


## O tom da divulgação importa? Uma análise dos efeitos do tom do disclosure de RSC no desempenho das firmas


Does the disclosure tone matter? An analysis of the CSR disclosure tone effects on firm performance

¿Importa el tono de la divulgación? Un análisis de los efectos del tono de divulgación de RSC en el desempeño de la empresa

**Dermeval Martins Borges Júnior**

Doutor em Ciências Contábeis (UFU)  
Doutorando em Administração pelo PPGA/FAGEN (UFU),  
Uberlândia/MG, Brasil  
dermevaljr14@hotmail.com  
<https://orcid.org/0000-0003-2279-449X> 

**Rodrigo Fernandes Malaquias\***

Doutor em Administração de Empresas  
pela EAESP (FGV)  
Professor Associado (UFU), Docente Permanente do PPGA/FAGEN  
(UFU), Uberlândia/MG, Brasil  
rodrigofmalaquias@yahoo.com.br  
<https://orcid.org/0000-0002-7126-1051> 

**Endereço do contato principal para correspondência\***

Av. João Naves de Ávila, 2121, Bloco F, Sala 1F-216, Santa Mônica, CEP: 38.400-902, Uberlândia/MG, Brasil

### Resumo

O objetivo deste trabalho é examinar os efeitos do tom do *disclosure* de RSC, em suas dimensões ambiental, social e econômica, no desempenho das companhias abertas brasileiras. A amostra final contemplou dados financeiros e 1.797 reportes corporativos, provenientes de 219 companhias abertas brasileiras distintas no período de 2010 a 2019. Os dados foram analisados a partir de estatísticas descritivas e aplicação de modelos de regressão com dados em painel. Os resultados desta pesquisa demonstram que informações de RSC otimistas apresentadas nos relatórios implicam em melhores índices de valor de mercado, bem como na redução do custo de capital. Assim, verifica-se a necessidade de se considerar o tom empregado na publicação e os tópicos que compõem a RSC na avaliação do *disclosure* de RSC e seu efeito no desempenho, avançando em relação aos estudos que se baseiam na simples observação da publicação ou não de determinado relatório ou assunto nos documentos.

**Palavras-chave:** responsabilidade social; desempenho da firma; finanças corporativas; ambiente e desenvolvimento; sustentabilidade

### Abstract

The aim of this paper is to examine the effects of CSR disclosure tone, in the environmental, social and economic dimensions, on the performance of Brazilian listed companies. The final sample included financial data from 219 different Brazilian listed companies and 1,797 corporate reports from 2010 to 2019. The data were analyzed by using descriptive statistics and regression models with panel data. The results of this research demonstrated that the prevalence of optimistic CSR information, presented in the reports, implies better market value index, as well as a reduction in the cost of capital. Thus, there is the need to consider the disclosure tone and CSR topics when assessing the CSR disclosure and its effect on performance, therefore advancing in relation to studies that are based on a simple observation of whether a report or subject should be published in the documents.

**Keywords:** social responsibility; firm performance; corporate finance; environment and development; sustainability

### Resumen

El objetivo de este trabajo es examinar los efectos del tono de divulgación de la RSC, en sus dimensiones ambiental, social y económica, sobre el desempeño de las empresas cotizadas brasileñas. La muestra final incluyó datos financieros de 219 diferentes sociedades cotizadas brasileñas y 1.797 informes corporativos en el período comprendido entre 2010 y 2019. Los datos se analizaron utilizando estadísticas descriptivas y modelos de regresión con datos de panel. Los resultados de esta investigación demuestran que la

prevalencia de información de RSC optimista, presentada en los informes, implica en mejores índices de valor de mercado, así como una reducción en el costo de capital. Así, surge la necesidad de considerar el tono utilizado en la publicación y los temas que componen la RSC en la evaluación de la divulgación de la RSC y su efecto en el desempeño, avanzando en relación a los estudios que se basan en la simple observación de la publicación o no de un informe o tema particular en los documentos.

**Palabras clave:** responsabilidad social; resultados de la empresa; finanzas corporativas; medio ambiente y desarrollo; sostenibilidad

## 1 Introdução

A teoria da discricionariedade do *disclosure*, também conhecida por teoria da divulgação, cujos modelos iniciais decorrem de Verrecchia (1983) e Dye (1985), tem como pressuposto básico que a informação representa um sinal que revela o valor intrínseco de determinado ativo de risco afetado por algum ruído (e.g. a assimetria informacional). Deste modo, no caso da divulgação voluntária, a decisão do gestor de tornar pública ou não a informação dependerá de suas implicações no valor do ativo. Portanto, com base na teoria da discricionariedade do *disclosure*, é plausível supor que o efeito da divulgação no desempenho da firma sofra influência do tom adotado na comunicação. Isso quer dizer que boas notícias estariam associadas ao desempenho superior da firma, sendo o contrário para as más notícias. Como os pressupostos da teoria da discricionariedade do *disclosure* estão assentados na informação financeira de caráter voluntário, a abordagem predominante das pesquisas sobre o tom do *disclosure* envolve esse tipo de informação (Loughran & McDonald, 2016).

Contudo, a divulgação voluntária não se refere apenas a informações financeiras não-obrigatórias. Normalmente, a depender das características institucionais dos países, o *disclosure* de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) constitui uma divulgação discricionária de informações, à exceção de alguns setores de mercado cujas atividades exercem impactos socioambientais negativos (e.g. as empresas brasileiras do setor de energia elétrica, por determinação da Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL, devem divulgar informações de cunho socioambiental). Logo, as informações de RSC também podem colaborar para a compreensão do tom do *disclosure* e suas eventuais implicações no desempenho da firma.

Nos últimos cinco anos, algumas pesquisas sobre a relação entre a divulgação de RSC e o desempenho da firma passaram a incorporar análises específicas das dimensões que envolvem a RSC. Por exemplo, Verbeeten, Gamerschlag e Möller (2016) verificaram a existência de uma relação positiva entre a divulgação de informações sociais e o preço das ações, sendo que tal resultado não se manteve para a divulgação ambiental. Esses achados foram parcialmente corroborados por Mittelbach-Hörmanseder, Hummel e Rammerstorfer (2021), a diferença foi que a relação entre a divulgação ambiental e o preço das ações foi negativa. Por sua vez, Wasara e Ganda (2019) encontraram resultados similares para os índices de retorno da firma, ou seja, relação positiva entre divulgação social e rentabilidade, enquanto que o efeito da divulgação ambiental na rentabilidade foi o inverso.

Mesmo com os avanços na literatura advindos de pesquisas nesse sentido, tais como os trabalhos de Verbeeten, Gamerschlag e Möller (2016), Mittelbach-Hörmanseder, Hummel e Rammerstorfer (2021) e Wasara e Ganda (2019), parece ainda haver espaço para se identificar os elementos da divulgação de RSC que exercem maior impacto sobre as métricas de performance da firma. Isso ocorre, pois esses estudos estão centrados, fundamentalmente, na divulgação ambiental e social, não envolvendo outros componentes da RSC, como a dimensão econômica, e, principalmente, o tom do disclosure, isto é, se as informações publicadas são otimistas ou pessimistas.

Tendo em vista que a teoria da divulgação pressupõe que a decisão de divulgar ou reter determinada informação voluntária sofre influência dos efeitos econômicos decorrentes dessa divulgação (Verrecchia, 1983, Dye, 1985), sugerindo que boas ou más notícias poderiam impactar a performance da firma de maneiras distintas; e considerando que as atividades de responsabilidade social corporativa afetam o desempenho a depender da dimensão observada (Carroll & Shabana, 2010), tem-se o seguinte problema de pesquisa: quais são os efeitos do tom do *disclosure* de RSC, em suas dimensões ambiental, social e econômica, no desempenho das companhias abertas brasileiras? O objetivo geral do trabalho é examinar os efeitos do tom do *disclosure* de RSC, em suas dimensões ambiental, social e econômica, no desempenho das companhias abertas brasileiras.

Esta pesquisa se justifica, pois considera a perspectiva otimista ou pessimista que predomina no reporte corporativo, do mesmo modo leva em conta os assuntos da RSC evidenciados nos relatórios. Em função disso, foram estimadas variáveis que retratam a evidenciação de aspectos ambientais, sociais e econômicos, e seu tom positivo ou negativo, a partir da análise textual de 1.797 reportes corporativos. Logo, esta pesquisa representa um avanço em relação aos estudos anteriores que observaram a divulgação de RSC a partir do uso de um índice geral ou variáveis *dummies* para a publicação de relatórios, tais como Dhaliwal, Li, Tsang e Yang (2014), Plumlee, Brown, Hayes e Marshall (2015), Novaes e Almeida (2021), entre outros.

Além disso, o estudo avança no sentido de considerar as classificações dos itens de RSC

evidenciados quanto à natureza (positivo, neutro e negativo), incorporando as dimensões ambiental, social e econômica à análise do *disclosure* de RSC a partir da perspectiva de uma economia emergente. Dhaliwal et al. (2014) e Cahan et al. (2016) já demonstraram que as características do país exercem influência na relação entre divulgação de RSC e desempenho da firma. Abu Qa'dan e Suwaidan (2019) afirmam que nessas pesquisas, normalmente, são contempladas na amostra apenas empresas de países desenvolvidos. Assim, é desejável que as evidências já documentadas na literatura sejam testadas em economias emergentes, a fim de possibilitar comparações entre países desenvolvidos e em desenvolvimento.

Esta pesquisa também propõe o uso de um dicionário, em língua portuguesa, que possibilita estimar o *disclosure* de RSC, incluindo os tópicos ambiental, social e econômico, e o tom positivo, neutro ou negativo adotado na publicação, a partir da análise de frequência das palavras observadas nos reportes corporativos que estejam listadas no instrumento. Embora estudos anteriores tenham desenvolvido e aplicado dicionários para a mensuração do *disclosure* em relatórios financeiros (Henry & Leone, 2016; Loughran & McDonald, 2016), nenhum deles contempla termos e expressões usuais na divulgação de RSC, além de estarem em idiomas estrangeiros, dificultando assim a aplicação no contexto brasileiro, com documentos em português.

Cabe mencionar que o uso de dicionários para a avaliação do *disclosure* de RSC, incluindo o tom da divulgação e seus reflexos no desempenho da firma, constitui abordagem inovadora na literatura brasileira. O motivo é que o *disclosure* de RSC, normalmente, é examinado pela verificação dicotômica da publicação ou pela construção de índices a partir da análise da divulgação de assuntos nos relatórios. Para exemplificar, Borges Junior (2019) estudou a associação entre a divulgação do relatório de sustentabilidade e o desempenho das firmas, sendo que o *disclosure* foi mensurado a partir de uma variável *dummy*, recebendo valor 1 para as firmas que divulgaram o relatório de sustentabilidade e 0 nos demais casos. Por sua vez, Burgwal e Vieira (2014) estudaram os determinantes do nível de divulgação ambiental, sendo que a análise dos relatórios ocorreu a partir de um instrumento pelo qual os pesquisadores atribuíram valores de 0 ou 1 para diversas sentenças referentes aos itens de divulgação.

## 2 Revisão da Literatura e Fundamentação das Hipóteses

De acordo com a teoria da discricionariedade do *disclosure*, cujas bases são atribuídas aos estudos de Verrecchia (1983) e Dye (1985), para que a firma divulgue informações de caráter voluntário, tais como as de RSC, estas devem exercer algum efeito econômico relevante. Isso ocorre, pois a informação revela o valor intrínseco de determinado ativo de risco, apesar de sua divulgação implicar em alguns custos. Assim, o gestor decide se irá divulgar ou não determinada informação voluntária a depender do efeito econômico que se espera que ela exerça sobre a firma. Diante disso, entende-se que os gestores detêm informações de RSC consideráveis, porém tendem a tornar públicas, fundamentalmente, aquelas que podem trazer benefícios econômicos à empresa.

Balabanis, Phillips e Lyall (1998) afirmam que a divulgação de RSC exerce efeito positivo na rentabilidade, pois essas informações são necessárias para que os *stakeholders* avaliem as perspectivas da firma no longo prazo, incluindo seu desempenho socioambiental. Segundo Balabanis, Phillips e Lyall (1998), alguns podem argumentar o contrário, de que as atividades de RSC e sua divulgação corroem a rentabilidade, pelo fato de iniciativas dessa natureza, tais como doações a instituições de caridade, apoio a projetos beneficentes, utilização de equipamentos e materiais ambientalmente corretos, entre outras, implicarem em eventuais custos adicionais. Apesar disso, Balabanis, Phillips e Lyall (1998) entendem que esse tipo de visão é limitado, pois não contempla os possíveis benefícios econômicos advindos de boas condutas socioambientais e negligencia os impactos negativos na rentabilidade, provenientes de uma postura socioambiental desfavorável.

Estudos anteriores já mostraram que o tom positivo do *disclosure* está positivamente associado à rentabilidade da firma (Davis, Piger & Sedor, 2012; Huang, Teoh & Zhang, 2014). Davis, Piger e Sedor (2012) observaram que o tom otimista nas comunicações de divulgação de resultados está positivamente associado à rentabilidade da firma nos trimestres subsequentes. Davis, Piger e Sedor (2012) argumentam que isso ocorre, pois os gestores utilizam o tom positivo na comunicação dos resultados como um mecanismo de *disclosure* voluntário, o qual sinaliza credibilidade das informações sobre o desempenho futuro. Davis, Piger e Sedor (2012) ressaltam, contudo, que isso só se aplica quando os gestores possuem incentivos para publicar as informações de modo sincero, isto é, depende dos custos e benefícios da aplicação de uma estratégia de divulgação verdadeira em comparação a uma falsa.

Quanto às evidências estritamente concernentes ao tom do *disclosure* de RSC, embora não existam trabalhos que considerem, em profundidade, as suas dimensões ambiental, social e econômica, há achados referentes ao desempenho ambiental positivo, sua divulgação proveniente e seu efeito na rentabilidade. Carè e Forgione (2019) analisaram a relação entre *disclosure* ambiental, desempenho ambiental e rentabilidade de 57 bancos da União Europeia. Carè e Forgione (2019) mostraram que quando a firma apresenta desempenho ambiental favorável e evidencia informações nesse sentido, há uma elevação no seu índice de retorno sobre o ativo do período. Carè e Forgione (2019) argumentam que essa rentabilidade superior advém da melhoria da reputação que a firma adquire ao apresentar boa conduta ambiental e

também pela redução de custos de financiamento, ao demonstrar investimentos nas áreas da RSC. Diante do exposto, tem-se que:

**H<sub>1</sub>:** O tom positivo (negativo) do *disclosure* exerce efeito positivo (negativo) na rentabilidade da firma.

Yekini, Wisniewski e Millo (2016) afirmam que o tom positivo adotado nos relatórios das firmas exerce uma resposta de mercado. Segundo Yekini, Wisniewski e Millo (2016) isso acontece porque os investidores, ao analisarem os relatórios publicados, são persuadidos pelas narrativas utilizadas pelas firmas, as quais afetam as decisões de aplicação de recursos. Sob a perspectiva do Modelo de Probabilidade das Elaboraões, modelo teórico da área de psicologia experimental, Yekini, Wisniewski e Millo (2016) argumentam que quanto mais as expressões positivas forem usadas nos relatórios, maior será a reação do mercado em relação às narrativas e, em consequência, o efeito no desempenho econômico da firma.

Deve-se mencionar que a natureza da divulgação, isto é, se são publicadas boas ou más notícias, também pode afetar a relação *disclosure* de RSC e valor de mercado. Segundo Rogers, Buskirk e Zechman (2011), o tom otimista na divulgação de informações voluntárias eleva as expectativas dos investidores em relação ao valor da firma, exercendo impacto positivo no preço de suas ações, o que poderia, inclusive, aumentar o risco de litígios caso as informações positivas evidenciadas sejam incompatíveis à realidade.

Especificamente no âmbito das divulgações de RSC, Du e Yu (2020) verificaram que o uso do tom otimista associado à inteligibilidade dos relatórios de RSC está positivamente relacionado ao desempenho socioambiental da firma, o qual gera reações favoráveis do mercado, isto é, melhoria nos níveis de retorno e de volume negociado das ações. Sarumpaet, Nelwan e Dewi (2017), encontraram evidências de que elevados níveis de desempenho ambiental da firma estão associados a preços superiores de suas ações, enquanto que o baixo desempenho ambiental se mostra de valor irrelevante para o mercado. Adicionalmente, Plumlee et al. (2015) demonstraram que o *disclosure* ambiental positivo está positivamente associado ao valor da firma. Sendo assim, supõe-se que o tom das informações referentes às demais dimensões de RSC também podem afetar o preço das ações, o que leva a hipótese:

**H<sub>2</sub>:** O tom positivo (negativo) do *disclosure* exerce efeito positivo (negativo) no valor da firma.

Sob a perspectiva da teoria da discricionariedade do *disclosure*, Verrecchia (1983) e Dye (1985) propõem que a decisão de evidenciar informações voluntariamente passa pela análise dos efeitos econômicos gerados a partir de sua publicação. Caso exista, por parte dos gestores, o entendimento de que a evidenciação de determinada informação implique em custo superior aos benefícios, a tendência é que a informação seja retida ou sua divulgação seja protelada ao máximo. Em razão disso, a abordagem oriunda dos trabalhos de Verrecchia (1983) e Dye (1985) possibilita supor que a divulgação de informações negativas elevaria o custo de capital, enquanto que as positivas exerceriam efeito contrário.

De acordo com Kim e Shi (2011), e condizente com a teoria da discricionariedade do *disclosure*, as previsões de lucros efetuadas pelos gestores e divulgadas voluntariamente pela firma, quando negativas, demonstram aumentar significativamente o custo de capital já no mês imediatamente subsequente à evidenciação. Por outro lado, nos casos em que as estimativas de lucros futuros são favoráveis, Kim e Shi (2011) documentaram redução no custo de capital, porém os efeitos não foram tão imediatos e significativos como foi verificado com a evidenciação de previsões negativas. Kim e Shi (2011) apresentaram alguns motivos para justificar a relação entre a natureza da divulgação (boas ou más notícias) e o custo de capital. Um deles é que as informações favoráveis podem tranquilizar os investidores em relação às incertezas ao passo que as desfavoráveis causam preocupação quanto ao futuro.

Ainda não existem evidências na literatura a respeito do efeito no custo de capital a partir do tom da divulgação das dimensões que compõem a RSC. Contudo, esses aspectos passaram a receber maior atenção, de modo que começam a surgir pesquisas pontuais nesse sentido. Por exemplo, Plumlee et al. (2015) e Virtania e Siregar (2017), dentre outros pontos, examinaram a relação entre a natureza (positiva, neutra ou negativa) do *disclosure* ambiental voluntário (ou seja, não levando em consideração as demais dimensões da RSC) e o custo de capital. Nos trabalhos, Plumlee et al. (2015) e Virtania e Siregar (2017) observaram que quando a divulgação é classificada quanto à natureza, o seu efeito no custo de capital é mais facilmente identificado.

Deste modo, conjectura-se que a natureza da informação impacta distintamente o custo de capital, e.g. a divulgação de uma informação avaliada como positiva poderia reduzir o custo de capital enquanto que uma informação negativa exerceria o efeito contrário:

**H<sub>3</sub>:** O tom positivo (negativo) do *disclosure* exerce efeito negativo (positivo) no custo de capital.



### 3 Metodologia

#### 3.1 Definição da amostra

Inicialmente, deve-se compreender que esta pesquisa possui duas amostras para finalidades distintas. Uma refere-se às firmas cujos relatórios foram considerados na elaboração do dicionário para a mensuração do *disclosure* de RSC e suas dimensões, e a outra amostra referente às firmas consideradas para a aplicação do dicionário elaborado, a fim de atingir o objetivo geral de examinar os efeitos do *disclosure* e do tom dos relatórios de RSC, em suas dimensões ambiental, social e econômica, no desempenho das companhias abertas brasileiras.

Para compor a amostra referente à elaboração do dicionário, partiu-se da população das firmas cujos relatórios de RSC estavam disponíveis na base de dados do *Global Reporting Initiative* (GRI) no momento da coleta de dados. A amostra se deu por acessibilidade, sendo consideradas todas as empresas brasileiras com relatórios de RSC de 2010 a 2018 disponibilizados na base de dados do GRI. Deve-se mencionar que, para a criação do dicionário, foram contemplados todos os tipos de firmas, isto é, de qualquer tamanho (pequenas e médias, grandes ou multinacionais) e de todos os setores.

A escolha de todas as empresas, sem qualquer discriminação quanto às suas características, se deu a fim de atender aos critérios exigidos na criação de uma lista de palavras para mensuração do *disclosure*, sobretudo os aspectos de relevância (i.e. considerar documentos que apresentem conteúdos congruentes com o assunto mensurado pelo dicionário) e completude (i.e. contemplar documentos em quantidade suficiente para a criação do dicionário) (Deng, Hine, Ji & Sur, 2017). Desta forma, compuseram a amostra para elaboração do dicionário 359 empresas, totalizando 1.371 relatórios no período de 2010 a 2018.

Com o propósito de alcançar, diretamente, o objetivo geral, partiu-se da população composta por todas as companhias abertas brasileiras listadas na Bolsa de Valores do Brasil (Brasil, Bolsa, Balcão – B3) que divulgaram relatório de administração ou relatório de RSC e com dados disponíveis para as variáveis estudadas no período de janeiro de 2010 a dezembro de 2019. O ano de 2010 foi escolhido como período inicial por conta da disponibilidade maior de relatórios com informações de RSC em comparação aos anos anteriores, conforme estudo da KPMG (2018). O ano de 2019 foi selecionado para representar o final do período em razão de ser o último ano com dados disponíveis, até o momento da coleta de dados.

Diante disso, foram coletados, a partir do sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), os relatórios de administração de todas as companhias abertas brasileiras no período de 2010 a 2019, o que totalizou 4.099 relatórios de administração. Por sua vez, no que diz respeito aos relatórios de RSC, estes foram coletados na base de dados do GRI para o mesmo período, somando 851 relatórios de RSC. Logo, com o intuito de examinar a relação entre *disclosure* de RSC e desempenho das firmas, foram levantados 4.950 reportes corporativos, entre relatórios de administração e relatórios de RSC. Além dos relatórios corporativos, foram coletados dados financeiros para estimar as demais variáveis, tais como as medidas para o desempenho e as características das firmas. Esses dados foram obtidos na base Economatica, para o mesmo período.

Ocorre que a base Economatica não apresentou dados para algumas empresas em determinado ano, resultando na existência de *missing values* no banco de dados. Essa situação, se não tratada, poderia acarretar problemas na análise com vistas à consecução do objetivo geral, no sentido de que ocasionaria a comparação de resultados para as diferentes medidas de desempenho, porém com amostras distintas. Ante o exposto, e como forma de homogeneizar as amostras para todos os modelos estimados, foram removidas as observações que apresentaram *missing value* para alguma das variáveis estudadas. Outra exclusão que ocorreu no banco de dados refere-se às observações com patrimônio líquido negativo para aquelas variáveis cujo cálculo envolveu o patrimônio líquido. A Tabela 1 apresenta um comparativo entre as amostras consideradas.

Tabela 1  
**Comparativo entre as amostras consideradas no estudo**

<b>Amostra para a elaboração do dicionário de RSC</b>		
<b>Empresas</b>	<b>Relatórios</b>	<b>Período</b>
359 empresas	1.371 relatórios de RSC	2010 – 2018
<b>População para análise da relação <i>disclosure</i> de RSC e desempenho</b>		
<b>Empresas</b>	<b>Relatórios</b>	<b>Período</b>
501 empresas	4.099 relatórios de administração 851 relatórios de RSC	2010 – 2019
<b>Amostra final após remoção de observações com <i>missing values</i> e PL negativo</b>		
<b>Empresas</b>	<b>Relatórios</b>	<b>Período</b>
219 empresas	1.314 relatórios de administração 483 relatórios de RSC	2010 – 2019
<b>Observações empresa-ano</b>		<b>1.270</b>

Fonte: Elaboração própria.

Assim, após as exclusões realizadas, a amostra final por acessibilidade contou com 1.270 observações empresa-ano. Entende-se com isso que não houve prejuízo para as análises, uma vez que a quantidade de observações remanescentes se manteve elevada. Consequentemente, o total de firmas que compuseram a amostra final foi de 219 companhias abertas brasileiras.

### 3.2 Elaboração do dicionário de RSC

Loughran e McDonald (2016) afirmam que um procedimento utilizado para mensurar o conteúdo textual da divulgação de relatórios consiste em reduzir o documento a uma matriz composta por algumas palavras e suas respectivas frequências de ocorrência em cada relatório. Desta maneira, seria possível sintetizar a análise de relatórios extensos, uma vez que a contagem da ocorrência de palavras em determinado documento é tarefa fácil para computadores. Alguns estudos anteriores em finanças recorreram à contagem de palavras para mensurar o *disclosure*: Elshandidy, Fraser e Hussainey (2013) investigaram o impacto dos níveis de risco corporativo na divulgação do risco em relatórios anuais, a partir da contagem de palavras relacionadas ao risco; Merkley (2014) examinou a relação entre divulgação de pesquisa e desenvolvimento (P&D) e o desempenho, mensurando o *disclosure* por meio de lista de palavras-chave no contexto de P&D; e Yekini, Wisniewski e Millo (2016) analisaram a reação do mercado à positividade nos relatórios anuais, a partir da frequência de palavras positivas.

Para a mensuração das variáveis de *disclosure* de RSC, foi efetuada a análise textual dos relatórios com base na elaboração de um dicionário, isto é, uma lista de palavras. Loughran e McDonald (2016) apontam algumas vantagens do uso de dicionários para a análise de documentos. A primeira vantagem é que, ao utilizar uma lista de palavras, minimiza-se a subjetividade do pesquisador, uma vez que não há atribuição de notas ou pesos para os assuntos divulgados nos relatórios. Outro benefício é que os dicionários possibilitam explorar amostras grandes e documentos densos, pois as frequências das palavras podem ser tabuladas por meio de computadores. Por fim, com a disponibilização das listas de palavras, estudos futuros podem, facilmente, replicar ou estabelecer comparações com as análises de estudos anteriores, de forma a corroborar ou refutar os resultados.

De acordo com Deng et al. (2017), a primeira etapa para a criação de um dicionário é a definição do corpus, i.e., a fonte de documentos por meio da qual a lista será desenvolvida. Segundo Loughran e McDonald (2016) e Deng et al. (2017), não há um consenso sobre os critérios a serem observados na definição do corpus, porém três características básicas merecem consideração: relevância, adequação e completude. O corpus deve ser relevante no sentido de abarcar conteúdos que são consistentes com o assunto da lista de palavras que será criada (Deng et al., 2017). No que se refere à adequação, o corpus deve se basear em textos em vez de imagens ou números, haja vista que seu propósito é a análise textual (Deng et al., 2017). Por fim, o corpus deve ser completo de modo a contemplar documentos suficientes para a elaboração da lista (Deng et al., 2017).

Com vistas à definição da lista de palavras, foram coletados todos os relatórios de RSC da base do GRI com filtro para o país Brasil no período de 2010 a 2018, os quais totalizaram 1.371 relatórios. A escolha de todos os relatórios disponíveis, e não apenas daqueles publicados pelas companhias abertas brasileiras, as quais compõem a amostra deste estudo, se deu em razão do critério de completude do corpus no desenvolvimento do dicionário. Além disso, haja vista que o objetivo da análise inicial dos relatórios foi a criação do dicionário usado para estimar o *disclosure* de RSC, a escolha dos documentos teve como foco seu conteúdo textual, sendo desprezados elementos como figuras, gráficos ou similares.

De posse dos documentos, a etapa seguinte consiste no processamento do conteúdo textual. Segundo Deng et al. (2017) o processamento dos documentos envolve a preparação do corpus para as análises posteriores e codificação, assim como a exclusão de palavras ou expressões a partir de critérios de corte. Para que fosse possível identificar os termos que são comuns aos relatórios de RSC, a fim de elaborar uma lista de palavras coerente com o conteúdo dos documentos, foram então estimadas as frequências consolidadas de todas as palavras contidas nos documentos.

A soma da frequência totalizou 27.054.532 palavras para todos os 1.371 relatórios, das quais 243.893 corresponderam a palavras distintas entre si. Em razão do elevado número de palavras identificadas, foi necessária a exclusão daquelas com baixa ocorrência. Como critério de corte, Lesage e Wechtler (2012) e Debortoli, Muller e Brocke (2014) removeram termos cuja frequência foi menor que 1%. Apesar disso, de modo a elaborar um dicionário preciso e evitar a exclusão indevida de termos relevantes, o critério de corte adotado nesta pesquisa foi de 0,01%. Logo, foram removidas as palavras cuja frequência em relação ao total foi menor que 0,01%, restando 2.952 palavras.

Os termos que compuseram o dicionário seguiram, estritamente, a análise de frequência das palavras nos relatórios e os critérios de corte já explicitados, e envolveram substantivos, adjetivos, verbos e advérbios, independentemente de suas flexões. Isso significa dizer que não foram incluídos termos adicionais aos mais prevalentes observados nos documentos, nem mesmo radicais como forma de abranger todos os derivados de alguma palavra. Por exemplo, as palavras “trabalhadores” (0,01%), “trabalhar” (0,01%), “trabalhistas” (0,02%), “trabalho” (0,13%) e “trabalhos” (0,01%) compuseram o dicionário, pois atenderam o critério de corte de até 0,01% de frequência, enquanto que as palavras

“trabalhador” e “trabalhadora” não apresentaram frequência suficiente e, por isso, foram removidas.

A terceira etapa do processo de criação do dicionário é a categorização. De acordo com Weber (1983), a categoria é um conjunto de palavras que compartilham de significados ou conotações similares. Weber (1983) cita o exemplo dos termos “banqueiro”, “dinheiro” e “hipoteca”, os quais poderiam ser classificados em categorias como “riqueza” ou “economia”. Neste trabalho, para a definição das categorias, dois critérios foram estabelecidos tendo como base as dimensões de RSC e o tom da divulgação.

No que diz respeito aos elementos de RSC, foram consideradas as grandes categorias dos padrões GRI, a saber: ambiental, social e econômica. Essa escolha se deu em razão do GRI estar entre os modelos mais utilizados na divulgação voluntária de informações de responsabilidade social corporativa no Brasil (Crisóstomo, Forte & Prudêncio, 2020). Quanto às categorias relativas ao tom da divulgação, seguiu-se a classificação de Plumlee et al. (2015) para os termos positivos, neutros e negativos.

Após o estabelecimento das categorias, procedeu-se à classificação das palavras. Segundo Deng et al. (2017), nesta etapa o pesquisador avalia cada palavra da lista gerada e determina se o termo deve ser mantido e em qual categoria deve ser alocado. Com base em seu significado e conotação, cada termo foi categorizado conforme a dimensão de RSC do GRI (ambiental, social ou econômica) e quanto à natureza (positiva, neutra ou negativa), sendo que nenhuma palavra foi classificada em mais de uma categoria para a dimensão de RSC ou natureza da divulgação.

Ainda no processo de categorização, algumas palavras (artigos, conjunções, preposições) não foram classificadas e, portanto, excluídas do dicionário. Foram removidos também termos em outros idiomas, a fim de evitar contagens duplicadas que poderiam comprometer as análises, pois alguns relatórios divulgam a mesma informação no documento em idiomas diferentes. O total de termos excluídos foi de 1.885, os quais correspondem a 63,85% da quantidade de palavras remanescente após o critério de corte de 0,01%. A Tabela 2 apresenta a quantidade de palavras conforme categorização.

Tabela 2

**Quantidade de palavras completas conforme categorização**

Tom / RSC	Ambiental	Social	Econômico	Total
Positivo	45	271	120	436
Neutro	41	177	324	542
Negativo	29	26	34	89
Total	115	474	478	1.067

Fonte: Elaboração própria.

A partir da frequência das palavras de cada categoria nos relatórios de RSC das firmas que compõem a amostra deste trabalho, as variáveis de *disclosure*, as quais serão detalhadas na subseção seguinte, foram estimadas. A frequência das palavras nos relatórios foi obtida com o auxílio do *software* WordStat 8, versão de testes.

### 3.3 Descrição das variáveis

Para investigar a relação entre tom do *disclosure* de RSC e desempenho das firmas, foram consideradas, como variáveis dependentes, medidas para o desempenho da firma baseadas na rentabilidade, custo de capital e valor de mercado. Deve-se mencionar que, haja vista que o relatório do exercício  $t$  é normalmente publicado no primeiro trimestre de  $t+1$ , as variáveis dependentes desta pesquisa encontram-se em  $t+1$ , enquanto as variáveis independentes estão em  $t$ .

Segundo Wasara e Ganda (2019) a medida mais prevalente em estudos que relacionaram a rentabilidade com a evidenciação de informações pela firma é o retorno sobre o ativo. Assim, utilizou-se neste estudo o retorno sobre o ativo (ROA) para a mensuração da rentabilidade da firma. O cálculo da variável ocorreu por meio do lucro operacional ao final do período dividido pelo ativo total do ano anterior.

No que se refere ao valor da firma, recorreu-se ao logaritmo natural (LN) da capitalização de mercado, i.e. preço das ações da companhia multiplicado pela quantidade de ações em circulação. Utilizou-se a capitalização de mercado em logaritmo natural, pois constitui escala mais útil na avaliação de dados econômicos, sobretudo no caso de números elevados. Segundo Gelman e Hill (2007), o uso da escala logarítmica facilita as interpretações em modelos de regressão linear, por considerar proporcionalidades nas diferenças. Por exemplo, para um coeficiente de 0,05, a diferença de 1 em determinada variável explicativa  $x$  corresponde a 6% de diferença na variável resposta  $y$ .

Especificamente para a variável de valor da firma, deve-se mencionar que foi considerada a capitalização de mercado no dia 31 de março de cada ano da amostra, diferentemente das demais variáveis dependentes, cuja data de referência foi 31 de dezembro. Isso se deu com objetivo de captar melhor o efeito do *disclosure* de RSC no valor da firma, uma vez que os reportes corporativos, normalmente, são publicados até o final do terceiro mês do ano subsequente após o encerramento do exercício do ano anterior.

Por fim, a última variável dependente foi o custo de capital. Estudos anteriores já o consideraram na

análise do *disclosure*, tais como Dhaliwal et al. (2011), Dhaliwal et al. (2014) e Plumlee et al. (2015). Para medir o custo de capital, de modo a abranger tanto o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, foi considerado o custo médio ponderado de capital (WACC) como variável dependente. O custo de capital próprio foi mensurado pelo CAPM e o custo de capital de terceiros foi obtido a partir da divisão das despesas financeiras no ano de referência dividido pela média de empréstimos e financiamentos do ano anterior.

Como variáveis independentes de interesse, com vistas à mensuração do tom da divulgação de RSC, foram determinadas *proxies* para a evidenciação de informações sobre os grandes tópicos abordados pelos padrões GRI (ambiental, social e econômico) em conjunto com o tom positivo, neutro ou negativo. A estimação dessas variáveis ocorreu a partir da frequência das palavras estabelecidas no dicionário, cuja elaboração foi discutida anteriormente, que estiveram presentes nos relatórios da amostra.

Posteriormente, foram estimadas variáveis para cada dimensão da RSC, cujo cálculo foi efetuado através da diferença entre a frequência relativa de palavras positivas e negativas nos relatórios, para cada categoria da RSC no dicionário:

$$Tom\ do\ Disclosure = \frac{\sum Fp_{ij}}{Np} - \frac{\sum Fn_{ij}}{Nn}$$

Em que:

$Fp_{ij}$  = frequência das palavras positivas do relatório da firma  $i$  no ano  $j$ , referente à respectiva categoria do dicionário;

$Np$  = número de palavras positivas referente à respectiva categoria do dicionário;

$Fn_{ij}$  = frequência das palavras negativas do relatório da firma  $i$  no ano  $j$ , referente à respectiva categoria no dicionário;

$Nn$  = número de palavras negativas referente à respectiva categoria do dicionário;

Esse procedimento teve como base as discussões apresentadas por Henry e Leone (2016), especificamente na indicação do escore líquido do tom do *disclosure*, isto é, a diferença da frequência de palavras positivas e negativas nos relatórios, dividida pela quantidade de palavras positivas e negativas no dicionário, para determinar se determinada firma adotou um tom otimista ou pessimista em sua publicação.

Empregou-se como variáveis de controle medidas relativas ao *disclosure* geral de RSC e, especificamente, às dimensões ambiental, social e econômica, as quais foram denotadas como discRSC, discAMB, discSOC, discECO, respectivamente. A inclusão do *disclosure* de RSC e suas dimensões como variáveis controle se deu em virtude de estudos anteriores demonstrarem sua relevância para explicar variações na rentabilidade (Yusoff, Mohamad & Darus, 2013, Bidhari et al., 2013, Kamatra & Kartikaningdyah, 2015) valor de mercado (Dhaliwal et al., 2011, Cahan et al., 2016, Mittelbach-Hörmanseder, Hummel & Rammerstorfer, 2021) e custo de capital (Reverte, 2012, Li & Foo, 2015, Li & Liu, 2018). Isso ocorre, pois as informações evidenciadas pela firma podem originar iniciativas por parte dos *stakeholders* que impactam o seu desempenho.

O cálculo dessas variáveis envolveu a soma das ocorrências das palavras nos relatórios de administração e relatórios de RSC dividida pela quantidade de palavras correspondentes a cada categoria no dicionário. Por exemplo, o dicionário possui 115 palavras na categoria ambiental, logo o indicador da divulgação ambiental para determinada empresa foi obtido por meio da frequência de palavras do tópico ambiental no relatório dividido por 115.

De posse dos índices de *disclosure*, foram então estimadas variáveis *dummies*, por meio das quais atribuiu-se valor 1 para aquelas firmas cujo escore de divulgação nos relatórios foi igual ou superior à mediana da frequência relativa das palavras-chave e valor 0 nos casos contrários, em cada ano. Esse procedimento teve como objetivo identificar as firmas que evidenciaram mais informações de RSC frente às demais (Muttakin & Subramaniam, 2015).

Foram definidas ainda as demais variáveis de controle: i) *Ativo: proxy* para o tamanho da firma, mensurado por meio do logaritmo natural do ativo total ao final de cada ano (31/12); ii) *Alav.*: alavancagem financeira da firma, mensurada a partir da razão entre o passivo oneroso médio e o valor de mercado médio no ano; iii) *Vol\_ROA*: volatilidade do retorno sobre o ativo, mensurado a partir do desvio padrão do retorno sobre o ativo nos últimos três anos anteriores ao período observado; iv) *Crescim.*: perspectiva de crescimento, mensurada por meio da diferença entre a receita de vendas do ano corrente e do ano anterior, dividida pela receita de vendas do ano anterior. Também foram feitos controles para setor e ano.

### 3.4 Procedimentos de análise

Para a análise das variáveis, foram empregadas estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, valor mínimo e valor máximo para cada uma das variáveis), assim como empregados modelos de regressão para dados em painel. Como faltaram dados ao longo do tempo para determinada firma, o painel de dados utilizado é desbalanceado. O modelo econométrico genérico para os testes realizados é dado por:

$$Desempenho_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 Disclosure\ de\ RSC_{i,t} + \gamma Controle_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$



Em que:

*Desempenho<sub>i,t+1</sub>* é o desempenho da firma *i* no ano *t+1*;

*Disclosure de RSC<sub>i,t</sub>* representa as variáveis que abordam o tom da divulgação ambiental, social e econômica nos relatórios da firma *i* no ano *t*;

*Controle<sub>i,t</sub>* representa as variáveis de controle para as características da firma *i* no ano *t*;

$\beta_0$  é o intercepto do modelo;

$\beta_1$  e  $\gamma$  são os coeficientes para as variáveis de interesse e variáveis de controle, respectivamente;

$\varepsilon_{i,t}$  é o termo de erro.

A fim de evitar eventuais problemas de endogeneidade provenientes da correlação entre as variáveis explicativas e os efeitos individuais das observações da amostra, todos os modelos foram estimados por meio de efeitos fixos. Segundo Fávero e Belfiore (2017) a estimação a partir de efeitos fixos possibilita o tratamento de uma forma limitada de endogeneidade, pelo fato de os parâmetros referentes aos efeitos individuais no intercepto, os quais podem estar correlacionados com as variáveis explicativas, serem eliminados. Ademais, observando-se procedimentos adotados em pesquisas anteriores (Li et al., 2018), em uma análise de robustez, os modelos foram estimados novamente por meio de mínimos quadrados de dois estágios (Greene, 2012), sendo utilizado o tom do *disclosure* defasado em um período como variável instrumental.

Para tratar problemas decorrentes da heterocedasticidade e da autocorrelação, os modelos foram estimados com erros padrão-robustos. Os *outliers* foram tratados mediante o procedimento *winsorize* (winsorização) até o limite de 0,025. Como forma de verificar se os modelos estimados na pesquisa estão sujeitos a problemas de multicolinearidade, foi empregado o Fator de Inflação da Variância (VIF).

## 4 Resultados

### 4.1 Estatísticas descritivas

Na Tabela 3 são apresentadas as estatísticas descritivas (média, desvio-padrão, mínimo e máximo) para as variáveis estudadas. Observa-se na Tabela 3 que as firmas da amostra tiveram, em média, retorno sobre o ativo (ROA) de 6,21%, sugerindo rentabilidade média positiva no período, embora a dispersão dos valores tenha sido considerável (de -18,90% a 26,70%). No que se refere ao logaritmo natural do valor de mercado, a média foi de 14,95, com valor mínimo de 8,25 e máximo de 20,30. Por fim, para o custo de capital, última variável dentre as consideradas como medidas de desempenho, em média o custo médio ponderado de capital foi de 14,00% a.a., disperso entre o valor mínimo observado de 2,44% a.a. e o valor máximo verificado de 35,03% a.a.

Tabela 3  
Estatísticas Descritivas

Variáveis	Obs.	Méd.	D.P.	Mín.	Máx.
ROA	1.270	0,0621	0,0892	-0,1890	0,2670
Valor de Mercado	1.270	14,9491	1,9359	8,2516	20,2971
WACC	1.270	0,1400	0,0776	0,0244	0,3503
tomRSC	1.270	0,0853	0,5267	-1,0952	1,5225
tomAMB	1.270	0,3212	1,2191	-1,5303	4,8287
tomSOC	1.270	0,5214	0,6106	-0,4229	2,4935
tomECO	1.270	0,1707	0,9015	-2,0534	2,3787
discRSC	1.270	2,2788	2,6935	0,0637	10,7816
discAMB	1.270	2,3474	3,1873	0,0261	12,9565
discSOC	1.270	1,6501	2,2090	0,0316	8,9030
discECO	1.270	2,8997	3,2083	0,0941	13,3828
Ativo	1.270	15,6575	1,4683	12,2450	18,5850
Alav.	1.270	1,1951	1,8398	0,0166	9,2002
Vol_ROA	1.270	0,0489	0,0608	0,0034	0,3210
Crescim.	1.270	0,0406	0,2697	-0,6240	0,8920

Notas: conforme explicado na metodologia do estudo, as variáveis dependentes desta pesquisa encontram-se em “t+1”, enquanto as variáveis independentes estão em “t”, desta forma, as variáveis dependentes referem-se às medidas de desempenho nos exercícios contábeis de 2011 a 2019, enquanto que as variáveis independentes referem-se ao *disclosure* e às características das empresas para os exercícios contábeis de 2010 a 2018.

Fonte: elaboração própria.

Ainda na Tabela 3, percebe-se que os relatórios considerados na amostra, em média, apresentaram palavras que remetem à responsabilidade social corporativa em 2,28 vezes a quantidade de palavras-chave do dicionário para respectiva a categoria (1.067). A prevalência foi de conteúdo informacional da dimensão econômica (média de 2,90 para a frequência relativa), seguida pelas dimensões ambiental (média de 2,35) e social (média de 1,65). Apesar disso, verifica-se que há bastante dispersão na abrangência da divulgação das informações de RSC pelas companhias abertas brasileiras.

Para exemplificar, a firma que divulgou maior nível de *disclosure* de RSC teve frequência relativa de palavras relacionadas ao assunto de 10,78, enquanto que o índice para a empresa com menor nível de divulgação foi de 0,06, isso também pode ser verificado com base no desvio-padrão para o índice de evidenciação de RSC (2,69). Esses mesmos resultados se aplicam quando as dimensões da RSC são vistas isoladamente, uma vez que foi observada dispersão similar para a divulgação ambiental (desvio-padrão de 3,19), social (desvio-padrão de 2,21) e econômica (desvio-padrão de 3,21).

Quanto ao tom da divulgação, verifica-se que para cada dimensão de RSC houve, em média, prevalência das informações otimistas em relação às pessimistas nos relatórios, uma vez que as médias para os índices do tom de *disclosure* foram positivas para o *disclosure* de RSC (0,09), *disclosure* ambiental (0,32), *disclosure* social (0,52) e *disclosure* econômico (0,17). Esses achados estão em consonância ao conjecturado pela teoria da divulgação no que se refere à publicação voluntária de informações (Verrecchia, 1983; Dye, 1985), especialmente nas discussões propostas por Healy e Palepu (2001) de que os gestores possuem incentivos para tornar públicas, fundamentalmente, as informações que lhes sejam favoráveis.

## 4.2. Efeito da divulgação de RSC na rentabilidade

A Tabela 4 apresenta os resultados concernentes à relação entre a divulgação de RSC e a rentabilidade.

Tabela 4  
Efeito da divulgação de RSC na rentabilidade

ROA	1	2	3	4
tomRSC	0,0147***			
tomAMB		0,0038		
tomSOC			0,0064	
tomECO				0,0074**
discRSC	0,0148**			
discAMB		0,0158**		
discSOC			0,0124*	
discECO				0,0133**
Ativo	-0,0347***	-0,0338***	-0,0344***	-0,0345***
Alav.	-0,0094***	-0,0097***	-0,0096***	-0,0095***
Vol. ROA	-0,0369	-0,0413	-0,0372	-0,0394
Crescim.	0,0343***	0,0355***	0,0348***	0,0347***
Const.	0,6131***	0,5993***	0,6097***	0,6107***
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Núm. Obs.	1.270	1.270	1.270	1.270
R <sup>2</sup>	0,1261	0,1206	0,1197	0,1229
VIF Médio	1,18	1,20	1,35	1,17
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Notas: \*\*\* = estatisticamente significativo ao nível de 1%; \*\* = estatisticamente significativo ao nível de 5%; \* = estatisticamente significativo ao nível de 10%. Coeficientes com realce em cinza indicam variáveis que foram estatisticamente significativas a pelo menos 10% em uma análise adicional considerando mínimos quadrados por dois estágios (variável instrumental: tom, defasado em um período).

Fonte: elaboração própria.

Observa-se na Tabela 4 que a divulgação de RSC, mensurada a partir da mediana do índice de evidenciação ponderado, está positivamente relacionada ao retorno sobre o ativo (Modelo 1). Esses resultados estiveram condizentes com o argumento de que a decisão de divulgar informações voluntárias estaria condicionada a algum efeito econômico positivo subjacente à evidenciação, em consonância à teoria da discricionariedade do *disclosure*. De maneira similar ao observado para a divulgação de RSC, os resultados relativos às dimensões ambiental (Modelo 2), social (Modelo 3) e econômica (Modelo 4) sugerem que as firmas com maiores índices ponderados de divulgação ambiental, social e econômica, a partir da mediana, possuem rentabilidade superior às demais. Para a análise considerando o tom do *disclosure* como variável instrumental, resultados equivalentes foram observados para os Modelos 1 e 2.

No que se refere ao tom da divulgação de RSC, percebe-se na Tabela 4 que os resultados evidenciaram uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o tom do *disclosure* de RSC e o retorno sobre o ativo, indicando que os reportes corporativos com maior prevalência de termos otimistas implicam em melhores índices de rentabilidade da firma; por outro lado, no teste adicional de robustez considerando o tom do *disclosure* como variável instrumental, o efeito do tom na rentabilidade não foi estatisticamente significativo, o que proporciona suporte apenas parcial para a hipótese H<sub>1</sub>. Desta forma, os achados estão parcialmente de acordo com a pressuposição central da teoria da discricionariedade da divulgação, no sentido de que o gestor, em razão dos incentivos econômicos inerentes à tomada de decisão, está mais disposto a publicar, voluntariamente, aquelas informações que são favoráveis e, por

consequência, impliquem em efeitos econômicos positivos à firma.

Cabe mencionar que a relação positiva entre tom do *disclosure* e rentabilidade já havia sido documentada na literatura, apesar de fora do contexto da RSC. Por exemplo, Davis, Piger e Sedor (2012) demonstraram que o tom otimista adotado na comunicação dos resultados implica em maior rentabilidade nos exercícios seguintes. Por seu turno, Davis e Tama-Sweet (2012) verificaram pior desempenho financeiro para as empresas cujos formulários 10-Q e 10-K continham elevados níveis de termos e expressões de natureza negativa. Diante disso, este artigo indica que a associação positiva entre o tom do *disclosure* de RSC e a rentabilidade se aplica também ao tom adotado na divulgação voluntária de informações de RSC.

Com base em estudos anteriores, são vários os motivos que poderiam justificar os resultados aqui encontrados para melhores índices de rentabilidade nas empresas com evidênciação de informações de RSC superior. Por exemplo, há indícios na literatura de que os consumidores estão mais dispostos a adquirir produtos ou serviços ofertados por empresas com boa reputação socioambiental (Ilmi, Kustono & Sayekti, 2017). Da mesma forma, as informações de RSC podem ser usadas para subsidiar a decisão de indivíduos na escolha da firma para trabalhar ou mesmo para reter os empregados já existentes, gerando assim benefícios em termos de produtividade e aprimoramento do capital intelectual (Cormier, Ledoux & Magnan, 2011; Micah, Ofurum & Ihendinihu, 2012). Ademais, como as informações de RSC constituem um sinal de boa conduta socioambiental da firma, poderiam também contribuir para reduzir litígios trabalhistas (Sánchez & Benito-Hernández, 2015) ou multas ambientais (Wasara & Ganda, 2019).

Quanto às características das firmas, os resultados foram semelhantes para todos os modelos, inclusive para as análises adicionais por meio de mínimos quadrados de dois estágios. A perspectiva de crescimento manteve uma relação positiva com a rentabilidade, ao passo que para o tamanho da firma e alavancagem foi encontrada uma relação negativa. Esses achados estão consistentes com o esperado, uma vez que, conforme estudos anteriores, havia a expectativa de que a oportunidade de crescimento estivesse positivamente associada à rentabilidade futura da firma (Pattitoni, Petracci & Spisni, 2014). No que se refere à variável para a alavancagem financeira, Asimakopoulou, Samitas e Papadogonas (2009) corroboram a associação negativa com o retorno sobre o ativo pelo fato de que dívidas elevadas implicam em despesas financeiras adicionais, as quais reduzem os recursos disponíveis para investimento e, por consequência, os índices de rentabilidade.

No caso do tamanho da firma, Pattitoni, Petracci e Spisni (2014) citam dois motivos que explicam o sinal negativo. O primeiro é que as firmas menores conseguem aproveitar e identificar oportunidades de investimentos rentáveis mais facilmente do que as firmas grandes, isso em razão de sua estrutura organizacional mais flexível. O segundo motivo mencionado por Pattitoni, Petracci e Spisni (2014) é que alguns elementos que são mais valorizados pelas firmas maiores, tal como o prestígio e outros benefícios não-monetários, desvirtuam os objetivos organizacionais, de modo que o foco passa a ser a expansão dos ativos em detrimento da geração de riqueza.

#### 4.3 Efeito da divulgação de RSC no valor de mercado

A Tabela 5 apresenta os resultados para o efeito da divulgação de RSC no valor de mercado da firma. Percebe-se, inicialmente, que diferentemente do que foi verificado nos modelos de rentabilidade, a variável para a divulgação de RSC não foi estatisticamente significativa para explicar as variações no valor de mercado (Modelo 1).

Ainda na Tabela 5, percebe-se que o tom adotado no reporte corporativo demonstra exercer influência sobre o valor de mercado da companhia (tanto pelo painel convencional quanto pela análise por mínimos quadrados de dois estágios). Isso porque foi evidenciada a existência de uma relação positiva e estatisticamente significativa entre o tom da divulgação e o valor de mercado (Modelo 1), confirmando a hipótese  $H_2$ . Entende-se disso que maior será o valor de mercado da firma quanto mais otimista o tom adotado nas publicações de RSC. Esse achado estendeu-se para a dimensão econômica, quando avaliada isoladamente (Modelo 4).

Assim, os achados para o tom do *disclosure* de RSC demonstram estar congruentes com o preconizado pela literatura. Rogers, Buskirk e Zechman (2011) afirmam que é esperado que reportes corporativos cujo tom empregado é, predominantemente, otimista impliquem em aumento no valor de mercado da firma, pois boas notícias elevam as expectativas dos investidores e, por isso, impactam positivamente o preço das ações.

Além disso, como o tom da divulgação ambiental e econômica apresentaram significância estatística, os resultados estão em conformidade com o estudo de Plumlee et al. (2015). Isso sugere que para os investidores, a publicação otimista de informações de RSC importa, especialmente se o foco está na temática ambiental ou econômica.

Constatarem-se resultados estatisticamente significativos para todas as variáveis de controle referentes às características das firmas, exceto a volatilidade do retorno sobre o ativo. O tamanho e a perspectiva de crescimento estiveram positivamente relacionados ao valor de mercado, enquanto que a alavancagem apresentou associação inversa.

Tabela 5

**Efeito da divulgação de RSC no valor de mercado**

VM	1	2	3	4
tomRSC	0,1711***			
tomAMB		0,0373*		
tomSOC			0,0441	
tomECO				0,0956***
discRSC	0,0487			
discAMB		0,0964*		
discSOC			0,0746	
discECO				0,0611
Ativo	0,6438***	0,6517***	0,6476***	0,6430***
Alav.	-0,2503***	-0,2540***	-0,2530***	-0,2517***
Vol_ROA	-0,0356	-0,0767	-0,0519	-0,0383
Crescim.	0,3037***	0,3124***	0,3066***	0,3046***
Const.	5,3115***	5,1917***	5,2542***	5,3194***
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Núm. Obs.	1.270	1.270	1.270	1.270
R <sup>2</sup>	0,6502	0,6448	0,6439	0,6502
VIF Médio	1,18	1,20	1,35	1,17
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Notas: \*\*\* = estatisticamente significativo ao nível de 1%; \*\* = estatisticamente significativo ao nível de 5%; \* = estatisticamente significativo ao nível de 10%. Coeficientes com realce em cinza indicam variáveis que foram estatisticamente significativas a pelo menos 10% em uma análise adicional considerando mínimos quadrados por dois estágios (variável instrumental: tom, defasado em um período).

Fonte: elaboração própria.

Aggarwal e Padhan (2017) argumentam que firmas maiores estão menos propensas à falência e, por isso, tendem a apresentar maior valor de mercado em relação às demais. No que tange à perspectiva de crescimento, os achados aqui evidenciados estiveram em linha com Wang (2008). A relação inversa verificada para a alavancagem está condizente com Nekhili et al. (2017), e é justificada pelo fato de que firmas com alto endividamento podem ser preteridas pelos investidores, com implicações negativas no seu valor de mercado.

#### 4.4 Efeito da divulgação de RSC no custo de capital

A Tabela 6 indica os achados para os modelos cuja variável dependente foi o custo de capital, mensurado pelo custo médio ponderado de capital (WACC).

Tabela 6

**Efeito da divulgação de RSC no custo de capital**

WACC	1	2	3	4
tomRSC	-0,0114**			
tomAMB		-0,0056**		
tomSOC			-0,0031	
tomECO				-0,0039
discRSC	0,0014			
discAMB		-0,0054		
discSOC			-0,0003	
discECO				0,0015
Ativo	0,0067	0,0067	0,0065	0,0064
Alav.	-0,0042***	-0,0039***	-0,0040***	-0,0041***
Vol_ROA	0,0823	0,0831	0,0850	0,0831
Crescim.	-0,0077	-0,0082	-0,0079	-0,0078
Const.	-0,0012	0,0031	0,0023	0,0029
Ano	Sim	Sim	Sim	Sim
Setor	Sim	Sim	Sim	Sim
Núm. Obs.	1.270	1.270	1.270	1.270
R <sup>2</sup>	0,4637	0,4643	0,4605	0,4614
VIF Médio	1,18	1,20	1,35	1,17
Modelo	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos	Ef. Fixos

Notas: \*\*\* = estatisticamente significativo ao nível de 1%; \*\* = estatisticamente significativo ao nível de 5%; \* = estatisticamente significativo ao nível de 10%. Coeficientes com realce em cinza indicam variáveis que foram estatisticamente significativas a pelo menos 10% em uma análise adicional considerando mínimos quadrados por dois estágios (variável instrumental: tom, defasado em um período).

Fonte: elaboração própria.



Os resultados apresentados não permitiram efetuar inferências quanto ao efeito da divulgação de RSC no custo de capital, pois não exibiram significância estatística (Modelo 1). No que diz respeito às variáveis para as diferentes dimensões da RSC, os resultados foram equivalentes aos verificados quando a medida agregada de *disclosure* de RSC foi considerada. Sendo assim, nos modelos cujas variáveis independentes de interesse foram a divulgação ambiental (Modelo 2), divulgação social (Modelo 3) e divulgação econômica (Modelo 4) os resultados também não possibilitaram inferências quanto aos impactos da divulgação no custo de capital. O mesmo resultado foi observado para as análises com mínimos quadrados de dois estágios.

Como os resultados não demonstraram nenhuma relação entre a divulgação de RSC e o custo de capital, os trabalhos anteriores, como os de Dhaliwal et al. (2011), Dhaliwal et al. (2014), Li e Foo (2015) e Michaels e Grüning (2017) não foram corroborados nesta pesquisa. Contudo, Weber (2018) também não encontrou associação significativa ao avaliar se o nível de divulgação socioambiental poderia explicar as variações no custo de capital da firma. A explicação de Weber (2018) para isso é que como as informações de RSC não apresentam garantias externas à firma (e.g. não são auditadas externamente) em termos da confiabilidade do conteúdo publicado, os eventuais benefícios no custo de capital, oriundos do *disclosure* de RSC, ficariam comprometidos.

Por outro lado, a análise do tom da divulgação, especificamente para a variável concernente ao *disclosure* de RSC consolidado (Modelo 1), aponta que a prevalência de expressões positivas nos relatórios implica em reduções no custo de capital, permitindo assim a corroboração da hipótese  $H_3$ . O tom do *disclosure* na dimensão econômica, com base nos resultados do modelo de mínimos quadrados por dois estágios, também indicou efeito negativo e significativo sobre o custo de capital. Deve-se mencionar que Plumlee et al. (2015) chegaram a conclusões similares, tendo em vista que sua medida de divulgação ambiental não foi relevante para explicar o custo de capital, apesar de que os itens classificados como positivos (negativos) no seu índice de *disclosure* estiveram negativamente (positivamente) associados ao custo de capital.

No que tange às variáveis de controle, a alavancagem financeira apresentou relação negativa e estatisticamente significativa com o custo de capital em todos os modelos (inclusive na análise de robustez por mínimos quadrados de dois estágios), enquanto que o sinal observado para a volatilidade do retorno sobre o ativo foi o oposto. Para a volatilidade do retorno sobre o ativo, a explicação está no fato de tal medida está diretamente relacionada à avaliação do risco e, por isso, elevados níveis de volatilidade podem implicar em maior custo de capital (Konchitchki et al., 2016). No caso da alavancagem, os resultados encontrados não se mostram aderentes à abordagem convencional da estrutura de capital, a qual pressupõe que a firma consegue minimizar seu custo total de capital a partir de proporções ótimas entre fontes de financiamento próprias e de terceiros.

## 5 Considerações Finais

Este trabalho teve o objetivo de examinar os efeitos do tom do *disclosure* de RSC, em suas dimensões ambiental, social e econômica, no desempenho das companhias abertas brasileiras. Os principais achados mostraram que as firmas cujos relatórios publicados apresentaram prevalência de tom otimista tiveram, em média, maior valor de mercado e menor custo de capital. Isso permite concluir que a divulgação voluntária de informações de RSC pode, a depender do tom adotado na publicação, trazer benefícios em termos econômicos, conforme supõe a teoria da discricionariedade do *disclosure*.

Ainda no que se refere ao tom da divulgação, porém para cada um dos tópicos da RSC observados individualmente (ambiental, social e econômico), o tom da divulgação econômica foi aquele que demonstrou maior relevância em termos de impacto nas medidas avaliadas, particularmente para o caso do valor de mercado (em que foi significativo na análise de dados em painel e também no teste de robustez por mínimos quadrados de dois estágios). Isso sugere que, apesar das empresas investirem recursos nas dimensões sociais e ambientais, a área econômica ainda parece ser a mais relevante para definir a performance das firmas no ambiente brasileiro.

Esses achados nos permitiram suportar as hipóteses  $H_2$  e  $H_3$ , as quais conjecturam que o tom positivo (negativo) do *disclosure* de RSC exerce efeito positivo (negativo) no valor de mercado e no custo de capital da firma, respectivamente. Reforça-se assim o entendimento da teoria da discricionariedade do *disclosure* de que as decisões que envolvem a divulgação ou retenção de informações voluntárias dependem dos impactos econômicos decorrentes das boas ou más notícias a serem publicizadas (Verrecchia, 1983). Além disso, os efeitos diferentes observados para as dimensões de RSC reforçam o entendimento de Carroll e Shabana (2010) de que as implicações da RSC no desempenho da firma não são homogêneas entre os pilares que a compõem, variando, portanto, conforme as situações ambientais e as expectativas dos *stakeholders*.

Diante do exposto, entende-se que esta pesquisa, além de inovar no sentido de considerar a divulgação de RSC a partir dos seus diferentes tópicos subjacentes (ambiental, social e econômico) e do tom otimista ou pessimista empregado nos relatórios, também colabora ao estabelecer um precedente para que o *disclosure* de RSC não seja avaliado genericamente. Em outras palavras, as conclusões tiradas deste

estudo sugerem que a simples observação da publicação ou não de determinado relatório não é suficiente para examinar a divulgação de RSC em profundidade, pois não possibilita identificar os diferentes efeitos que as informações ambientais, sociais e econômicas exercem nas medidas de desempenho da firma, nem mesmo o impacto proveniente das boas ou más notícias, especialmente pelo fato de que os diversos públicos de interesse da firma podem atribuir importância distinta aos temas evidenciados.

Em termos práticos, espera-se que esta pesquisa possa trazer contribuições às empresas, especificamente aos gestores e ao departamento de relação com os investidores, à medida em que demonstra a relevância do tom adotado nas publicações de RSC para as medidas de desempenho da firma, caracterizando assim um possível elemento a ser considerado estrategicamente pela firma. Do mesmo modo, espera-se que os achados possam subsidiar ações de órgãos reguladores e normatizadores com o objetivo de proteger investidores, ou mesmo outros *stakeholders*, do uso indevido do *disclosure* de RSC por parte das firmas, tais como adoção de tom da divulgação incompatível com a realidade e/ou omissão de informações negativas nos reportes, bem como facilitar o acesso às informações mediante orientações e diretrizes para a publicação desses documentos.

A despeito dos avanços e contribuições, este trabalho está sujeito a limitações. Apesar de abordar os pilares ambiental, social e econômico da RSC, existem outros tópicos que a permeiam, tais como as perspectivas voluntária e dos *stakeholders* (Carroll & Shabana, 2010), os quais não foram contemplados. Mesmo o desempenho da firma, por ser um conceito abrangente, está além das *proxies* para rentabilidade, valor de mercado e custo de capital. Neste sentido, ao avaliar a relação entre *disclosure* de RSC e desempenho da firma, há que se ter em mente que o desempenho está limitado às medidas aqui consideradas.

Existem algumas limitações quanto à mensuração do *disclosure* de RSC. Ao utilizar a frequência de palavras nos relatórios para estimar o índice de divulgação, a variável não possibilita inferir a respeito de elementos qualitativos da informação publicada, como a compreensibilidade e concisão. Do mesmo modo, a classificação das palavras quanto à sua natureza, isto é, positiva, neutra ou negativa, não permite avaliar o contexto em que o termo foi utilizado, de modo que determinada palavra-chave com sentido negativo poderia ter sido empregada em um contexto positivo, a depender da totalidade da frase utilizada no reporte corporativo. Como a classificação das palavras nas categorias do dicionário foi feita com base no julgamento destes pesquisadores, o procedimento envolve certa subjetividade e, portanto, também caracteriza uma limitação.

Cabe mencionar ainda que as informações de RSC constituem um tipo de divulgação de caráter voluntário. Sendo assim, não há formato específico sobre qual e como a informação deve ser apresentada. Da mesma maneira, fica à critério da firma a periodicidade da divulgação dos relatórios de RSC, bem como a reincidência ou não desta prática nos exercícios subsequentes. Todas essas circunstâncias caracterizam uma limitação dos estudos que envolvem o *disclosure* de RSC e, especificamente no caso desta pesquisa, na análise textual dos relatórios com base no dicionário elaborado, fundamentalmente, em razão da variação quanto à quantidade, forma de apresentação e tipo de informação divulgada pelas empresas.

Por fim, recomenda-se que pesquisas futuras aprofundem a análise da divulgação de RSC a partir de outros padrões de publicação além do GRI, haja vista que, a depender do padrão adotado no relatório, informações adicionais podem ser divulgadas e, por consequência, afetar os resultados para a relação entre a divulgação de RSC e desempenho. Mesmo contemplando apenas o padrão GRI, avanços são factíveis por meio do exame minucioso das dimensões ambiental, social e econômica.

## Referências

- Abu Qa'Dan, M. B., Suwaidan, M. S. (2019). Board composition, ownership structure and corporate social responsibility disclosure: the case of Jordan. *Social Responsibility Journal*, 15(1), 28-46. <https://doi.org/10.1108/SRJ-11-2017-0225>
- Aggarwal, D., & Padhan, P. C. (2017). Impact of capital structure on firm value: Evidence from Indian hospitality industry. *Theoretical Economics Letters*, 7(4), 982-1000. <https://doi.org/10.4236/tel.2017.74067>
- Asimakopoulou, I., Samitas, A., & Papadogonas, T. (2009). Firm-specific and economy wide determinants of firm profitability: Greek evidence using panel data. *Managerial Finance*, 35(11), 930-939. <https://doi.org/10.1108/03074350910993818>
- Balabanis, G., Phillips, H. C., & Lyall, J. (1998). Corporate social responsibility and economic performance in the top British companies: are they linked?. *European business review*, 98(1), 25-44. <https://doi.org/10.1108/09555349810195529>
- Bidhari, S. C., Salim, U., Aisjah, S., & Java, E. (2013). Effect of corporate social responsibility information disclosure on financial performance and firm value in banking industry listed at Indonesia stock

exchange. *European Journal of Business and Management*, 5(18), 39-46.

- Borges Júnior, D. M. (2019). Relatório de Sustentabilidade e Desempenho das Firms Brasileiras de Capital Aberto. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 18(1), 1-13. <https://doi.org/10.16930/2237-766220192779>
- Burgwal, D., Vieira, R. J. O. (2014). Determinantes da divulgação ambiental em companhias abertas holandesas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(64), 60-78. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000100006>
- Cahan, S. F., Villiers, C., Jeter, D. C., Naiker, V., Staden, C. J. (2016). Are CSR Disclosures Value Relevant? Cross-Country Evidence. *European Accounting Review*, 25(3), 579-611. <https://doi.org/10.1080/09638180.2015.1064009>
- Carè, R., & Forgone, A. F. (2019). Assessing the Relationship Between Environmental Performance and Banks' Performance: Preliminary Evidence. In *Socially Responsible Investments* (pp. 61-85). Palgrave Pivot, Cham. [https://doi.org/10.1007/978-3-030-05014-6\\_4](https://doi.org/10.1007/978-3-030-05014-6_4)
- Carroll, A. B., & Shabana, K. M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice. *International Journal of Management Reviews*, 12(1), 85-105. <https://doi.org/10.1111/j.1468-2370.2009.00275.x>
- Cormier, D., Ledoux, M. J., & Magnan, M. (2011). The informational contribution of social and environmental disclosures for investors. *Management Decision*, 49(8), 1276-1304. <https://doi.org/10.1108/00251741111163124>
- Crisóstomo, V. L., Forte, H. C., Prudêncio, P. A. (2020). Uma análise da adesão de organizações brasileiras à GRI como método de divulgação de informações de responsabilidade social corporativa. *Revista Ambiente Contábil*, 12(2), 47-73. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2020v12n2ID19005>
- Davis, A. K., & Tama-Sweet, I. (2012). Managers' use of language across alternative disclosure outlets: Earnings press releases versus MD&A. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 804-837. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01125.x>
- Davis, A. K., Piger, J. M., & Sedor, L. M. (2012). Beyond the numbers: Measuring the information content of earnings press release language. *Contemporary Accounting Research*, 29(3), 845-868. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01130.x>
- Debortoli, S., Muller, O., Brocke, J. V. (2014). Comparing business intelligence and big data skills. *Business & Information Systems Engineering*, 6(5), 289-300. <https://doi.org/10.1007/s12599-014-0344-2>
- Deng, Q., Hine, M., Ji, S., & Sur, S. (2017, January). Building an environmental sustainability dictionary for the IT industry. In *Proceedings of the 50th Hawaii International Conference on System Sciences*. <https://doi.org/10.24251/HICSS.2017.112>
- Dhaliwal, D. S., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2011). Voluntary nonfinancial disclosure and the cost of equity capital: The initiation of corporate social responsibility reporting. *The Accounting Review*, 86(1), 59-100. <https://doi.org/10.2308/accr.00000005>
- Dhaliwal, D., Li, O. Z., Tsang, A., & Yang, Y. G. (2014). Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency. *Journal of Accounting and Public Policy*, 33(4), 328-355. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2014.04.006>
- Du, S., & Yu, K. (2020). Do corporate social responsibility reports convey value relevant information? Evidence from report readability and tone. *Journal of Business Ethics*, 1-22. <https://doi.org/10.1007/s10551-020-04496-3>
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, 123-145. <https://doi.org/10.2307/2490910>
- Elshandidy, T.; Fraser, I., Hussainey, K. (2013). Aggregated, voluntary, and mandatory risk disclosure incentives: Evidence from UK FTSE all-share companies. *International Review of Financial Analysis*, 30(1), 320-333. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2013.07.010>

- Fávero, L. P., & Belfiore, P. (2017). *Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®*. Elsevier Brasil.
- Gelman, A., & Hill, J. (2007). *Data analysis using regression and multilevel/hierarchical models*. Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9780511790942>
- Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis*. 7th Edition (International Edition), Pearson.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(3), 405-440. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00018-0](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00018-0)
- Henry, E., & Leone, A. J. (2016). Measuring qualitative information in capital markets research: Comparison of alternative methodologies to measure disclosure tone. *The Accounting Review*, 91(1), 153-178. <https://doi.org/10.2308/accr-51161>
- Huang, X., Teoh, S. H., Zhang, Y. (2014). Tone management. *The Accounting Review*, 89(3), 1083-1113, 2014. <https://doi.org/10.2308/accr-50684>
- Ilimi, M., Kustono, A. S., & Sayekti, Y. (2017). Effect of Good Corporate Governance, Corporate Social Responsibility Disclosure and Managerial Ownership to The Corporate Value with Financial Performance as Intervening Variables: Case on Indonesia Stock Exchange. *International Journal of Social Science and Business*, 1(2), 75-88.
- Kamatra, N., & Kartikaningdyah, E. (2015). Effect corporate social responsibility on financial performance. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), 157-164.
- Kim, J. W., & Shi, Y. (2011). Voluntary disclosure and the cost of equity capital: Evidence from management earnings forecasts. *Journal of Accounting and Public Policy*, 30(4), 348-366. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2011.03.001>
- Konchitchki, Y., Luo, Y., Ma, M. L., & Wu, F. (2016). Accounting-based downside risk, cost of capital, and the macroeconomy. *Review of Accounting Studies*, 21(1), 1-36. <https://doi.org/10.1007/s11142-015-9338-7>
- KPMG. (2018). The KPMG survey of corporate responsibility reporting 2017.
- Lesage, C., & Wechtler, H. (2012). An inductive typology of auditing research. *Contemporary Accounting Research*, 29(2), 487-504. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2011.01111.x>
- Li, Y., & Foo, C. T. (2015). A sociological theory of corporate finance Societal responsibility and cost of equity in China. *Chinese Management Studies*, 9(3), 269-294. <https://doi.org/10.1108/CMS-12-2014-0232>
- Li, Y., Gong, M., Zhang, X. Y., & Koh, L. (2018). The impact of environmental, social, and governance disclosure on firm value: The role of CEO power. *The British Accounting Review*, 50(1), 60-75. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2017.09.007>
- Li, S., & Liu, C. (2018). Quality of corporate social responsibility disclosure and cost of equity capital: Lessons from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 54(11), 2472-2494. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2018.1443441>
- Loughran, T., & McDonald, B. (2016). Textual analysis in accounting and finance: A survey. *Journal of Accounting Research*, 54(4), 1187-1230. <https://doi.org/10.1111/1475-679X.12123>
- Merkley, K. J. (2014). Narrative disclosure and earnings performance: Evidence from R&D disclosures. *The Accounting Review*, 89(2), 725-757. <https://doi.org/10.2308/accr-50649>
- Micah, L. C., Ofurum, C. O., & Ihendinihu, J. U. (2012). Firms financial performance and human resource accounting disclosure in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 7(14), 67-75. <https://doi.org/10.5539/ijbm.v7n14p67>
- Michaels, A., & Grüning, M. (2017). Relationship of corporate social responsibility disclosure on information



- asymmetry and the cost of capital. *Journal of Management Control*, 28(3), 251-274. <https://doi.org/10.1007/s00187-017-0251-z>
- Mittelbach-Hörmanseder, S., Hummel, K., & Rammerstorfer, M. (2021). The information content of corporate social responsibility disclosure in Europe: an institutional perspective. *European Accounting Review*, 30(2), 309-348. <https://doi.org/10.1080/09638180.2020.1763818>
- Muttakin, M. B., & Subramaniam, N. (2015). Firm ownership and board characteristics. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-10-2013-0042>
- Nekhili, M., Nagati, H., Chtioui, T., & Rebolledo, C. (2017). Corporate social responsibility disclosure and market value: Family versus nonfamily firms. *Journal of Business Research*, 77(1), 41-52. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2017.04.001>
- Novaes, P. V., & Almeida, J. E. (2021). O Papel dos Estágios do Ciclo de Vida da Firma sobre o Disclosure Voluntário e o Custo de Capital Próprio nas Companhias Abertas Brasileiras. *Brazilian Business Review*, 17(6), 1-20. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.6.1>
- Pattitoni, P., Petracchi, B., & Spisni, M. (2014). Determinants of profitability in the EU-15 area. *Applied Financial Economics*, 24(11), 763-775. <https://doi.org/10.1080/09603107.2014.904488>
- Plumlee, M., Brown, D., Hayes, R. M., & Marshall, R. S. (2015). Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. *Journal of Accounting and Public policy*, 34(4), 336-361. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2015.04.004>
- Reverte, C. (2012). The impact of better corporate social responsibility disclosure on the cost of equity capital. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 19(5), 253-272.
- Rogers, J. L., Van Buskirk, A., & Zechman, S. L. (2011). Disclosure tone and shareholder litigation. *The Accounting Review*, 86(6), 2155-2183. <https://doi.org/10.2308/accr-10137>
- Sánchez, P. E., & Benito-Hernández, S. (2015). CSR policies: Effects on labour productivity in Spanish micro and small manufacturing companies. *Journal of Business Ethics*, 128(4), 705-724. <https://doi.org/10.1007/s10551-013-1982-x>
- Sarumpaet, S., Nelwan, M. L., & Dewi, D. N. (2017). The value relevance of environmental performance: evidence from Indonesia. *Social Responsibility Journal*. <https://doi.org/10.1108/SRJ-01-2017-0003>
- Verbeeten, F. H., Gamerschlag, R., & Möller, K. (2016). Are CSR disclosures relevant for investors? Empirical evidence from Germany. *Management Decision*, 54(6), 1359-1382. <https://doi.org/10.1108/MD-08-2015-0345>
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5(1), 179-194. [https://doi.org/10.1016/0165-4101\(83\)90011-3](https://doi.org/10.1016/0165-4101(83)90011-3)
- Virtania, L. O., & Siregar, S. V. (2017, November). The Effect of Environmental Disclosure on Cost of Equity. In *International Conference on Business and Management Research (ICBMR 2017)*. Atlantis Press. <https://doi.org/10.2991/icbmr-17.2017.9>
- Wang, J. C. (2008). Investigating market value and intellectual capital for S&P 500. *Journal of intellectual capital*, 9(4), 546-563. <https://doi.org/10.1108/14691930810913159>
- Wasara, T. M., & Ganda, F. (2019). The relationship between corporate sustainability disclosure and firm financial performance in Johannesburg Stock Exchange (JSE) listed mining companies. *Sustainability*, 11(16), 4496. <https://doi.org/10.3390/su11164496>
- Weber, J. L. (2018). Corporate social responsibility disclosure level, external assurance and cost of equity capital. *Journal of Financial Reporting and Accounting*. <https://doi.org/10.1108/JFRA-12-2017-0112>
- Weber, R. P. (1983). Measurement models for content analysis. *Quality and Quantity*, 17(2), 127-149. <https://doi.org/10.1007/BF00143616>
- Yekini, L. S., Wisniewski, T. P., & Millo, Y. (2016). Market reaction to the positiveness of annual report

narratives. *The British Accounting Review*, 48(4), 415-430. <https://doi.org/10.1016/j.bar.2015.12.001>

Yusoff, H., Mohamad, S. S., & Darus, F. (2013). The influence of CSR disclosure structure on corporate financial performance: Evidence from stakeholders' perspectives. *Procedia Economics and Finance*, 7, 213-220. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00237-2](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00237-2)

## NOTAS

### AGRADECIMENTOS

Professor Rodrigo F. Malaquias agradece ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) pelo apoio para desenvolvimento de parte desta pesquisa. Os autores agradecem aos participantes do XLV Encontro da ANPAD - EnANPAD 2021 pelos comentários e sugestões relativas a esse estudo, bem como agradecem aos revisores pelas sugestões para melhorar a qualidade desta pesquisa.

### CONTRIBUIÇÃO DE AUTORIA

Concepção e elaboração do manuscrito: D. M. Borges Júnior  
Coleta de dados: D. M. Borges Júnior, R. F. Malaquias  
Análise de dados: D. M. Borges Júnior, R. F. Malaquias  
Discussão dos resultados: D. M. Borges Júnior, R. F. Malaquias  
Revisão e aprovação: D. M. Borges Júnior, R. F. Malaquias

### CONJUNTO DE DADOS DE PESQUISA

O conjunto de dados que dá suporte aos resultados deste estudo não está disponível publicamente.

### FINANCIAMENTO

Professor Rodrigo F. Malaquias agradece ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq) pelo apoio para desenvolvimento de parte desta pesquisa.

### CONSENTIMENTO DE USO DE IMAGEM

Não se aplica.

### APROVAÇÃO DE COMITÊ DE ÉTICA EM PESQUISA

Não se aplica.

### CONFLITO DE INTERESSES

Não se aplica.

### LICENÇA DE USO

Os Direitos Autorais para artigos publicados neste periódico são do autor, com direitos de primeira publicação para a Revista. Em virtude de aparecerem nesta Revista de acesso público, os artigos são de uso gratuito, com atribuições próprias, em aplicações educacionais, de exercício profissional e para gestão pública. A Revista adotou a licença [Creative Commons Atribuição 4.0 Internacional - CC BY NC ND](#). Esta licença permite acessar, baixar (download), copiar, imprimir, compartilhar, reutilizar e distribuir os artigos desde que com a citação da fonte, atribuindo os devidos créditos de autoria. Nesses casos, nenhuma permissão é necessária por parte dos autores ou dos editores. Autores têm autorização para assumir contratos adicionais separadamente, para distribuição não-exclusiva da versão do trabalho publicada nesta revista (ex.: publicar em repositório institucional ou um capítulo de livro).

### PUBLISHER

Universidade Federal de Santa Catarina. Curso de Ciências Contábeis e Programa de Pós-graduação em Contabilidade. Publicação no [Portal de Periódicos UFSC](#). As ideias expressadas neste artigo são de responsabilidade de seus autores, não representando, necessariamente, a opinião dos editores ou da universidade.

### EDITORES

José Alonso Borba, Denize Demarche Minatti Ferreira, Carlos Eduardo Facin Lavarda.

### HISTÓRICO

Recebido em: 25/10/2021 – Revisado por pares em: 18/04/2022 – Reformulado em: 16/06/2022 – Recomendado para publicação em: 12/12/2022 – Publicado em: 26/12/2022

\* Uma versão preprint do artigo foi apresentada no EnANPAD, 2021