

**Social Disclosure e Custo de Capital Próprio em Empresas Brasileiras de Capital Aberto**

**Autoria:** Rodrigo de Souza Gonçalves, Otávio Ribeiro de Medeiros

**RESUMO**

Esta pesquisa tem por objetivo testar a hipótese de que há relação entre o nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto e de que esta relação é negativa. Tal hipótese assume que os programas sociais externos promovidos ou apoiados pelas empresas contribuem para a construção de sua imagem reputacional, atuando como agentes redutores de externalidades, trazendo benefícios sob o ponto de vista econômico, pela redução do risco e do custo de capital (RICHARDSON; WELKER; HUTCHSON, 1999; HEAL, 2004). Além disso, a prestação de contas dos programas sociais via *social disclosure* é visto como instrumento de redução da assimetria informacional e da salvaguarda dos ativos via promoção das ações sociais (RIABI-BELKAOUI, 2004). Para tanto, foram avaliados os relatórios de responsabilidade social de 83 empresas listadas na BM&FBOVESPA, no período de 2005 a 2009. Para avaliação do *social disclosure*, foi utilizado indicador validado, composto de 13 itens e sustentado nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004). Para a estimação do custo de capital próprio, este foi ajustado ao risco através do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), e testado por meio de regressão com dados em painel com efeitos fixos seccionais. Os resultados evidenciam que o custo de capital próprio diminui quando há um maior nível de *social disclosure*, indicando, para o mercado acionário brasileiro, uma forma semi-forte de eficiência de mercado (FAMA, 1970). Esse resultado corrobora a hipótese central do estudo, em que o aumento do nível do *social disclosure* contribui para aumento da transparência e diminuição do custo de capital próprio. Além disso, corrobora a hipótese subjacente, em que o *social disclosure* pode ser visto como um instrumento para a redução da assimetria entre as ações discricionárias do gestor e as expectativas dos investidores, bem como de governança corporativa, na medida em que reduz os custos de agenciamento, atuando por um lado como instrumento de monitoramento das ações gerenciais e por outro como uma forma de reduzir o custo de captação de recursos próprios. Quanto à sugestões para trabalhos futuros, pode-se indicar a realização de pesquisas por meio de estudo de eventos para identificar se o mercado financeiro reage antecipadamente ou não à divulgação das informações de natureza social, à medida que esta foi significativa no *cross section* para este estudo. Além disso, poder-se-á realizar testes adicionais entre o *social disclosure* e outras medidas de desempenho econômico.

## 1. INTRODUÇÃO

A busca por maior aceitação e reconhecimento pela sociedade e investidores, faz com que as empresas realizem um conjunto de ações para tornarem-se mais transparentes e promoverem um desenvolvimento econômico e sustentável.

Os impactos negativos ocasionados pela atuação das empresas têm sido atenuados por ações que conjugam soluções alternativas em seu processo operacional e programas que buscam reduzir os impactos negativos gerados na comunidade local, os denominados programas sociais.

Os programas sociais surgem como alternativa na busca das empresas por uma maior aceitação em virtude de suas externalidades, bem como da promoção de uma imagem associada a ações que possam ser consideradas socialmente responsáveis.

Pode-se inferir que tais ações devam contribuir para que as empresas cumpram ao menos em parte, seu contrato com a sociedade, também conhecido como contrato social (RAMANATHAN, 1976), e dessa forma conquistem maior aceitabilidade não somente da comunidade local, mas de seus potenciais consumidores.

Porém, à medida em que ela é vista como umnexo de contratos, por outro lado há de se destacar que a realização de programas sociais foge ao escopo da função-objetivo para o qual as empresas foram criadas (STERNBERG, 1999), o que por sua vez pode gerar incertezas quando ao modo em que os recursos alocados pelos investidores estão sendo geridos (HILLMAN; KEIM, 2001; BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARD, 2001).

Peliano *et al.* (2002, 2006) corroboram este cenário apontando que grande parte das empresas brasileiras não possuíam qualquer sistema que permitisse avaliar o impacto de suas ações sociais, não tendo qualquer preocupação em identificar quais as relações de tais ações com seus objetivos estratégicos, tampouco que tais ações tivessem orçamento próprio.

Machado Filho e Zylbersztajn (2003) identificaram que as empresas passam a realizar tais ações como forma de reduzir o risco reputacional<sup>1</sup>, não possuindo, porém, qualquer forma sistemática de avaliação do desempenho das atividades sociais desenvolvidas, tampouco do valor gerado para as mesmas. Corroboram assim, os resultados das pesquisas de Peliano *et al.* (2002, 2006) ao identificarem que a escolha das ações não possui qualquer relação com os objetivos estratégicos da empresa, que não possui estruturas, quer formais ou informais, que dêem sustentação adequada à implementação de ações de responsabilidade social ou do seu monitoramento.

O que se nota é que as empresas, apesar de aumentarem gradativamente o volume de recursos em programas sociais ou se preocuparem cada vez mais em realizar tais ações, ainda carecem de melhor planejamento e acompanhamento por parte das organizações que se propõe a fazê-lo ou a financiá-lo.

Nesse momento é que mecanismos de monitoramento e controle devem servir como instrumentos de redução de incerteza, e dentre os quais o processo de prestação de contas, que sob a ótica do investidor externo pode, dentre outros mecanismos, ser realizado por intermédio dos relatórios contábeis.

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

Segundo pesquisa realizada pela KPMG, cresce o número de empresas preocupadas em divulgar suas ações sociais por meio de seus relatórios, dado que no universo de empresas pesquisadas no ano de 2005, havia um total de 50% que incluíam práticas de *accountability*

de suas ações sociais, passando para 80% no ano de 2008 (KPMG INTERNATIONAL, 2008).

Sob esse cenário, verifica-se que a divulgação das ações sociais tem exercido ou pode exercer um papel estratégico para as organizações, uma vez que retrata não somente sua visão de responsabilidade social, mas, sobretudo, de que forma os programas por ela desenvolvidos ou financiados contribuem no desenvolvimento da comunidade.

Nesse sentido, Jensen (2001), Saiia, Carroll e Buchholtz (2003) e Smith e Adhikari (2005) entendem que para que as empresas sobrevivam a longo prazo, devem incorporar práticas que levem em conta os interesses da sociedade ou dos *stakeholders*.

Sob a ótica da prestação de contas, Anderson e Frankle (1980), Gray *et al.* (2001), Poddi e Vergalli (2009) entre outros, entendem que o *social disclosure* traz benefícios à empresa, uma vez que o investidor teria maiores informações sobre as suas atividades, o que traz maior confiabilidade para o mercado, e com isso cria-se um ciclo virtuoso.

Essa situação, entretanto, ainda não foi suficiente investigada e tampouco é ponto pacífico nas pesquisas acadêmicas. Richardson e Welker (2001), por exemplo, verificaram que o mercado recebe de maneira positiva as informações quanto às ações de responsabilidade social, desde que a empresa garanta o desempenho e a rentabilidade esperados no período. No mesmo estudo, os autores constataram que há uma relação positiva entre o *social disclosure* e o aumento do custo de oportunidade para as empresas.

Já autores como Riahi-Belkaoui e Karpik (1988) e Riahi-Belkaoui (2004) entendem que, à medida em que as empresas aumentam o volume e a qualidade da informação, incluindo a de natureza social, as incertezas quanto ao uso dos recursos empresariais tendem a diminuir, provocando, conseqüentemente, uma maior confiança dos investidores, que ao alocarem seus recursos, se dispõem a cobrar um prêmio menor pelo risco do capital investido em empresas consideradas mais transparentes.

Nesse sentido, Silva e Quelhas (2006), Poddi e Vergalli (2009) e Dhaliwal *et. al.* (2009) constataram que o custo de capital próprio é inferior para as empresas que participam de fundos considerados socialmente responsáveis ou para aquelas que evidenciam suas práticas sociais.

Essa situação é passível de ocorrência em mercados acionários considerados eficientes, uma vez que os investidores passam a incorporar no valor do ativo todas as informações públicas disponíveis, como é o caso de mercados classificados na forma de eficiência semi-forte (FAMA, 1970).

Porém, em se tratando do mercado acionário brasileiro, não é possível afirmar que este seja classificado na forma semi-forte de eficiência e, tampouco, que os programas sociais e sua prestação de contas são vistos como instrumentos de redução das externalidades ou dos custos de agência.

Levantado-se em conta as considerações e constatações anteriormente relatadas, qual a contribuição do ***social disclosure* na redução do custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto?**

Considerando que as ações de natureza social têm recebido maior atenção por parte das organizações, seja nos aspectos relacionados à alocação de recursos como na busca de melhorias em suas práticas de evidenciação, este estudo tem por objetivo geral testar se há relação entre o nível de *social disclosure* e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto.

Este estudo justifica-se, inicialmente, pela importância do *social disclosure* em si e pela ausência de pesquisas que buscam compreender os efeitos do *social disclosure* no custo de capital próprio em empresas brasileiras. Destaca-se que, no âmbito internacional foram

encontrados os estudos de Richardson e Welker (2001), Orlitzky e Benjamin (2001), Poddi e Vergalli (2009) e Dhaliwal *et. al.* (2009), enquanto que no âmbito nacional tem-se apenas o estudo de Rover e Murcia (2010), que avaliou informações voluntárias, dentre as quais, a informação social.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

As diferentes percepções acerca da realização ou promoção de ações de responsabilidade social também denominados de programas sociais, bem como os resultados de estudos até o momento controversos, suscitam as mais diferentes opiniões de como as empresas devem se portar quanto a sua realização ou não.

Segundo Jensen *et. al.* (1972, p.339) “programa social é um plano de ação, uma experiência introduzida em sociedade com a finalidade de produzir uma mudança no *status* da sociedade ou de alguns de seus membros”<sup>ii</sup>.

Nessa perspectiva os programas sociais são vistos como instrumento de redução das externalidades provocadas pela atividade operacional (HEAL, 2004), o que por sua vez abre espaço para uma avaliação da sociedade em relação à empresa sob uma outra perspectiva e que não aquela relacionada à sua atividade operacional. Sob este aspecto, faz com que esta (empresa) possa ganhar maior aceitação por parte daqueles que são impactados de forma negativa por suas atividades (ORLITZKY; BENJAMIN, 2001).

Entretanto para Coase (1960) esse custo, denominado por ele como custos de transação, não seriam necessários uma vez que decorrem dentro dos parâmetros legais, e ainda acabam por reduzir a competitividade empresarial. Friedman (1970) complementa afirmando que o papel das empresas é o de maximizar seus resultados o quanto possível, porque assim estariam contribuindo efetivamente para o aumento do bem-estar da sociedade, deixando ações por meio de programas sociais sob a responsabilidade do Estado e de organizações criadas para esta finalidade.

Diante dessa ambiguidade (metas organizacionais e sociais), diversos estudos acerca do exercício da Contabilidade foram desenvolvidos no sentido de buscar respostas ao menos quanto ao papel que esta deveria ter enquanto instrumento de comunicação entre empresas e usuários externos (JENSEN *et al.*, 1972; ESTES, 1972; entre outros).

Para Ramanathan (1976) o papel da Contabilidade Social Corporativa realizado por meio de seus relatórios (*social disclosure*), é o de ir além de informar as ações de responsabilidade social empreendidas ou como instrumento de relação entre empresa e sociedade; pois deve conter informação útil caracterizada por aspectos como: a) objetivos da empresa, b) suas políticas, programas, desempenho e c) contribuições para os objetivos sociais.

Desse modo, é de se esperar que os relatórios sociais que possuam tais características venham a contribuir para a tomada de decisão do usuário externo e ainda, a realizar uma adequada prestação de contas da alocação dos recursos.

Desde então, a dúvida acerca dos impactos de tais ações empreendidas pelas empresas permeiam as pesquisas na área contábil. As pesquisas realizadas a posteriori tiveram essa preocupação como objetivo central – a determinação do impacto das ações promovidas pelas empresas na sociedade e seu custo/benefício, conjugando variáveis financeiras e sociais (ANDERSON; FRANKLE, 1980; COCHRAN; WOOD, 1984; RIAHI-BELKAOUI, KARPIK, 1988; WADDOCK; GRAVES, 1997).

Ocorre que, os estudos que buscaram compreender tais efeitos por meio do custo de captação de recursos ainda são tímidos, sobretudo quando de trata do mercado brasileiro. Um dos primeiros estudos foi realizado por Richardson e Welker (2001) que encontraram uma relação positiva entre custo de capital e aumento do *social disclosure*. Já Orlitzky e Benjamin

(2001) demonstraram que o *social disclosure* é válido na redução do custo de capital próprio estimado pelo CAPM.

Mais recentemente Dhaliwal *et. al.* (2009) em uma análise temporal de 15 anos em uma amostra de 196 empresas norte-americanas, demonstraram que o nível de *social disclosure* contribuiu para a redução do custo de capital. Entretanto, isto somente ocorreu naquelas que tiveram um desempenho superior no nível de evidenciação.

Já no estudo realizado por Rover e Murcia (2010) que analisou as 100 maiores empresas brasileiras não-financeiras no período de 2006 a 2008, o nível de evidenciação voluntária, que incluía informações sociais, apesar de ser significativo, passou a provocar um aumento no custo de capital das empresas. Porém, neste estudo, não é possível extrair conclusões acerca do efeito provocado somente pelas informações sociais, uma vez que esta foi analisada em conjunto com outras informações voluntárias.

De modo geral, os estudos apresentados partem da hipótese da eficiência de mercado (HEM), onde sob condições ideais, o valor de mercado de um ativo (ação) deve refletir toda informação disponível (FAMA, 1970).

Nesse cenário, Scott (2009) acredita que a eficiência de mercado deve impulsionar as empresas para um *full disclosure*, onde tanto a quantidade como a qualidade da informação a ser evidenciada deverá ser prontamente assegurada e perseguida por estas.

Quanto se trata do aumento do *social disclosure*, a hipótese que sustenta essa atuação é a de que os programas sociais são vistos como agentes redutores das externalidades empresariais, promovendo dessa forma uma melhoria na imagem reputacional e consequentemente redução no custo de captação de recursos (RICHARDSON; WELKER; HUTCHINSON, 1999; HEAL, 2004; McWILLIAMS; SIEGEL; WRIGHT, 2006).

Dessa forma, a hipótese central desse estudo pode ser assim definida:

*H<sub>1</sub> – Há uma relação negativa entre social disclosure e custo de capital próprio, à medida que este instrumento é visto como uma medida que contribui para a redução da assimetria entre as ações discricionárias do gestor e as expectativas dos investidores.*

### 3. PERCURSO METODOLÓGICO

A base inicial de composição do objeto de estudo são as empresas listadas na BM&FBovespa. Considerando que, o aspecto central da pesquisa é avaliar o *social disclosure* relativo às ações discricionárias na comunidade, foram identificadas, neste universo, quais das empresas possuem ou patrocinam programas sociais no período de 2005 a 2009.

Considerando que o *social disclosure* ora avaliado foi testado quanto à sua relação com o custo de capital próprio, o qual é constituído basicamente a partir de variáveis de mercado, foi verificado se a empresa pode fazer parte da amostra considerando o indicador – liquidez em bolsa – para o período de dezembro de 2005 a dezembro de 2009, disponibilizado pelo sistema Economática®. Foram consideradas as empresas com indicador superior a 0,001. Essa necessidade decorre pelo fato de que, a ausência de negociação de determinada ação poderá provocar vieses na estimação do custo de capital próprio. Posteriormente, foram verificadas ocorrências de fusões, decidindo-se então pela eliminação de tais empresas, em função das substanciais alterações de suas estruturas patrimoniais.

A partir das restrições abordadas, o universo do estudo foi constituído por um total de 83 empresas, de 18 dos 20 setores utilizados para classificação conforme o sistema Economática®.

Em relação ao *social disclosure*, este foi avaliado por indicador que avaliou as informações sociais relacionadas aos programas sociais externos a partir de 13 itens, sustentado nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel (1989) e Hammond e Miles (2004). Os

relatórios de responsabilidade social do período de 2005 a 2009 foram base para avaliação do *social disclosure*, o qual valeu-se dos princípios da análise de conteúdo (BARDIN, 1977).

Quanto ao teste central da pesquisa, o modelo econométrico foi estimado conforme equação 1, a seguir, utilizando-se dados em painel:

$$Y_{it} = \alpha + \gamma X_{it} + \delta' Z_{it} + u_{it} \quad (1)$$

onde:

$Y_{it}$  – é a variável custo de capital próprio;  $\alpha$  é a constante da regressão;  $\gamma$  é o coeficiente associado a  $X_{it}$  – é a variável *social disclosure*, que é composta a partir do índice de *social disclosure*, que irá representar o nível de *social disclosure* dos relatórios anuais das empresas ora avaliados (dimensões: avaliação, mensuração e padrão de relatórios);  $u_{it}$  é o erro aleatório da regressão, sendo  $u_{it} \sim N(0, \sigma^2)$ ;  $\delta$  é um vetor coluna 6 x 1 de coeficientes das variáveis de controle e  $Z_{it}$  é um vetor coluna 6 x 1 das variáveis de controle, cujos componentes são:

- 1) tamanho da empresa medido pelo (a) logaritmo natural do total dos ativos e (b) logaritmo natural de receita operacional;
- 2) Razão entre valor patrimonial e valor de mercado – cujo objetivo é o de mensurar o conservadorismo contábil. Este indicador foi estimado de forma inversa, como disponibilizado no sistema Economática®;
- 3) *List* (L) – variável binária que avaliou se a empresa (1) participa de fundos caracterizados como socialmente responsáveis (0) não participa;
- 4) *Internacionalização* (I) – variável binária que avaliou se a empresa (1) possui ações emitidas fora de seu país de origem (Nyse, Nasdaq ou Latibex), ou se as ações emitidas restringem-se ao mercado nacional, no caso Bovespa (0);
- 5) Efeito da alteração na legislação societária (E) – as alterações promovidas na lei das sociedades por ações, por meio das leis 11.638/2007 e 11.941/2009, devem promover variações no resultado das empresas se comparado com o período anterior a sua promulgação. Para tanto foi utilizada uma variável binária que classificou o período anterior a 2008 como (0) e o período de 2008 em diante como (1);
- 6) Alavancagem (A) – representada pela relação entre dívida financeira total sobre o patrimônio líquido, ao final de cada ano.

As variáveis de controle são inseridas no modelo para dar maior segurança e robustez aos resultados encontrados, sendo estas sustentadas por estudos anteriores (RICHARDSON; WELKER, 2001; ALENCAR; LOPES, 2005; COSTI; SOARES, 2008; FAMA; FRANCH, 1992; BECCHETTI; CICIPRETTI; HASAN, 2009; ROVER; MURCIA, 2010, entre outros).

### 3.1 ESTIMAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

O custo de capital próprio representa a remuneração que o investidor requer pela alocação de recursos em uma determinada empresa (ativo), representado por uma taxa de remuneração necessariamente superior a um investimento considerado livre de risco ( $R_f$ ), ajustado ao risco da empresa, mensurado pelo coeficiente beta ( $\beta$ ). Para sua estimação, este foi ajustado ao risco através do *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) como originalmente proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965).

No que diz respeito à utilização do CAPM por parte de profissionais e analistas de mercado, pesquisas revelam que sua utilização é bem difundida. No estudo realizado por Graham e Harvey (2002) cujo universo pesquisado são os diretores financeiros das maiores empresas norte-americanas, bem como os membros do Instituto de Executivos em Finanças, revelou que 73,5% dos pesquisados consideram o CAPM como padrão de cálculo do custo de

capital. No Brasil, esse percentual é superior a 60%, conforme revela pesquisa realizada por Garrán e Martelanc (2007) com profissionais de mercado e estudiosos na avaliação de ativos.

Muito embora amplamente aceito tanto por pesquisadores como por analistas em decorrência de seu apelo intuitivo e teórico, o modelo CAPM, por ser considerado um modelo de um único fator, tem recebido críticas por não capturar adequadamente variáveis que influenciam no custo de captação de recursos, levando pesquisadores a inserirem variáveis que em princípio melhor precificariam o custo de capital (ROGERS; SECURATO, 2009; REIS; COSTA, 2008; entre outros).

Apesar das críticas ao modelo originalmente proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965), para Sanvicente (2004, p. 12) “os prêmios por riscos hoje comumente adicionados o são de maneira *ad hoc*, sem evidência suficiente para se acreditar que sejam relevantes” levando-o a conclusão de que a estimação do custo de capital pelo “CAPM doméstico” seja suficiente, uma vez que a mensuração do risco a partir da carteira do mercado local produziria os efeitos necessários para a estimação do modelo.

Nesse sentido, quanto à taxa livre de risco, no Brasil segundo Silveira, Barros e Fama (2002) há duas taxas que satisfazem a definição teórica de taxa livre de risco, que são: o Certificado de Depósito Interbancário (CDI) e o retorno da Caderneta de Poupança, haja vista que essas taxas não apresentaram correlação com as variações de mercado. Neste estudo foi utilizado o CDI.

Quanto ao portfólio de referência foi utilizado o Ibovespa. Para Sanvicente (2004, p.12) apesar da crescente integração dos mercados de capitais, os fatores locais de geração de retornos ainda são dominantes”, concluindo que, a carteira Ibovespa ainda representa a melhor alternativa para estimar os ativos disponíveis para investimento no caso brasileiro, o que é corroborado por estudo realizado por Araújo, Fajardo e Di Tavani (2006).

Sob a utilização do modelo CAPM em pesquisas contábeis, Scott (2009, p.113) afirma que o modelo criado por Sharpe (1964) e Lintner (1964) “o CAPM fornece um importante e útil caminho para modelar a expectativa de mercado do retorno de uma ação e o custo de capital de uma empresa, e que o modelo depende crucialmente da eficiência do mercado de ações [...] ele mostra claramente como uma nova informação afeta o preço atual da ação.”<sup>iii</sup>

Diante da difusão de resultados ainda não conclusivos a respeito da alteração modelo CAPM, de um modelo de um único para múltiplos fatores, bem como as considerações e conclusões realizadas por Silveira, Barros e Fama (2002), Sanvicente (2004), Araújo, Fajardo e Di Tavani (2006) e Scott (2009) neste trabalho, o custo de capital próprio foi obtido pelo modelo originalmente proposto por Sharpe (1964) e Lintner (1965), considerando-se os fatores de referência para precificação em empresas brasileiras, para então analisar a relação entre nível de *social disclosure* e custo de capital próprio.

#### **4. ANÁLISE DA REGRESSÃO COM DADOS EM PAINEL: NÍVEL DE *SOCIAL DISCLOSURE* E CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO**

Essa seção apresenta os resultados da análise da regressão com dados em painel, buscando respostas ao problema de pesquisa, de forma a corroborar ou não a hipótese central de pesquisa. Para tanto, foi realizada inicialmente a matriz de correlação entre as variáveis do estudo de forma a identificar possíveis variáveis em comum, haja vista que, caso existam, estas podem causar vieses na estimação do modelo.

VARIÁVEIS <sup>iv</sup>	SDISC	CAPM	FUNDOS	INTER	LEGSOC	TAM <sub>1</sub>	TAM <sub>2</sub>	BM	ALAV
SDISC	1.00								
CAPM	0.02	1.00							
FUNDOS	0.49	0.012	1.00						
INTER	0.44	0.04	0.26	1.00					
LEGSOC	0.06	-0.29	0.029	-0.01	1.00				
TAM <sub>1</sub>	0.64	0.01	0.47	0.55	0.07	1.00			
TAM <sub>2</sub>	0.62	0.02	0.39	0.62	0.07	0.91	1.00		
BM	0.07	0.09	0.09	-0.05	-0.08	-0.03	0.03	1.00	
ALAV	0.11	-0.04	0.15	-0.01	0.06	0.27	0.17	0.59	1.00

Quadro 1 – Matriz de correlação das variáveis do estudo

Como esperado, as variáveis que representam tamanho – ativo e receita – possuem uma correlação acima de 0,8 (0,9063), o que sugere um possível problema de multicolinearidade entre elas ao se estimar a equação (GUJARATI, 2006; BROOKS, 2008). Apesar disso, elas serão testadas em conjunto e em separado para identificar qual delas apresentam um melhor ajuste ao modelo econométrico.

Para estimar a regressão com dados em painel, estes podem ser estimados segundo a abordagem dos efeitos aleatórios ou efeitos fixos. Inicialmente foi realizada uma estimação do modelo com efeitos aleatórios e realizado o teste de *Hausman* para identificar se essa abordagem é a que encontra o melhor ajuste para o modelo. O resultado do teste é demonstrado a seguir.

Tabela 1 – Teste de Hausman para estimação de modelo em painel com efeitos aleatórios em *cross-section*

Resultado do Teste	Chi-Sq. Statistic	Chi-Sq. d.f.	Prob.
Efeitos Aleatórios em <i>cross-section</i>	16.050473	7	0.0247

O resultado do teste de *Hausman* rejeita a hipótese nula para estimação do modelo em painel com efeitos aleatórios, portanto, o mesmo deve ser estimado com efeitos fixos.

A estimação do modelo em painel com efeitos fixos pode ser feita, segundo Gujarati (2006) das seguintes maneiras: a) os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia entre os indivíduos; b) os coeficientes angulares são constantes, mas o intercepto varia com os indivíduos e com o tempo; e c) todos os coeficientes variam entre os indivíduos.

Ao realizar a estimação do modelo o que encontrou melhor ajuste foi aquele no qual os coeficientes angulares foram constantes, mas o intercepto variou entre as empresas. Essa abordagem segundo Gujarati (2006) respeita a “individualidade” de cada empresa, isto é, no momento em que o modelo é estimado – neste caso, o efeito provocado pelo nível de *social disclosure* no custo de capital próprio – esse efeito é diferente para cada empresa, fazendo com que exista um modelo para cada uma delas.

Além disso, foi necessário que a estimação fosse realizada com a correção pela matriz de *White*, uma vez que o mesmo apresentou evidências de heterocedasticidade, conforme os testes de *Bartlett* (p-valor <0,0000) e *Levene* (p-valor <0,0003), bem como pelo teste de *Brown-Forsythe* (p-valor <0,0819) somente a 10%.

Apesar do teste de *Brown-Forsythe* não indicar heterocedasticidade no modelo, ao nível de significância de 5%, após a estimação com a correção pela matriz de *White* os coeficientes de cada empresa não apresentaram evidências de heterocedasticidade.

Desse modo, a estimação do modelo de regressão com dados em painel foi realizada com efeitos fixos seccionais, com os coeficientes angulares constantes, variação do intercepto entre as empresas e corrigido pela matriz de *White* para heterocedasticidade, conforme a seguir.



**Tabela 2 – Resultados da estimação dos dados em painel com efeitos fixos seccionais para variável dependente custo de capital próprio**

Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística <i>t</i>	Prob.
SDISC	-0.003824	0.001818	-2.103226	0.0360
INTER	-0.101739	0.016790	-6.059681	0.0000
LEGSOC	-0.226861	0.018612	-12.18897	0.0000
TAM <sub>1</sub>	0.375762	0.087867	4.276472	0.0000
TAM <sub>2</sub>	-0.198691	0.061634	-3.223735	0.0014
BM	0.058011	0.008853	6.552619	0.0000
ALAV	-0.033917	0.006176	-5.491779	0.0000

\* Corrigido pela Matriz de *White* para Heterocedasticidade

Fixed Effects (Cross)		Fixed Effects (Cross)		Fixed Effects (Cross)	
_A1-C	-2.516001	_A29-C	-2.48863	_A57-C	-2.365831
_A2-C	-3.036077	_A30-C	-2.555846	_A58-C	-2.40488
_A3-C	-3.083434	_A31-C	-2.639295	_A59-C	-3.122049
_A4-C	-2.241513	_A32-C	-2.08487	_A60-C	-2.552841
_A5-C	-2.888937	_A33-C	-2.325791	_A61-C	-2.204571
_A6-C	-2.920663	_A34-C	-2.189246	_A62-C	-2.132897
_A7-C	-1.854323	_A35-C	-2.577241	_A63-C	-1.924661
_A8-C	-3.145458	_A36-C	-1.979748	_A64-C	-2.771558
_A9-C	-3.222751	_A37-C	-2.766171	_A65-C	-2.70998
_A10-C	-2.374188	_A38-C	-2.523374	_A66-C	-1.97889
_A11-C	-2.822588	_A39-C	-2.332224	_A67-C	-2.889252
_A12-C	-2.350504	_A40-C	-2.494677	_A68-C	-2.669826
_A13-C	-2.429365	_A41-C	-2.476987	_A69-C	-2.499825
_A14-C	-2.848534	_A42-C	-2.290891	_A70-C	-2.461833
_A15-C	-3.146021	_A43-C	-3.085367	_A71-C	-1.580782
_A16-C	-2.375221	_A44-C	-2.172307	_A72-C	-2.688615
_A17-C	-2.444419	_A45-C	-2.413932	_A73-C	-2.64656
_A18-C	-2.396324	_A46-C	-2.588316	_A74-C	-2.403614
_A19-C	-2.08231	_A47-C	-2.539084	_A75-C	-2.75131
_A20-C	-2.580823	_A48-C	-2.429129	_A76-C	-2.749096
_A21-C	-2.35565	_A49-C	-2.878135	_A77-C	-2.320548
_A22-C	-2.68985	_A50-C	-1.958941	_A78-C	-2.321547
_A23-C	-2.62614	_A51-C	-2.220138	_A79-C	-2.727344
_A24-C	-2.449642	_A52-C	-2.187566	_A80-C	-3.099164
_A25-C	-2.497227	_A53-C	-2.063415	_A81-C	-2.673254
_A26-C	-3.130649	_A54-C	-2.803439	_A82-C	-2.652078
_A27-C	-2.622441	_A55-C	-2.558862	_A83-C	-2.337002
A28-C	-2.512199	A56-C	-2.599929		
Effects Specification					
Cross-section fixed (dummy variables)					
Weighted Statistics					
R-squared	0.388949	Mean dependent var		0.200311	
Adjusted R-squared	0.205221	S.D. dependent var		0.458635	
S.E. of regression	0.408875	Sum squared resid		49.48493	
F-statistic	0.000000				

Inicialmente, verifica-se que o modelo é significativo como um todo, considerando o resultado do *Teste F* (p-valor da estatística  $F < 0,01$ ). O que chama a atenção no modelo encontrado são as variáveis que representam tamanho – TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub> – serem significativas em conjunto e com sinais invertidos (TAM<sub>1</sub> – sinal positivo e TAM<sub>2</sub> – sinal negativo).

Como já mencionado, essas variáveis são positivamente correlacionadas entre si ( $>0,9$ ), o que indicaria possíveis problemas de multicolinearidade. Entretanto, segundo Gujarati (2006, p.290) o fato dos coeficientes serem altamente correlacionados “são condição suficiente mas não necessária, para a existência de multicolinearidade” e ainda segundo este mesmo autor a análise das variáveis incluídas no modelo por meio de uma “alta correção parcial pode ser ineficaz em decorrência de diferentes padrões de multicolinearidade” (GUJARATI, 2006, p.290). Isso é o que pode estar ocorrendo, isto é, apesar de uma alta correlação parcial entre essas variáveis, elas não devem estar provocando vieses ao modelo estimado.

Em decorrência da possibilidade de haver multicolinearidade entre essas variáveis, é necessário analisar se os problemas decorrentes da multicolinearidade são encontrados neste modelo, que são principalmente: a) razão *t* de um ou mais coeficientes tende a ser estatisticamente insignificante; e b) a medida geral de ajustamento, R<sup>2</sup>, alto, isto é, superior a 0,8 (GUJARATI, 2006; BROOKS, 2008).

Analisando a razão *t* de todos os coeficientes em conjunto, incluindo TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>, o modelo teve um melhor ajuste haja vista que todos possuem uma probabilidade p-valor  $< 0,05$ . Além disso, foi realizada estimação segregada das variáveis TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>.

Na estimação somente com a variável TAM<sub>1</sub>, o resultado é positivo e significativo ao nível de significância de 5% e a variável *social disclosure* teve um sinal negativo e significativo ao nível de significância de 10%.

Já na estimação com a variável TAM<sub>2</sub> o resultado é positivo e não significativo ao nível de significância de 5% e a variável *social disclosure* teve um sinal negativo e significativo ao nível de significância de 10%. Como se observa, o sinal da variável *social disclosure* não se alterou com a estimação em separado de TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>.

Com a estimação em conjunto de TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>, o modelo encontra melhor ajuste à medida que os coeficientes tornam-se mais representativos, sentido inverso ao que é sugerido quando da existência de multicolinearidade.

Quanto ao R<sup>2</sup> o resultado encontrado (0,389) é inferior ao nível sugerido para a existência de multicolinearidade que é a partir de 0,8 (GUJARATI, 2006; BROOKS, 2008). Diante disso, os resultados sugerem a não existência de multicolinearidade entre as variáveis TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>.

Considerando as evidências de não existência de multicolinearidade entre as variáveis TAM<sub>1</sub> e TAM<sub>2</sub>, observa-se que o sinal de TAM<sub>1</sub> é positivo, contrariando a expectativa inicial. Esse resultado leva a inferir que, empresas com ativos elevados requerem um maior esforço para a obtenção do retorno esperado do investimento, representando desse modo uma medida de risco quando da análise pelo mercado.

De forma contrária, TAM<sub>2</sub> que é representado pelo total de receitas operacionais, tende a representar uma medida de eficiência na utilização dos recursos, uma vez que a combinação de maiores receitas com menores ativos provocará um maior retorno para o investidor.

Em relação à normalidade dos resíduos, foi realizado teste de *Jarque-Bera* para cada uma das equações com um p-valor  $> 0,05$  para todas as empresas, o que indica normalidade. Quanto à existência de autocorrelação, foi realizado do teste *Q* de *Box e Pierce*, conforme demonstrado a seguir:

Tabela 3 – Teste de autocorrelação dos resíduos de *Box e Pierce*

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.364	-0.364	1.1574	0.282
		2	0.033	-0.115	1.1699	0.557
		3	-0.299	-0.383	2.7381	0.434
		4	0.130	-0.184	3.3315	0.504

Os resultados do teste  $Q$  não rejeitam a hipótese nula de não existência de autocorrelação e, portanto, sugerem a não existência de autocorrelação dos resíduos (todos os p-valores são maiores que 0,05). Corroborando a não existência de autocorrelação dos resíduos, os valores encontrados para autocorrelação parcial (PAC) e autocorrelação (AC) estão em torno de zero.

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

A partir dos testes realizados e dos resultados encontrados, o modelo estimado é significativo e corrobora a hipótese central da pesquisa indicando que *há relação entre o nível de social disclosure e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto*.

A seguir será apresentado um resumo dos resultados esperados em relação aos resultados encontrados.

Variáveis Independentes	Sinal Esperado	CAPM	
		Sinal Observado	Sig
Social Disclosure (SDISC)	(-)	(-)	Sim**
Internacionalização (INTER)	(-)	(-)	Sim*
Efeito da Alteração na Legislação Societária (LEGSOC)	não previsto	(-)	Sim*
Tamanho – ativo – (TAM <sub>1</sub> )	(-)	(+)	Sim*
Tamanho – receita operacional – (TAM <sub>2</sub> )	(-)	(-)	Sim*
Razão entre valor patrimonial e valor de mercado (BM)	(+)	(+)	Sim*
Alavancagem (ALAV)	(+)	(-)	Sim*
List – Empresas listadas em fundos socialmente responsáveis	(-)	Retirada do modelo	Não

\* Significativa ao nível de significância de 1%

\*\* Significativa ao nível de significância de 5%

#### Quadro 2 – Resumo dos resultados – custo de capital próprio (CAPM) e variáveis independentes

Antes mesmo de comentar de forma mais detalhada os resultados apresentados no quadro anterior, vale ressaltar que o modelo apresentado foi estimado com dados em painel com efeitos fixos na forma seccional. Outras estimações foram realizadas, como por exemplo, da variável *social disclosure* do período anterior (p.e., ano 2005) com a variável custo de capital em momento posterior (p.e., primeiro semestre de 2006), sob a hipótese que a informação somente teria repercussão na variável dependente após sua divulgação, hipótese esta não corroborada.

Quanto aos resultados obtidos, contrariando expectativa inicial, o sinal observado para a variável alavancagem é negativa.

Uma hipótese para a ocorrência desse resultado pode ser o fato de que empresas com maior endividamento passam a ter uma maior cobertura por parte dos analistas, que por sua vez exigem maior transparência das ações gerenciais e prestação de contas, ocasionando dessa forma uma maior confiabilidade ao mercado face as medidas tomadas para que isso ocorra.

Esse resultado não corrobora estudos anteriores como o de Richardson e Welker (2001), bem como o de Rover e Murcia (2010) para uma amostra de empresas brasileiras.

Um outro resultado que chama a atenção é o fato de a variável tamanho, medida pelo logaritmo natural do total dos ativos, ter um sinal positivo para o custo de capital, indicando que empresas com ativos maiores podem representar um risco para o alcance do retorno esperado, enquanto que empresas com maiores receitas demonstram melhores expectativas de retorno. Esse resultado vai ao encontro dos achados de Dhaliwal *et. al.* (2009) e Rover e Murcia (2010) para os quais a variável tamanho, mensurado pelo total de ativos teve uma correspondência positiva para com o custo de capital.

A variável *dummy* – efeitos da legislação societária – inserida no modelo foi significativa, demonstrando que as mudanças promovidas pelas leis 11.638/2007 e 11.941/2009 tiveram impacto no resultado econômico das organizações, bem como na percepção do mercado ao precificar o custo de capital próprio, fazendo com que seja necessária sua inclusão em modelos econométricos que se valem de séries temporais, como forma de atenuar eventuais distorções.

No caso da variável internacionalização, que representa empresas que buscam captar recursos via bolsa de valores internacionais, o resultado alcançado vai ao encontro dos estudos anteriores (STULZ, 1999; BRUNI, 2002; ALENCAR, 2007; ROVER; MURCIA, 2010) à medida que corrobora a hipótese de que tais empresas ao buscarem tais mercados são percebidas como organizações com melhores práticas gerenciais, incluindo as de evidenciação, o que por sua vez diminui o risco percebido pelo mercado financeiro.

A variável *list*, que representa as empresas listadas em fundos socialmente responsáveis, ao ser incluída no modelo, não foi significativa, e por isso foi excluída, dado que o modelo estimado sem esta variável encontrou melhor ajuste.

Esse resultado de certa forma não era esperado, uma vez que um dos fatores determinantes para as empresas melhorarem seu nível de *social disclosure* é justamente o fato de estarem listadas em fundos socialmente responsáveis. Desse modo, esse resultado contraria os achados de Silva e Quelhas (2006) para o mercado brasileiro à medida que não reconhece que empresas ao serem listadas em fundos socialmente responsáveis criam uma imagem reputacional positiva a ponto de captarem recursos com taxas mais atrativas se comparado com aquelas que não são listadas.

Em relação a variável *social disclosure*, cabe inicialmente destacar que há uma tendência na melhoria da qualidade desse tipo de informação, uma vez que, durante o período observado (2005 a 2009) a quantidade de empresas classificadas com um nível de evidenciação – alto – subiu de 17 (20,99%) para 22 (26,51%), enquanto que aquelas classificadas como – ruim – reduziu de 25 (30,86%) para 21 (25,30%).

Essa tendência demonstra o interesse e o empenho das empresas no sentido de dar maior transparência à suas ações gerenciais no que tange ao planejamento, execução e controle de seus programas sociais, corroborando dessa forma pesquisa realizada pela KPMG INTERNATIONAL (2008).

Além disso, as empresas estão utilizando os relatórios sociais como um caminho para prover melhorias na qualidade em sua prestação de contas, trazendo para esses relatórios informações úteis como já mencionado por Ramanathan (1976), tais como: a) objetivos dos programas sociais; b) políticas de apoio aos programas sociais; c) desempenho e contribuições por meio dos programas sociais. Tais ações não somente acabam equilibrando os conflitos de interesses (RAMANATHAN, 1976) como também exercem um papel de redução dos custos de agência como mencionam Riahi-Belkaoui (2004), Gray *et. al.* (2001) e Heal (2004).

Com isso, acaba-se criando um círculo virtuoso, dado que a empresa se vale dos programas sociais como instrumento de redução de suas externalidades na comunidade (HAMMOND; MILES, 2004; McWILLIAMS; SIEGEL; WRIGHT, 2006), reduz o risco reputacional (JENSEN, 2001; MACHADO FILHO; ZYLBERSZTAYN, 2003; SAIA; CARROL; BUCHHOLTZ, 2003) e por consequência o custo de captação de recursos (PODDI; VERGALLI, 2009; DHALIWAL *et. al.*, 2009).

Esse comportamento torna-se mais relevante se contrastado com o aumento na entrada de recursos estrangeiros no país, ocorrido na última década (LIMA Jr; JAYME Jr, 2008) bem como de transações médias diárias envolvendo o mercado de ações à vista na BM&FBOVESPA, que passou de pouco mais de 550 milhões de dólares no ano de 2005 para 2,43 bilhões de dólares em 2009 (BM&FBOVESPA, 2011).

Esse ambiente de maior desenvolvimento do mercado acionário, bem como da relevância do papel das informações sociais, traz consigo uma maior responsabilidade por parte dos elaboradores dos relatórios de responsabilidade social, incluindo os profissionais da área contábil.

Ainda no que diz respeito ao resultado encontrado, cabe mencionar que, a informação relacionada aos programas sociais é capturada pelo mercado antes mesmo de ser divulgada, à medida que estes foram significativos contemporaneamente, isto é, na data-base do relatório de responsabilidade social e não a partir da data de sua divulgação.

Isso demonstra que tem havido uma cobertura por parte do mercado quanto às decisões gerenciais acerca dos programas sociais, não somente no momento em que as informações são divulgadas, mas ao longo do ano, premiando o comportamento de longo prazo das empresas que possuem um maior nível de *social disclosure* à medida em que estas captam recursos à taxas mais atrativas.

Essa situação vai ao encontro ao que McWilliams, Siegel e Wright (2006) comentam acerca da necessidade de mecanismos que direcionem o gestor à possuir um padrão para a destinação de recursos, o que por sua vez é visto como uma forma de antecipar as ações que serão realizadas e com isso se antecipar a divulgação.

Além disso, o fato de que o mercado se antecipa e precifica as informações sociais contidas nos relatórios, indica a existência, para o mercado brasileiro, da versão semi-forte da hipótese de eficiência de mercado (FAMA, 1970) corroborando estudos anteriores para este mercado (BELO; BRASIL, 2006; LIMA; TERRA, 2004; SARLO NETO, 2004).

Essa constatação é importante em decorrência dos cuidados que as organizações devem possuir ao elaborar sua prestação de contas, em especial acerca de suas ações de responsabilidade social, dado que a ausência de tais informações ou seu baixo nível de evidenciação acarretará um maior custo de captação de recursos.

No que diz respeito às informações analisadas, muito embora aquelas relacionadas à ações futuras ainda careçam de melhorias, o que se nota é que as empresas de uma forma geral buscam deixar transparente sua atuação quanto aos objetivos dos programas sociais e os resultados alcançados, criando desse modo um comportamento ao longo do tempo que permite ao mercado financeiro antecipar a divulgação da informação e precificá-la.

Com isso, apesar de haver uma alocação de recursos em ações que fogem ao escopo de sua atividade operacional, o mesmo não diminui sua competitividade como mencionam Coase (1960) e Friedman (1970), haja vista que tais ações são consideradas como uma política de estratégia a longo prazo (JENSEN, 2001; SAIA; CARROL; BUCHHOLTZ, 2003), o que por sua vez pode criar uma propensão de os analistas indicarem tais empresas como investimento, como afirmam Ioannou e Serafim (2009).

Por fim, verifica-se que as empresas que buscam melhorias na qualidade de seu *social disclosure* cumprem não somente uma obrigação natural de prestar contas dos recursos investidos por terceiros (COVELLO, 1996) como também com o seu contrato econômico (CARROLL, 1979), via geração de lucros, como seu contrato social (RAMANATHAN, 1976), via realização ou promoção de programas sociais.

## CONCLUSÕES

Com objetivo de testar se há relação entre o nível de *social disclosure* com o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto, este estudo utilizou indicador com 13 itens, sustentado nos estudos de Ramanathan (1976), Haydel, (1989) e Hammond e Miles (2004) que tem por objetivo avaliar a informação de natureza social sob a vertente das ações discricionárias empreendidas por empresas através de programas sociais na comunidade.

Em relação ao teste da hipótese principal do estudo – *há relação entre o nível de social disclosure e o custo de capital próprio em empresas brasileiras de capital aberto* – a hipótese foi corroborada à medida que a variável *social disclosure* foi significativa, bem como seu sentido foi inverso ao custo de capital próprio.

Esse resultado corrobora a hipótese subjacente do estudo, à medida que o *social disclosure* pode ser visto como um instrumento na redução da assimetria entre as ações discricionárias do gestor e as expectativas dos investidores, bem como de governança corporativa, à medida que reduz os custos de agenciamento, servindo por um lado como instrumento de monitoramento das ações gerenciais e por outro como redução do custo de captação de recursos.

Os resultados também evidenciam que as informações sociais são capturadas pelo mercado via precificação das ações, corroborando a versão semi-forte da hipótese de eficiência de mercado, que se refere à incorporação aos preços das ações, e conseqüentemente aos retornos, das informações disponíveis (passadas e presentes) de forma eficiente.

Além de precificar as informações disponíveis (passadas e presentes) o mercado se antecipa na precificação do custo de capital, uma vez que as mesmas foram significativas contemporaneamente, isto é, na data-base do relatório social, indicando que as empresas ao buscarem reduzir suas externalidades via programas sociais, devem fazê-lo de forma a sustentar suas ações no longo prazo, dado que os analistas acompanham as decisões tomadas ao longo do tempo.

Essa tendência traz importantes indicativos acerca da relevância da informação social e da necessidade do desenvolvimento desta enquanto instrumento de prestação de contas, dado que no Brasil não há instrumentos válidos disponíveis que norteiem tanto o elaborador dos relatórios de responsabilidade social, e tampouco o usuário externo quanto à qualidade de tais informações.

Portanto, a principal contribuição deste estudo à literatura da área é a evidenciação empírica que o mercado leva em consideração o *social disclosure* ao precificar as ações a partir de indicador que avaliou somente o *social disclosure* relacionado aos programas sociais externos.

Quanto à sugestões para trabalhos futuros, pode-se indicar a realização de pesquisas por meio de estudo de eventos para identificar se o mercado financeiro reage antecipadamente ou não à divulgação das informações de natureza social, à medida que esta foi significativa no *cross section* para este estudo. Além disso, poder-se-á realizar estudo com testes entre *social disclosure* e outras medidas de desempenho econômico.

## REFERÊNCIAS

- ALENCAR, Roberta Carvalho. Custo de Capital Próprio e Nível de *Disclosure* nas Empresas Brasileiras. **Brazilian Business Review**, jan./jun., 2005, pp. 01-12.
- ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. **Custo do Capital Próprio e Nível de Disclosure nas Empresas Brasileiras**. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 5, 2005, São Paulo. Anais... Disponível em: <<http://www.congerssoeac.locaweb.com.br/artigos52005/162.pdf>> acesso em 05 abr 2010.
- ANDERSON, J. C.; FRANKLE, A. W. *Voluntary social reporting: an iso-beta portfolio analysis*. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 55, n. 3, p.467-479, Jul. 1980.
- ARAÚJO, E.; FAJARDO, J.; TAVANI, L. C. Di. CAPM Usando uma Carteira Sintética do PIB Brasileiro. **Estudos Econômicos**, v.36, n.3, jul./set., 2006, pp.465-505.
- BARDIN, Laurence. **Análise de Conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BECCHETTI, L.; CICIRETTI, R.; HASAN, I. *Corporare Social Responsibility and Shareholder's Value: An Empirical Analysis*. **Bank of Finland Research Discussion Papers**, 1, 2009.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARD, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução: Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara, José Nicolas Albuja Salazar. São Paulo: Atlas, 2001.
- BROOKS, Chris. **Introductory Econometrics for Finance**. 2<sup>a</sup> edition. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.
- CARROLL, Archie B. A three-dimensional conceptual model corporate performance. **Academy of Management Review**, Biarcliff Manor, v. 4, n. 4, p. 497-505, 1979.
- COASE, R. H. *The Problem of Social Cost*. **Journal of Law and Economics**, Oct, 1960.
- COCHRAN, Philip L.; WOOD, Robert A. *Corporate Social Responsibility and Financial Performance*. **Academy of Management Journal**, vol. 27, n° 1, p.42-56, 1984.
- COSTI, R. M.; SOARES, R. O. **Determinantes do Custo de Capital Implícito das Empresas Negociadas na BOVESPA**. In: Encontro Brasileiro de Finanças, 2008, Rio de Janeiro. Anais do VIII EBFIN, 2008.
- COVELLO, S. C. **Obrigação natural: elementos para uma possível teoria**. São Paulo: Leud, 1996.
- DAHLMAN, Carl J. *The Problem of Externality*. **Journal of Law and Economics**, vol. 22, n°1, Apr., 1979, pp. 141-162.
- DHALIWAL, D.; LI, O. Z.; TSANG, A.; YANG, Y. G. *Voluntary Non-Financial Disclosure and the Cos of Equity Capital: The Case of Corporate Social Responsibility Reporting*. February (2009), Disponível em SSRN: <[papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1343453](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1343453)> acesso em 07 abr 2010.
- ESTES, Ralph W. *Socio-Economic Accounting and External Diseconomies*. **The Accounting Review**, April, 1972, p.284-290.
- FAMA, Eugene F. *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*. **The Journal of Finance**, vol. 25, n.2, may, 1970, p.383-417.
- FAMA, Eugene F.; FRENCH, Kenneth R. *The Cross-Section of Expected Stock Returns*. **Journal of Finance**, vol. 47, n.2, jun., 1992, pp.427-465.
- FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. **The New York Times Magazine**, vol. 13, Sep., 1970.
- GARRÁN, Felipe Turbuk; MARTELANC, Roy. **Metodologias em Uso no Brasil para Determinação do Custo de Capital Próprio**. Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós graduação em Administração (ENANPAD), 31., 2007, Rio de Janeiro, Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2007, 1 CD-ROM.
- GRAHAM, John; HARVEY, Campbell. *How Do CFOs Make Capital Budgeting and Capital Structure Decisions?* **Journal of Applied Corporate Finance**, vol. 15, n.1, 2002, p.7-23.

- GUJARATI, Damodar. **Econometria Básica**. 4ª Edição. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HAMMOND, Kim; MILES, Samantha. *Assessing quality assessment of corporate social reporting: UK perspectives*. **Accounting Forum**, vol. 28, 2004, p.61-79.
- HAYDEL, Belmont F. A Administração Estratégica de Programas de Responsabilidade Social em Empresas Multinacionais: Percepções da Alta Diretoria. **Revista de Administração de Empresas**, n.29, vol.3, jul./set., 1989, p.5-29.
- HEAL, Geoffrey. *Corporate Social Responsibility - An Economic and Financial Framework*. Dec., 2004, Disponível em SSRN: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=642762](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=642762)>.
- HILLMAN, Amy J.; KEIM, Gerald D. Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's bottom line? **Strategic Management Journal**, vol.22, p.125-139, 2001.
- JENSEN, Robert. E.; CAMPFIELD, William L.; FRANK, Werner G.; LUOMA, Garay A.; MANES, Rene P.; OLIVER, Bruce L.; ONSI, Mohamed; FRANCIS, Mildred. *Report of the Committee on Measures of Effectiveness for Social Programs*. **The Accounting Review, Supplement to Volume XLVII**, vol.47, 1972, p.337-396.
- JENSEN, M. C. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **Journal of Applied Corporate Finance**, Fall, 2001.
- KPMG INTERNACIONAL. **KPMG Internacional Survey of Corporate Responsibility Reporting 2008**. Disponível em <http://kpmg.com> em 02 Ago. 2009.
- LINTNER, John. *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*. **Review of Economics and Statistics**, vol. 47, n.1, feb., 1965, pp.13-37.
- MACHADO FILHO, Cláudio Antonio Pinheiro; ZYLBERSZTAJN, Décio. Responsabilidade Social Corporativa e a Criação de Valor para as Organizações. **Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, Série de Working Papers, Working Paper n.03/024**. 2003. Disponível em <<http://www.ead.fea.usp.br/wpapers>> Acesso em 31 mar. 2010.
- McWILLIAMS, Abigail; SIEGEL, Donald S.; WRIGHT, Patrick M. *Corporate Social Responsibility: Strategic Implications*. **Journal of Management Studies**, vol. 43, n°. 1, Jan., 2006, pp. 1-18.
- ORLITZKY, Marc; BENJAMIN, John D. *Corporate Social Performance and Firm Risk: A Meta-Analytic Review*. **Business Society**, vol. 40, n.4, 2001, p.369-396.
- PELIANO, Anna Maria T. Medeiros (coord.) *et al.* **A iniciativa privada e o espírito público: um retrato da ação social das empresas no Brasil**. Brasília: Ipea, 2002.
- PELIANO, Anna Maria T. Medeiros (coord.) *et al.* **A iniciativa privada e o espírito público: a evolução da ação social das empresas privadas no Brasil**. Brasília: Ipea, 2006.
- PODDI, Laura; VERGALLI, Sergio. *Does Corporate Social Responsibility Affect the Performance of Firms?* **Nota Di Lavoro 52.2009**. 2009. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=1444333>>.
- RAMANATHAN, Kavasseri V. *Toward a theory of corporate social accounting*. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 51, n. 3, p. 516-528, Jul. 1976.
- RIAHI-BELKAOUI, Ahmed. **Accounting Theory**. 5ª edition. London: Thomson Learning, 2004.
- RIAHI-BELKAOUI, Ahmed; KARPIK, Philip G. *Determinants of the Corporate Decision to Disclosure Social Information*. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, Vol. 1 No. (1), pp. 36-51, Dec, 1988.
- RICHARDSON, Alan J.; WELKER, Michael; HUTCHINSON, Ian R. Managing capital market reactions to corporate social responsibility. **International Journal of Management Reviews**, Vol. 1, 1999, p.17-43.



- RICHARDSON, Alan J.; WELKER, Michael. Social Disclosure, Financial Disclosure and the Cost Capital of Equity Capital. **Accounting Organizations and Society**, Vol. 26, 2001, p.597-616.
- REIS, C. F.; COSTA, O. L. V. Generalização do CAPM aplicada ao mercado de telefonia celular do Brasil. **Rev. Ciênc. Admin.**, v. 14, n.1, ago. 2008, p. 89-104.
- ROGERS, Pablo; SECURATO, José Roberto. Estudo Comparativo no Mercado Brasileiro do Capital Asset Pricing Model (CAPM), Modelo 3-Fatores de Fama e French e Reward Beta Approach. **RAC Eletrônica (Online)**, v. 3, p. 159-179, 2009.
- ROVER, Suliani; MURCIA, Fernando Dal-Ri. **Influência do *Disclosure* Voluntário Econômico e Socioambiental no Custo de Capital Próprio das Empresas Brasileiras**. In. Encontro da Associação Nacional dos Programas de pós graduação em Contabilidade (ANPCONT), 4., 2010, Natal, Anais... Natal: ANPCONT, 2010, 1 CD-ROM.
- SAIIA, David H.; CARROLL, Archie B.; BUCHHOLTZ, Ann K. Philanthropy as Strategy: when Corporate Charity “Begins at Home”. **Business & Society**, vol. 42, n.2, Jun, 2003, p.169-201.
- SANVICENTE, Antonio Zoratto. **A Relevância de Prêmios por Risco Soberano e Risco Cambial no Uso do CAPM para Estimação do Custo de Capital das Empresas**. In. IV Encontro Brasileiro de Finanças, 4., 2004, São Paulo, Anais... São Paulo: Sociedade Brasileira de Finanças, 2004.
- SILVEIRA, H. P.; BARROS, L.A.; FAMA, R. **Conceito de Taxa Livre de Risco e sua Aplicação no Capital Asset Pricing Model - Um Estudo Exploratório para o Mercado Brasileiro**. In: 2º Encontro Brasileiro de Finanças, 2002, Rio de Janeiro. 2º Encontro Brasileiro de Finanças, 2002.
- SHARPE, William F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. **The Journal of Finance**, vol. 19, n.3, sep., 1964, p.425-442.
- SCOTT, William Robert. **Financial Accounting Theory**. 5th edition. Toronto: Pearson Prentice Hall, 2009.
- SILVA, Lilian Simone Aguiar da; QUELHAS, Osvaldo Luiz Gonçalves. **Sustentabilidade Empresarial e o Impacto no Custo de Capital Próprio das Empresas de Capital Aberto**. *Gestão & Produção*, v.13, n.3, set/dez, 2006, PP.385-395.
- SMITH, Joyce van der Laan; ADHIKARI, Ajay; TONDKAR, Rasoul H. *Exploring differences in social disclosure internationally: A stakeholder perspective*. **Journal of Accounting and Public Policy**, Vol. 24, p.123-151, 2005.
- STERNBERG, Elaine. *The Stakeholder Concept: A Mistaken Doctrine*. **Foundation for Business Responsibilities**, Issue Paper No. 4, November 1999. Disponível em SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=263144>> em 21 jun 2007.
- WADDOCK, Sandra A.; GRAVES, Samuel B. The corporate social performance/financial performance link. **Strategic Management Journal**, vol. 18, 4, p.313-319, 1997.

<sup>i</sup> Os autores trabalham com a ideia que as empresas com atividades de responsabilidade social podem obter ganhos de capital reputacional, alavancando oportunidades de negócios, reduzindo riscos potenciais de sua conduta no mercado, preservando ou gerando aumento do valor da empresa. Nesse contexto, risco reputacional está relacionado ao fato da empresa conviver com fatores, internos e/ou externos, que possam trazer prejuízos à imagem da organização.

<sup>ii</sup> Programa social é um plano de ação, uma experiência introduzida em sociedade com a finalidade de produzir uma mudança no *status* da sociedade ou de alguns de seus membros.

<sup>iii</sup> provides an important and useful way to model the market’s expectation of a share’s return and a firm’s cost of capital, and that the model depends crucially on securities market efficiency [...] it shows clearly how new information affects current share price.

<sup>iv</sup> TAM<sub>1</sub> – variável tamanho mensurado pelo total de ativos

TAM<sub>2</sub> – variável tamanho mensurado pelo total de receita operacional