

TEDESCHI, P. **Estrutura de capital**: uma investigação sobre seus determinantes no Brasil. 1997. Tese (Doutorado) em Administração – FGV, São Paulo, 1997.

VITAL, J.T; CAVALCANTI, M.M; DALLÓ, S.; MORIZ, G.O.; COSTA, A.M. A influência da Participação no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) no Desempenho Financeiro das Empresas. **Revista de Ciências da Administração**, v.11, n.24, p.11-40, 2009.