

Factores Determinantes de la Divulgación de Informaciones Voluntaria Social: Evidencias Empíricas en el Brasil

Resumen

La responsabilidad social corporativa se refiere a las preocupaciones sociales relacionadas al medio ambiente, a los recursos humanos y al involucramiento con la comunidad. La divulgación voluntaria de informaciones sociales ocurre de forma heterogénea y algunas empresas optan por evidenciar una cantidad mayor de informaciones y con mayor riqueza de detalles. Consciente de eso, esta pesquisa tuvo como objetivo identificar los factores determinantes de la divulgación voluntaria de informaciones de carácter social de las empresas brasileñas, en el período de 2010 a 2012. A partir de las teorías (*stakeholders* y divulgación voluntaria) y de los estudios anteriores, se construyeron seis hipótesis sobre los posibles factores determinantes de la divulgación voluntaria social (tamaño, concentración accionaria, rentabilidad, *leverage*, sector regulado y reputación). El universo de esta pesquisa fueron las empresas de capital abierto listadas en la BM&FBOVESPA, en el período de 2010 a 2012. La muestra fue compuesta por las 100 empresas listadas en la BM&FBovespa con acciones más negociadas durante los 12 meses del año 2012. En relación a los modelos econométricos, se utilizó un panel con efecto aleatorio estimado por OLS, siendo la variable dependiente los índices de divulgación social y las variables independientes, los probables factores determinantes. Los resultados sugirieron que el tamaño de la empresa, la rentabilidad, la reputación y el sector regulado fueron factores considerados determinantes de la divulgación voluntaria social. Se constató que los *stakeholders*, el gobierno y la sociedad pueden influenciar la divulgación voluntaria social. La variable “rentabilidad” apunta que las empresas menos rentables divulgaron más informaciones voluntarias sociales, lo que puede ser indicio de una tentativa de la empresa de desviar la atención de los *stakeholders* del desempeño financiero.

Palabras clave: Factores Determinantes, Divulgación Voluntaria Social, Empresas Brasileñas.

María Audenôra Rufino

Máster en Ciencias Contables por el Programa Multiinstitucional e Interregional de Posgraduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFRN) y profesora del Centro Universitario de João Pessoa (Unipê). **Contacto:** BR 230 km 22, Campus do Unipê, Água Fria, João Pessoa-PB, CEP 58053-000. **E-mail:** maryaudenora@hotmail.com

Márcia Reis Machado

Doctora en Controladuría y Contabilidad por la (USP) y profesora de la Universidad Federal de Paraíba (UFPB). **Contacto:** Jardim Cidade Universitária, Campus Universitário I, Castelo Branco, João Pessoa-PB, CEP 58059-900. **E-mail:** marciareism@hotmail.com

1. Introducción

Por mucho tiempo, las empresas fueron vistas como entidades económicas cuyo único propósito era producir resultados financieros que satisficieran a los accionistas, por medio de la remuneración del capital. Pero esa visión tradicional no se aplica al mundo contemporáneo, en el cual las empresas no se resumen solamente a remunerar el capital invertido, visto que, sin los recursos naturales, directa o indirectamente, y sin el capital humano, no se genera riqueza. La política de responsabilidad social corporativa de una empresa identifica las preocupaciones sociales relacionadas al medio ambiente, a los recursos humanos, al involucramiento con la comunidad y a la seguridad de los productos (Roberts, 1992).

Conforme Oliveira (2005), la responsabilidad social dice respecto a la manera como las empresas actúan, cómo impactan y cómo se relacionan con el medio ambiente y sus partes legítimamente interesadas (los llamados *stakeholders*). Es un concepto según el cual las organizaciones, al tomar decisiones, consideran las necesidades de todas las partes involucradas, como: clientes, empleados, proveedores, accionistas, comunidad, ambientalistas y gobierno (Reverte, 2009, Deegan, Rankin & Tobin, 2012).

La divulgación de las informaciones corporativas y el reconocimiento de informaciones económicas son solamente una parte de las atribuciones empresariales, y eso tiene que ser, como mínimo, complementado por el reconocimiento de las prácticas sociales y ambientales. En el Brasil, la divulgación de los aspectos sociales y ambientales todavía se da de forma voluntaria. En ese sentido, la responsabilidad social corporativa se refiere a la contribución voluntaria de una empresa para el desarrollo sostenible, que va más allá de las exigencias legales (Gamerschlag, Möller & Verbeeten, 2011).

La divulgación puede ocurrir dentro de dos perspectivas: obligatoria y voluntaria. La divulgación obligatoria es proveniente de alguna reglamentación que especifica los requisitos mínimos considerados aceptables de evidenciación informacional (Dahlsrud, 2008), mientras que la divulgación voluntaria remite a ítems que son divulgados de forma optativa por la empresa, por tanto, están por encima del nivel de divulgación reglamentada por alguna entidad gubernamental. Debido a la naturaleza discrecional de la divulgación, mucho se cuestiona cuáles son las características (factores - características cuantitativas y cualitativas) de las empresas que podrían explicar el comportamiento o la preocupación en desarrollar y, consecuentemente, divulgar las prácticas de responsabilidad social.

Asociada a eso, la divulgación voluntaria social no ocurre de forma homogénea, siendo que algunas empresas optan por evidenciar una cantidad mayor de informaciones y con mayor riqueza de detalles. Por tanto, este estudio cuestionó: **¿Cuáles son los factores determinantes de la divulgación voluntaria de las informaciones de carácter social?**

Esta pesquisa tuvo el objetivo general de identificar los factores determinantes de la divulgación voluntaria de informaciones de carácter social de las empresas brasileñas, en el período de 2010 a 2012.

La responsabilidad social ha sido objeto de divulgación, no pudiendo la contabilidad quedarse al margen de ese proceso (Eugénio, 2010). En ese contexto, esta pesquisa es una tentativa de aumentar el entendimiento acerca de las prácticas y de la divulgación voluntaria de informaciones sociales en los informes anuales y afines, y de la ampliación del conocimiento de los factores que explican la referida divulgación social. Los gestores necesitan comprender y participar activamente de las mudanzas estructurales que están ocurriendo en el área social. Esa es una cuestión relevante, porque la comprensión de los factores que influyen la divulgación voluntaria puede posibilitar el entendimiento de como la responsabilidad social es vista, comprendida o utilizada por las empresas. Además de los expuestos anteriores, ese trabajo trae una posición sobre la relación entre rentabilidad y divulgación voluntaria social, visto que las relaciones observadas en los estudios anteriores se muestran bidimensionales, pudiendo ser positivas o negativas.

Este artículo se encuentra estructurado en siete capítulos: Introducción; Teoría de los *Stakeholders*; Teoría de la Divulgación Voluntaria; Formulación de las Hipótesis de Pesquisa; Metodología; Presentación y Análisis de los Resultados; y Consideraciones Finales.

2. Teoría de los *Stakeholders*

La teoría de los *Stakeholders* es de gestión organizacional ética (Phillips, Freeman & Wicks, 2003) y gerencial, que no se limita a describir las situaciones existentes o prever relaciones causa-efecto, sino también recomienda actitudes planificadas y prácticas que, en conjunto, constituyen el gerenciamiento de los *stakeholders*. El gerenciamiento de los *stakeholders* requiere, como principal atributo, atención simultánea a los intereses legítimos de todas las partes interesadas, tanto en el establecimiento de estructuras organizacionales y políticas como en el caso de la toma de decisión.

Sobre eso, Clarkson (1995) afirma que la supervivencia y el éxito continuo de una empresa dependen de la capacidad de sus administradores para crear riqueza, valor o satisfacción para los grupos de *stakeholders*, de modo que cada grupo continúe haciendo parte del sistema de la empresa. En ese sentido, la teoría, en visión general, reconoce la importancia de que se tomen decisiones gerenciales basadas en los intereses de las partes, que pueden afectar o ser afectada por la ejecución del objetivo de la empresa.

La visión gerencial de la teoría de los *Stakeholders* involucra atención que va más allá de maximización de la riqueza de los accionistas, pero se preocupa con la aceptación de los otros grupos que poseen, directa o indirectamente, potenciales de ayudar o dificultar la realización de los objetivos de la empresa (Phillips, Freeman & Wicks, 2003). Las empresas tienen que considerar las necesidades de las partes interesadas cuando de la elaboración de las estrategias corporativas, caso contrario, los *Stakeholders* pueden retirar el apoyo dado a la actividad de la empresa (Huang & Kung, 2010).

Los *Stakeholders* tienden a identificarse con las empresas cuando perciben que sus propios valores combinan con los atributos corporativos. En ese contexto, la integración de principios de responsabilidad social y ambiental corporativa, dentro de la cultura organizacional, puede ayudar a las empresas a reforzar la relación con los *stakeholders*. Esa teoría busca explicar los efectos directos que las partes interesadas tienen sobre las decisiones gerenciales y las actividades de las empresas.

Además de eso, la teoría de los *Stakeholders*, entre otras cuestiones, discute la capacidad de la empresa de equilibrar las demandas en conflicto de los diferentes *stakeholders* de la empresa. El equilibrio o el desequilibrio puede ser consecuencia de la planificación empresarial y del modelo político de negocio. Siendo así, la empresa es moralmente responsable de organizar las actividades sociales de manera que encuentre un equilibrio entre las demandas en conflicto de los *stakeholders* (Huang & Kung, 2010).

La teoría de los *Stakeholders* teje sus argumentos bajo la existencia de poder o la capacidad que los *Stakeholders* poseen de coaccionar las decisiones de los gestores. En ese caso, remite a la decisión de desarrollar y divulgar informaciones voluntarias sobre aspectos sociales. La teoría proporciona una dirección que integra la suposición acerca de las actividades de responsabilidad social corporativa y el modelo de divulgación de la responsabilidad social corporativa, siendo un abordaje viable para explicar y prever el comportamiento de la gestión (Roberts, 1992).

Esa teoría considera claramente el impacto de las expectativas de los diferentes grupos de *Stakeholders* existentes dentro de la sociedad sobre la política de divulgación corporativa. Sobre el contexto gerencial de la teoría, la divulgación corporativa es una herramienta de gestión para gerenciar las necesidades informacionales de los varios grupos *Stakeholders* (empleados, accionistas, inversores, consumidores, autoridades públicas, organizaciones no gubernamentales, entre otros) (Reverte, 2009).

Debido a la influencia que los *Stakeholders* pueden ejercer sobre la empresa, las organizaciones deben considerar la necesidad de modificar sus actividades, en vista de minimizar el conflicto de intereses entre los individuos o grupo de individuos que afectan o son afectados por la operacionalización de las actividades. En ese sentido, la divulgación social es percibida como una herramienta que las empresas pueden utilizar para responder a los anhelos de los diferentes *Stakeholders*, siendo, por tanto, un medio de comunicación entre las empresas y sus *Stakeholders* (Huang & Kung, 2010).

La teoría de los *Stakeholders* proporciona un substrato relevante para la existencia de la responsabilidad social en las empresas y, consecuentemente, la adopción de prácticas de divulgación de sus actividades sociales y ambientales (Nascimento, Santos, Salotti & Murcia, 2009). Dentro de la perspectiva de

la teoría, la divulgación de informaciones voluntarias sociales y ambientales es vista como una estrategia que la empresa utiliza para gerenciar la percepción de los diversos grupos de interés que se relacionan con la empresa, sea directa o indirectamente. Sobre eso, Ceretta, Barba, Krueh y Milani (2009) afirman que esa teoría postula que los gestores deben tomar decisiones que lleven en cuenta los intereses de todos los *Stakeholders* de la empresa.

En esta pesquisa, la teoría de los *Stakeholders* fue utilizada para explicar cómo los *Stakeholders* y sus intereses en conflicto son gerenciados por las empresas, por medio de la divulgación de la responsabilidad social y ambiental. La divulgación es vista como parte del diálogo entre las empresas y sus *Stakeholders*. Siendo así, la teoría de los *Stakeholders* ofrece la sustentación para explicar la divulgación de los aspectos sociales por la gestión de la empresa, visto que la influencia de accionistas, clientes, gobierno, sociedad, financiadores fue probada como posible factor determinante de la divulgación de las informaciones sociales.

3. Teoría de la Divulgación Voluntaria

La teoría de la Divulgación Voluntaria postula que las empresas con “buenas noticias” tienen incentivos para divulgar, a fin de evitar el problema de selección adversa. En Brasil, las principales pesquisas empíricas que utilizaron la teoría de la divulgación como fundamentación teórica fueron: Cunha y Ribeiro (2008); Braga, Oliveira y Salotti (2009); Murcia y Santos (2009); Rover, Borba y Murcia (2009); Rover, Tomazzia, Murcia y Borba (2012); Silva y Pinheiro (2012).

La divulgación, de acuerdo con Verrecchia (2001), puede ser basada en asociación (*association-based disclosure*), en eficiencia (*efficiency-based disclosure*) o en juzgamiento (*discretionary-based disclosure*). La primera examina los efectos de la divulgación sobre las acciones acumulativas de los individuos, como agentes inversores, en el momento de la divulgación. La segunda discute las modalidades preferidas de divulgación en la ausencia de conocimiento previo de la información, o sea, las preferencias incondicionales. Y, por último, la divulgación basada en juzgamiento analiza la discrecionalidad de las informaciones que los gestores practican en lo que se refiere a las decisiones de divulgación.

El proceso de divulgación pasa a ser la característica que diferencia la categoría “asociación” de la categoría “juzgamiento”. En la primera, no se discuten los motivos de la empresa, o sea, el proceso de divulgación es exógeno, no obstante, en la segunda, esos motivos pasan a ser considerados (proceso endógeno), y, de esa forma, se cuestiona por qué la firma divulgaría, o no, determinadas informaciones (Salotti & Yamamoto, 2005).

La divulgación basada en la discrecionalidad comprende pesquisas que identifican cuáles son los motivos de la divulgación, o sea, procuran examinar cómo los gestores y/o las empresas deciden divulgar determinadas informaciones, en ese sentido, la divulgación es un proceso endógeno, considerando los incentivos que los gestores y/o las empresas tienen para divulgar las informaciones (Salotti & Yamamoto, 2005).

En la divulgación de las informaciones corporativas, generalmente, el reconocimiento de informaciones económicas son únicamente una parte de las atribuciones empresariales, y eso se necesita que sea, como mínimo, complementado por el reconocimiento de prácticas sociales y ambientales. El balance social, el informe de sostenibilidad o el informe anual son demostraciones en ambiente no reglamentado que posibilitan, entre otras cosas, la divulgación de las inversiones sociales y ambientales. Magness (2006) cita que los informes anuales pueden y deben ser utilizados para divulgar informaciones de naturaleza social, objetivando legitimar las actividades.

4. Formulación de las Hipótesis de Pesquisa

Con base en los estudios anteriores de Hackston y Milne (1996), Choi (1999), Jennifer Ho y Taylor (2007), Branco y Rodrigues (2008), Cunha y Ribeiro (2008), Gamerschlag, Möller y Verbeeten (2011), Lu y Abeysekera (2014) y en la perspectiva multiteórica, se construyeron las hipótesis que están asociadas a las características, sean cuantitativas o cualitativas, de las empresas que pueden explicar el nivel de divulgación de informaciones voluntarias sociales.

La interacción de las grandes empresas con la sociedad tiende a ser más frecuente y con mayor importancia económica, promoviendo elevada visibilidad delante del público. Siendo así, cuánto mayor el tamaño de la empresa, mayor es su comprometimiento con el medio ambiente o, por lo menos, mayor es su preocupación en demostrar ese comprometimiento (Costa & Marion, 2007). Además de eso, los costes asociados a la divulgación en general pueden tener una representatividad menor para las grandes empresas (Jennifer Ho & Taylor, 2007). Sobre eso, la premisa central de la divulgación voluntaria, según Dye (2001), postula que solamente ocurre la divulgación cuando los beneficios son mayores que los costes asociados a la divulgación.

La asociación entre el tamaño de la empresa y el nivel de divulgación voluntaria de carácter social fue demostrada por algunos estudios empíricos. Los resultados de las pesquisas de Hackston y Milne (1996), Jennifer y Taylor (2007), Cunha y Ribeiro (2008) y Lu y Abeysekera (2014) mostraron que el tamaño de la empresa estaría consistentemente asociado al nivel de divulgación voluntaria social.

Para operacionalizar la hipótesis, fue utilizado, como medida, el logaritmo natural del activo total de los respectivos períodos investigados. Así pues, se formula la siguiente hipótesis de pesquisa:

Hipótesis 1 – las empresas mayores divulgan más informaciones voluntarias de naturaleza social que las empresas menores.

Evidencias sugieren que la dispersión de la propiedad accionaria con muchos inversores, algunos pudiendo tener preocupaciones significativas acerca de los impactos ambientales de la empresa, puede aumentar el nivel de divulgación (Cullen & Christophor, 2002). Además de eso, cuando la propiedad es relativamente difundida, la ausencia de divulgación aumenta la asimetría informacional entre la organización y sus accionistas (Brammer & Pavelin, 2008). Contrariamente, las empresas con una estructura de propiedad concentrada son menos motivadas a divulgar informaciones adicionales sobre su responsabilidad social, porque sus accionistas pueden obtener informaciones directamente en la empresa.

La hipótesis de concentración accionaria (estructura de la propiedad) fue operacionalizada utilizando la misma *proxy* del estudio de Lu y Abeysekera (2014): el porcentual de participación accionaria, con derecho a voto, del principal accionista de la empresa. De esa forma, tenemos la siguiente hipótesis de pesquisa:

Hipótesis 2 – las empresas con menor concentración accionaria divulgan más informaciones voluntarias de naturaleza social que las empresas con mayor concentración accionaria.

Estudios basados principalmente en la teoría de los *Stakeholders* presuponen una relación positiva entre la política de divulgación social y la rentabilidad de las empresas. No obstante, los resultados mostraron que la asociación entre divulgación social y la rentabilidad de la empresa produjeron resultados variados. El estudio de Ameer y Othman (2012) defiende que hay relación bidireccional entre prácticas de responsabilidad social corporativa y la rentabilidad de las empresas. Contrariamente, la pesquisa de O'Dwyer (2003) encontró evidencias de una tendencia para que los gestores interpreten la responsabilidad social corporativa como algo poco consistente a los objetivos de las empresas irlandesas, que es la maximización de la riqueza de los accionistas. Sin embargo, la discrecionalidad de la divulgación puede ser explicada a partir de la necesidad de las empresas de reducir la asimetría informacional.

Para medir esa relación, fue utilizada la *proxy* índice de retorno sobre el patrimonio líquido, derivado de la relación entre el lucro líquido del ejercicio y el patrimonio líquido medio. Esa *proxy* fue ampliamente utilizada por pesquisas empíricas para correlacionar la rentabilidad a otras variables. Ejemplo de estudios que utilizaron esa *proxy*: Cunha y Ribeiro (2008); Hackston y Milne (1996); Chang y Kuo (2008), Wang, Sewone Claiborne (2008), Branco y Rodrigues (2008). De ese modo, se formula la siguiente hipótesis de pesquisa:

Hipótesis 3 – las empresas que presentan mejor rentabilidad divulgan más informaciones voluntarias de naturaleza social que las empresas con nivel más bajo de rentabilidad.

La teoría de los *Stakeholders* intenta explicar los efectos directos que las partes interesadas (accionistas, empleados, clientes, proveedores, acreedores y sociedad) tienen sobre acciones de divulgación de las empresas. Brammer y Pavelin (2008) argumentan que el bajo grado de *leverage* en una empresa lleva a los acreedores a desempeñar menos presión para el desarrollo de actividades relacionadas a la responsabilidad social corporativa, porque estarán más interesados en ampliar el retorno financiero. Sobre eso, el estudio de Belkaoui y Karpik (1989) encontró una asociación negativa entre la divulgación de informaciones sociales y el índice de *leverage*.

No obstante, pesquisas más recientes, como las de Wang, Sewon y Caiborne (2008), Brammer y Pavelin (2008) y Jennifer Ho y Taylor (2007), no encontraron ningún indicio significativo de que el *leverage* es un importante determinante de la divulgación social y/o ambiental. De acuerdo con el trabajo de Reverte (2009), el *leverage* parece no explicar las diferencias en las prácticas de divulgación de la responsabilidad social en las empresas españolas.

Para operacionalizar la hipótesis, la variable fue modelada por el indicador de *leverage* utilizado por Belkaoui y Karpik (1989); Brammer y Pavelin (2008); Branco y Rodrigues (2008); y Lu y Abeysekera (2014), derivado de la relación entre el pasivo exigible y el activo total del período estudiado. De tal modo, se formula la siguiente hipótesis de pesquisa:

Hipótesis 4 – las empresas que poseen menor índice de *leverage* tienden a divulgar más informaciones voluntarias de naturaleza social que las empresas con mayor índice de *leverage*.

La teoría de los *Stakeholders* asume la perspectiva de que el gobierno tiene la capacidad de influenciar la estrategia de la empresa por medio de la reglamentación (Roberts, 1992). En la presente pesquisa, la reglamentación es interpretada como siendo las reglas específicas de organismos gubernamentales las cuales algunos sectores están sujetos.

La variable reglamentación busca verificar si el *Stakeholder* gobierno ejerce influencia sobre el nivel de divulgación voluntaria social, por medio de la reglamentación. Esa influencia puede ocurrir cuando de la recomendación y orientación del gobierno acerca de las acciones de responsabilidad social de las empresas sujetas a la reglamentación. Liu y Anbumozhi (2009) descubrieron que el gobierno chino tuvo influencia positiva y significativa sobre la divulgación ambiental de las empresas de aquel país. El estudio de Murcia y Santos (2009) mostró que las empresas reglamentadas (sector de energía eléctrica) divulgaron más informaciones voluntarias que las demás empresas de capital abierto. No obstante, la pesquisa de Lu y Abeysekera (2014) no encontró una asociación significativa entre el poder del gobierno y la divulgación social y ambiental.

El estudio de Kirch, Lima y Terra (2012) utilizó los sectores de energía eléctrica, finanzas y seguros, minería, petróleo y gas, telecomunicaciones y transportes para modelar a la variable sector regulado. Siendo así, para operacionalizar la variable “sector regulado”, fue utilizada una variable dicotómica, con valor 1 para las empresas pertenecientes a un sector regulado por el gobierno, y valor 0 para las empresas no pertenecientes a un sector regulado. Así, tenemos la siguiente hipótesis de pesquisa:

Hipótesis 5 – las empresas reglamentadas por el gobierno divulgan más informaciones voluntarias de carácter social que las empresas no reglamentadas.

La divulgación de informaciones sobre la responsabilidad social contribuye para la construcción de una imagen positiva de la empresa para los *Stakeholders* (Branco & Rodrigues, 2008), porque la divulgación puede influenciar la percepción de la sociedad sobre la reputación de la empresa.

La adecuación a las prácticas de responsabilidad social es importante, pero la sociedad tiene que ser informada sobre las acciones de la empresa, pues, si la divulgación no ocurre, la legitimidad puede no ser alcanzada o mantenida. En ese sentido, la divulgación es la que confiere a la empresa el *status* de legítima (Villiers & Staden, 2006). Así pues, se busca verificar si las empresas con mejor reputación divulgan más informaciones voluntarias de carácter sociales.

Para operacionalizar la hipótesis “reputación”, fue utilizada una variable binaria, con el valor 1 para las empresas que están listadas en el *ranking* de las 100 empresas con mejor reputación, y 0 para las empresas que no están incluidas en el *ranking*. El *ranking* es el resultado de una pesquisa divulgada exclusivamente por la revista *Exame*. Para llegar a las empresas que componen el *ranking* de la mejor reputación, la Merco y el Ibope reunieron datos económicos de las empresas y consultaron a 450 ejecutivos, 259 analistas de mercado y 1.000 consumidores. Así, se elabora la siguiente hipótesis de pesquisa:

Hipótesis 6 – las empresas que poseen mejor reputación divulgan más información voluntaria de naturaleza social que las empresas que no tienen una buena reputación.

5. Metodología

Esta pesquisa buscó investigar los factores determinantes de la divulgación de informaciones voluntarias de carácter social, entre 2010 y 2012, en las empresas con acciones más negociadas en la Bolsa de Valores, Mercaderías y Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA). En la primera etapa de la pesquisa, fue necesario establecer los factores determinantes de la divulgación voluntaria social.

Esta pesquisa es clasificada como teórico-empírica, por verificar, mediante argumentos teóricos, los factores determinantes de la divulgación voluntaria de las informaciones de naturaleza social desarrolladas por las empresas, además de buscar encontrar relación entre las características de las organizaciones y factores que pueden ser determinantes a la divulgación voluntaria de informaciones de naturaleza social. Eso es posible cuando del estudio de la relación entre las variables, como: tamaño, concentración accionaria, rentabilidad, *leverage*, sector regulado y reputación.

Los datos cuantitativos y cualitativos necesarios para realizar la pesquisa fueron extraídos de informes de sostenibilidad o de demostrativos afines. Posteriormente, los datos cualitativos fueron cuantificados para la obtención del índice de divulgación voluntaria. El contexto a ser pesquisado fueron los informes anuales (RAs) o informes afines, entre los años de 2010 a 2012. Los informes fueron obtenidos por medio de búsqueda electrónica, con la consulta en los sitios web de las empresas. Es saludable informar que, en esta pesquisa, el término “informe anual” es entendido como sinónimo de informe de sostenibilidad, informe socioambiental u otros términos utilizados por las empresas para designar el instrumento de divulgación de las informaciones sociales y ambientales.

En relación a la técnica de colecta de informaciones, se optó por análisis de contenido, que estudia y analiza la comunicación de manera objetiva y sistémica. La técnica de colecta de información – análisis de contenido – fue utilizada para describir las tendencias en el contexto de la divulgación, identificando e interpretando las informaciones voluntarias divulgadas por las empresas que desarrollan y publican prácticas de responsabilidad social.

El análisis de contenido es una técnica de evaluación cuantitativa de datos cualitativos que permite un análisis textual, la cual se caracteriza por dos momentos específicos: la identificación de informaciones sociales divulgadas por las empresas y la clasificación de la sentencia, de acuerdo con la métrica previamente establecida. El análisis de contenido puede presentar algunas limitaciones, por ejemplo: riesgo de mudanza interpretativa del pesquisador cuando de la obtención de las informaciones (Wilmshurst &

Front, 2000); y diferente extensión de la divulgación. Para reducir el efecto de la mudanza interpretativa, las informaciones extraídas de los informes fueron realizadas por un único individuo. Así pues, las posibles mudanzas tuvieron el mismo peso para todas las empresas.

Los ítems de la métrica fueron los mismos utilizados por Rover y Santos (2013). La tabulación de la análisis de contenido siguió los procedimientos: se atribuyó el valor 1 para el ítem divulgado por la empresa y 0 para el ítem no divulgado. Posteriormente fue obtenida la razón entre la suma de los ítems divulgados y los ítems constantes en la métrica.

Categorías	Subcategorías
Comunidad	Programas de voluntariado
	Patrocinio a proyectos de salud pública
	Relaciones con pueblos indígenas y cimarrones (<i>quilombolas</i>)
	Patrocinio a conferencias, seminarios, exposiciones o campañas
	Donaciones de recursos para entidades de utilidad pública u Organización de la Sociedad Civil de Interés Público (Oscip)
	Apoyo a la educación
	Apoyo a la vivienda y a la alimentación
	Apoyo a la cultura
	Apoyo a actividades deportivas
	Relacionamiento con <i>Stakeholders</i>
	Decisiones o multas relacionadas a la comunidad en la cual opera
Diversidad	Inversiones de carácter social
	Número de mujeres y/o minorías en la fuerza de trabajo
	Ocupación de mujeres y/o minorías en cargos gerenciales
	Proporción de salario base entre hombres y mujeres
	Contratación de personas con deficiencia
Productos, servicios y consumidores	No discriminación contra minorías
	Programas de calidad – <i>International Organization for Standardization</i> (ISO)s 9.000 y 9.001
	Innovación de productos (Pesquisa & Desarrollo)
	Productos de acuerdo con las normas de seguridad
	Satisfacción o insatisfacción del consumidor
Relación con empleados	Competencia desleal o prácticas de <i>trust</i>
	Número de empleados, tiempo de servicio en la empresa y franjas etarias
	Remuneración de los empleados (media y/o total)
	Relaciones sindicales o con órganos de clase
	Programas de incentivo a la cultura
	Desarrollo de actividades recreativas y deportivas
	Educación y entrenamiento de los empleados
	Salud, higiene y seguridad en el local de trabajo
	Accidentes de trabajo, enfermedades ocupacionales, absentismo y óbitos
	Jubilación y planes de previdencia complementaria
	Auxilio a la guardería y beca de estudios para hijos de empleados
	Soporte a la maternidad y a la paternidad
	Participación en los lucros
	Tasa de rotatividad y política de despidos
	Participación de los trabajadores en las decisiones gerenciales
	Satisfacción profesional y motivación de los empleados
	Trabajo infantil, trabajo forzado o análogo al esclavo
Inversiones en desarrollo gerencial	
Valor adicionado por empleado	

Figura 1. Métrica usada para medir la Divulgación Voluntaria Social

Fuente: Rover y Santos, 2013.

El universo de esta pesquisa fueron las empresas de capital abierto listadas en la BM&FBOVESPA en los períodos de 2010 a 2012. La muestra fue compuesta por las 100 empresas listadas en la BM&FBOVESPA con las acciones más negociadas durante los doce meses del año de 2012. La definición de la muestra fue fundamentada por la metodología del índice de negociabilidad de la BM&FBOVESPA, que posibilita determinar las empresas con las acciones más líquidas en términos de negociación en el mercado de capitales. Es importante mencionar que los datos necesarios para obtener el índice de negociabilidad fueron extraídos del sistema Economática*.

Después de la obtención de los índices de negociabilidad, las empresas fueron clasificadas en orden decreciente de acuerdo con el índice de negociabilidad. En la secuencia se procedió a las siguientes etapas: (i) elección de las 139 empresas con acciones más negociadas; (ii) se filtraron las empresas que poseían más de un tipo de acción entre las 139 de la etapa (i), considerando solo un tipo de acción para eliminar duplicidad de empresas, también fueron filtradas las empresas *holding* (se optó por filtrar las empresas que poseen como objeto social administrar la participación en otras sociedades, visto que esas organizaciones pueden administrar empresas que ya están incluidas en la pesquisa); (iii) fueron incluidas en la muestra solamente empresas que publicaron al menos un informe anual de sostenibilidad y/o balance social entre 2010 y 2012. La totalidad de empresas por período está representada en la Figura 2.

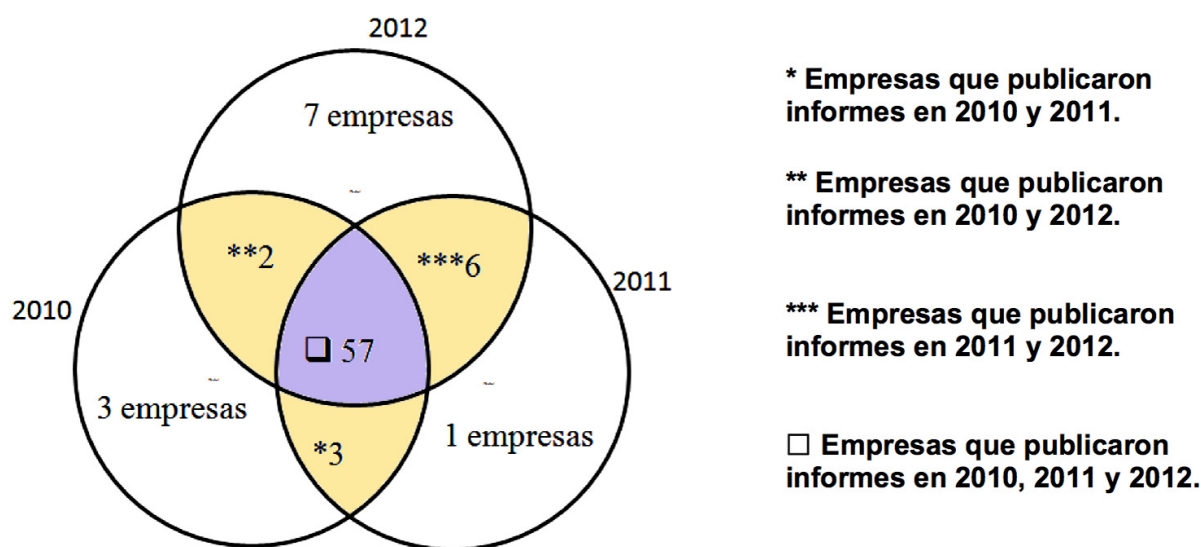


Figura 2. Empresas que compusieron la muestra durante los años 2010, 2011 y 2012

Fuente: elaboración propia, 2014.

Las observaciones utilizadas en el estudio fueron oriundas de dos dimensiones, que combinaron datos de corte transversal y datos de serie temporal (tres períodos – 2010 a 2012). Para definir la mejor especificación del modelo, fueron seguidas las siguientes rutinas: se estimaron el modelo de *pooled Ordinary Least Squares* (OLS) (OLS agrupado) y los efectos fijos para comprobar, por medio del test de *Chow*, la hipótesis nula de qué modelo de *pooled OLS* es preferible al modelo de efectos fijos. Posteriormente, se probó el modelo para efectos aleatorios, vía test multiplicador de *Lagrange de Breusch-Pagan*, el cual verificó la hipótesis nula de que el modelo de *pooled OLS* es preferible al modelo de efectos aleatorios. La tercera rutina consistió en evaluar, por el test de *Hausman*, la hipótesis nula de que el estimador de efectos aleatorios es preferible al estimador de efectos fijos, por ser consistente y eficiente.

Los modelos econométricos fueron los descritos en la secuencia. La Ecuación 2 se refiere a la variable a ser explicada – Índice de Divulgación Social (IDS) – y sus posibles factores explicativos (Tamaño, Concentración Accionaria, Rentabilidad, *Leverage*, Sector Regulado y Reputación).

$$IDS_{it} = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 CON_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 REG_{it} + \beta_6 REP_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

La validación de los presupuestos admitidos por el modelo de regresión fue ejecutada por intermedio de los siguientes tests: análisis de multicolinealidad (*Variance Inflation Factor (VIF)* y *tolerance*; evaluación de la independencia de los residuos (test de *Durbin-Watson* y test *Breusch-Godfrey*); estimativa del presupuesto de distribución normal de los residuos (test de *Jarque-Bera* y test de *Kolmogorov-Smirnov*); investigación de la homocedasticidad (test de *Breusch-Pagan-Godfrey* y test de *White*).

6. Presentación Y Análisis De Los Resultados

6.1 Análisis de la Estadística Descriptiva

Antes de la presentación y discusión del análisis inferencial de los datos, la Tabla 1 expone los índices medios de divulgación de las empresas, por categorías. Esa tabla presenta los valores medios de divulgación de las empresas por categorías, que fueron analizadas. De las 12 categorías analizadas, 4 fueron referentes a la divulgación voluntaria social y 9 a la divulgación voluntaria ambiental. En relación a las subcategorías, fueron analizados los contextos de 40 ítems sobre divulgación voluntaria social y 40 ítems acerca de la divulgación voluntaria ambiental. Sobre eso, se constató que no hubo una discrepancia acentuada entre las medias de las 4 categorías que trataron sobre la divulgación voluntaria social.

Tabla 1

Índices medios de divulgación de las empresas por categorías

Categorías	Cantidad de subcategorías	Media de 2010		Media de 2011		Media de 2012	
		Nº	%	Nº	%	Nº	%
Índice de divulgación voluntaria social							
Comunidad	12	6,0923	50,77	6,4925	54,10	6,0833	50,69
Diversidad	5	2,8000	56,00	2,9254	58,51	3,0000	60,00
Productos, servicios y consumidores	5	2,1080	42,16	2,1343	42,69	2,1944	43,89
Relación con empleados	18	7,9690	44,27	7,9254	44,03	8,0417	44,68

Fuente: datos de la pesquisa (2014).

Conforme la Tabla 2, se verificó que el índice de divulgación social osciló entre 0,0500 y 0,7750. La media de los índices de divulgación voluntaria social fue de 0,4817, con un desvío estándar de 0,1813, o sea, aproximadamente un 62% de los índices de divulgación social se encuentran en el intervalo de 0,3004 a 0,6630. La media de la variable CON fue de 0,4784 y el desvío estándar de 0,2378, indicando que las participaciones accionarias pertenecientes al principal accionista varía de 0,2406 a 0,7162 entre las empresas. Sobre la variable ROE, se verificó que el menor y el mayor índice fueron -0,2574 y 0,4483, respectivamente, y la media fue de 0,0475 y el desvío estándar de 0,0632, indicando que los índices de rentabilidad de las empresas pesquisadas están concentrados en el intervalo de 0,0157 a 0,1107.

Tabla 2

Estadística descriptiva de las variables

Variables continuas						
Variables	Mínimo	Máximo	Medidas de tendência central			Medidas de dispersión
			Media	Mediana	Moda	Desvío estándar
IDS	0,0500	0,7750	0,4817	0,4750	0,4250	0,1813
TAM	3,7223	8,0452	5,2023	5,0642	3,7223	0,9141
CON	0,0014	1,0000	0,4784	0,5026	0,5270	0,2378
ROE	-0,2574	0,4483	0,0471	0,0384	0,0493	0,0632
LEV	0,2382	0,9392	0,5916	0,5790	0,4000	0,1630

Variables nominales			
Variables	Dummies	Nº de empresas	%
REG	1 – Sector regulado	79	38,73
	0 – Sector no regulado	125	61,27
REP	1 – Buena reputación	93	45,59
	0 – Caso contrario	111	54,41
Cantidad de observaciones			204

Fuente: datos de la pesquisa obtenidos del Economática® y de los informes anuales y de sustentabilidad (2014).

En relación a las variables nominales, estas no poseen valores cuantitativos, siendo definidas por categorías o clasificaciones, sin que haya una ordenación entre las variables. En este estudio, se utilizaron dos variables nominales: sector regulado y reputación. Aún analizando la Tabla 2, sobre la variable sector regulado, se percibe que un 38,73% de las observaciones pertenecen a las empresas que son sujetas a reglamentación específica de organismos gubernamentales. En la variable reputación, modelada por una *dummy*, un 45,59% de las observaciones son de empresas que poseen buena reputación.

6.2 Análisis de la divulgación voluntaria social (IDS)

El modelaje econométrico consistió en un panel de efectos aleatorios, estimado por OLS. Los datos fueron extraídos de tres períodos distintos: 2010, 2011 y 2012. De ese modo, para aplicar la mejor especificación del modelo, fueron realizados los tests de *Chow*, *Breusch-Pagan* y *Hausman*. Los resultados de los tests defendieron que el modelo de panel de efectos aleatorio es preferible a los modelos de efectos fijos y *pooled*. Para evaluar la existencia de efectos individuales, fue realizado el test de *Chow*, según el cual no fue posible rechazar la hipótesis nula ($p\text{-value} = 0.9721$). El test de *Breusch-Pagan* reveló que la hipótesis nula fue rechazada, visto que la variancia de los residuos, que refleja las diferencias individuales, fue diferente de cero ($\alpha^2_u \neq 0$). Por su parte el test de *Hausman* mostró ser apropiada la utilización del modelo de efectos aleatorios ($p\text{-value} = 0.1674$). Conforme la Tabla 3, se constató que, entre las tres hipótesis de especificación del modelo (*pooled*, efectos fijos y efectos aleatorios), el modelo preferible para estimación es el panel de efectos aleatorios.

Tabla 3

Resultados de los tests para mejor especificación del modelo: índice de divulgación social

Tests	Hipótesis	Resultados
Chow	H0 – El modelo de <i>pooled</i> OLS es preferible al de efectos fijos.	$p\text{-value} = 0.9721$
	H1 – El modelo de efectos fijos es preferible al de <i>pooled</i> OLS.	
Breusch-Pagan	H0 – El modelo de <i>pooled</i> OLS es preferible al de efectos aleatorios.	$\alpha^2_u \neq 0$ ($\alpha^2_u = 0.0191$)
	H1 – El modelo de efectos aleatorios es preferible al de <i>pooled</i> OLS.	
Hausman	H1 – El modelo de efectos aleatorios es preferible al modelo de efectos fijos.	$p\text{-value} = 0.1674$
	H1 – El modelo de efectos fijos es preferible al modelo de efectos aleatorios.	

Fuente: datos de la pesquisa (2014).

Para comprobar la normalidad de los residuos, fue utilizado el test de *Jarque-Bera*, este mostró que los residuos poseen distribución normal. Para verificar si los residuos son heterocedásticos, fueron utilizados los tests de *Breusch-Pagan-Godfrey* y de *White*. Los tests preliminares apuntaron a la ocurrencia de esa condición. Fue utilizado el método *cross-section White*, que estima parámetros robustos, asumiendo la presencia de heterocedasticidad, corrigiendo la heterocedasticidad de los residuos. El diagnóstico de la ausencia de correlación serial fue realizado por medio de los tests de *Durbin-Watson* y de *Breusch-Godfrey*. Este último apuntó ausencia de corrección serial de los residuos. El diagnóstico de la multicolinealidad indica ausencia de multicolinealidad entre las variables independientes.

El modelo fue estimado con seis variables. Para evaluar la relación entre el nivel de divulgación voluntaria social y las variables tangentes a las características de las empresas (tamaño, concentración accionaria, rentabilidad, *leverage*, sector regulado y reputación), fue estimado el modelo de datos en panel con efectos aleatorios. El R^2 midió la variación del modelo, que es explicada por las variables. Se nota que aproximadamente un 25% de la variación del índice de divulgación social es explicado por la variación de las variables estimadas. Del mismo modo, la significancia del $p\text{-value}$ (0.0000) de la estadística F, en el modelo, corrobora que las variables independientes usadas demostraron significancia para explicar el índice de divulgación social.

Tabla 4

Resultados de las estimativas del modelo de panel con efectos aleatorios: variable dependiente - índice de divulgación social (IDS)

Variables	β	Estadística t	$p\text{-value}$
Tamaño	0.0333	***1.8673	0.0677
Concentración accionaria	0.0359	0.7296	0.4665
Rentabilidad	-0.3157	*-2.3856	0.0180
Leverage	-0.0090	-0.2273	0.8204
Sector regulado	0.1753	*3.7273	0.0003
Reputación	0.0416	*2.6510	0.0087
Intercepto	0.2227	3.0458	0.0026
R^2			0.2480
R^2 ajustado			0.2251
Estadística F			10.8286
$p\text{-value}$			0.0000
Estadística Durbin-Watson			1.8686
<i>Jarque-Bera</i>			3.2369
$p\text{-value}$			0.2002
Cantidad de observaciones			204

$$IDS_{it} = \alpha + \beta_1 TAM_{it} + \beta_2 CON_{it} + \beta_3 ROE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 REG_{it} + \beta_6 REP_{it} + \varepsilon_{it}$$

*, ** y *** = estadísticamente significativa en el nivel del 1%, 5% y 10%, respectivamente.

Nota: Errores estándar estimados con corrección para heterocedasticidad de *Whitexcross-section*.

Fuente: datos de la pesquisa (2014).

La variable “tamaño” buscó verificar si las empresas mayores poseen un nivel mayor de divulgación voluntaria social. Las empresas mayores están sujetas a una visibilidad más frecuente de los *Stakeholders*, y los costes para divulgar las informaciones tienen una menor representatividad en las empresas. Conforme la Tabla 4, el resultado mostró una relación positiva y significativa ($p\text{-value} = 0.0677$) entre el nivel divulgación voluntaria social y el tamaño de la empresa, modelado por el activo total, corroborando los resultados encontrados en las pesquisas de Belkaoui y Karpik (1989), Jennifer Ho y Taylor (2007), Cunha y Ribeiro (2008), Gamerschlag, Möller y Verbeeten (2011) y Lu y Abeysekera (2014).

Cuando la propiedad es relativamente difundida, la falta de divulgación aumentaría la asimetría informacional entre la organización y sus accionistas (Brammer & Pavelin, 2008). La hipótesis “concentración accionaria” probó la influencia del *Stakeholder* (accionista) sobre la decisión de los gestores por divulgar informaciones voluntarias de carácter social. Eso sugiere que las empresas con menor concentración accionaria divulgarían más informaciones voluntarias de naturaleza social del que las empresas con mayor concentración accionaria. Con los resultados no es posible inferir si la dilución accionaria afecta a la divulgación voluntaria social, dado que el $p\text{-value}$ fue no significativo en el modelo (Tabla 4). Los resultados fueron divergentes de los resultados de Gamerschlag, Möller y Verbeeten (2011), Lu y Abeysekera (2014).

Los gestores que tienen el conocimiento necesario para hacer una empresa rentable, también poseen el conocimiento y la comprensión sobre su responsabilidad social. Además de eso, esas empresas tendrían más recursos para invertir en acciones de responsabilidad social. Siendo así, la hipótesis “rentabilidad” verificó si las empresas que presentan mayor rentabilidad divulgan más informaciones voluntarias de naturaleza social que las empresas con nivel más bajo de rentabilidad. Los resultados descritos en la Tabla 4 mostraron una significancia ($p\text{-value} = 0.0180$) negativa entre el índice de divulgación voluntaria social y la rentabilidad de las empresas, lo que significa decir que cuánto más rentable es la empresa, menos ella será propensa a divulgar informaciones sociales. Ese resultado puede ser un indicio de que las empresas utilizan la divulgación voluntaria social para amenizar los reflejos de la baja rentabilidad.

La teoría de los *Stakeholders* defiende que los gestores son incentivados a divulgar información sobre sus programas o iniciativas específicas a grupos particulares de *Stakeholders* con poder de influencia. En ese caso, se buscó verificar la influencia del *Stakeholder* (acreedores). De ese modo, fue verificado si las empresas, cuando poseen menor índice de *leverage*, tienden a divulgar más informaciones voluntarias de naturaleza social que las empresas con mayor índice de *leverage*. De acuerdo con las informaciones de la Tabla 4, los resultados no presentaron significancia estadística ($p\text{-value} = 0.8204$) entre la divulgación voluntaria social y el índice de *leverage*. Los resultados están consistentes con los resultados de Cunha y Ribeiro (2008) y Jennifer Ho y Taylor (2007).

La variable “sector regulado” buscó verificar si el *Stakeholder* (gobierno) ejerce influencia sobre el nivel de divulgación voluntaria social por medio de la reglamentación, lo que significa decir que las empresas reglamentadas por el gobierno divulgarían más informaciones voluntarias de carácter social que las empresas no reglamentadas. El análisis de los resultados descritos en la Tabla 4 muestra significancia estadística ($p\text{-value} = 0.0003$) positiva, en ese sentido, parece que la reglamentación del gobierno ejerce influencia sobre el índice de divulgación voluntaria social, siendo, por tanto, uno de los factores explicativos de la divulgación voluntaria social. Ese resultado es coherente con las constataciones de Murcia y Santos (2009).

La variable “reputación” buscó verificar si la divulgación voluntaria social puede ser influenciada por la buena reputación de la empresa en la óptica del *Stakeholder* sociedad. Siendo así, la hipótesis comprobó si las empresas que poseen mejor reputación divulgarían más información voluntaria de naturaleza social que las empresas que no tienen una buena reputación. A partir de la estimativa del modelo (Tabla 4), fue posible concluir que la buena reputación de las empresas es un factor determinante de divulgación voluntaria social, visto que los resultados demuestran significancia ($p\text{-value} = 0.0087$) positiva entre la divulgación voluntaria social y la buena reputación. De ese modo, no es posible rechazar la perspectiva de la teoría de los *Stakeholders*, según la cual la divulgación de informaciones voluntarias sociales es vista como una estrategia para gerenciar la percepción de los diversos grupos de interés que se relacionan con la empresa, en este caso, la sociedad.

Tabla 5

Síntesis de los resultados: variable dependiente – índice de divulgación social

Hipótesis	Variables	Señal esperada	Señal obtenida	Significancia obtenida	Resultados
H1	Tamaño (TAM)	(+)	(+)	Significante	No rechaza
H2	Concentración accionaria (CON)	(-)	(+)	No significativa	Rechaza
H3	Rentabilidad (ROE)	(+)	(-)	Significante	Rechaza
H4	<i>Leverage</i> (LEV)	(-)	(-)	No significativa	Rechaza
H5	Sector regulado (REG)	(+)	(+)	Significante	No rechaza
H6	Reputación (REP)	(+)	(+)	Significante	No rechaza

Fuente: datos de la pesquisa (2014).

La Tabla 5 hace una síntesis de los resultados esperados por las hipótesis de pesquisa y los resultados efectivamente encontrados. A partir del análisis, es posible concluir que las hipótesis H1, H5 y H6 no fueron rechazadas, por mostrarse positivamente significantes dentro de los modelos estimados. A pesar de que la hipótesis H3 sea significativa, se esperaba que el coeficiente tuviese señal negativa, lo que no fue confirmado en los modelos, por tanto, se rechaza la hipótesis de pesquisa H3. También en relación a la síntesis de los resultados, se percibe que la hipótesis H4 posee señal esperada convergente a la señal obtenida, no obstante, los resultados no se mostraron significativos. Por fin, la hipótesis H2 posee señal divergente de la esperada y también vivencia resultado no significativa, de ese modo, fue rechazada en esta pesquisa.

7. Consideraciones Finales

El objetivo de esta pesquisa consistió en investigar los factores determinantes de la divulgación voluntaria de informaciones de carácter social de las empresas en el período de 2010 a 2012. Para tanto, fueron formuladas seis hipótesis, que describieron las características financieras o atributos específicos inherentes a cada empresa, como: tamaño, concentración accionaria, rentabilidad, *leverage*, sector regulado y reputación.

Para alcanzar el objetivo propuesto, se realizó un estudio teórico-empírico. Los modelos fueron estimados en panel no balanceado con efectos aleatorios. Las variables dependientes poseen naturaleza cualitativa, pero fueron cuantificadas para la obtención de los índices de divulgación voluntaria, y las variables independientes poseen tanto naturaleza cualitativa como cuantitativa, debido a la utilización de *proxies* continuas y categóricas.

Para las empresas analizadas, se constató que: el tamaño de la empresa, medido por el activo total; la rentabilidad, modelada por el ROE; la reputación, de acuerdo con el *ranking* de las 100 empresas con mejor reputación de la revista Exame; y la reglamentación, empresas sujetas a reglamentación específica del gobierno, fueron factores considerados determinantes de la divulgación voluntaria social.

Las hipótesis comprobadas anteriormente fueron fundamentadas por dos teorías: teoría de la divulgación voluntaria y teoría de los *Stakeholders*. La teoría de los *Stakeholders* reconoce la existencia de varios *Stakeholders* que pueden tener intereses comunes o divergentes, siendo, por tanto, responsabilidad de la empresa gerenciar los intereses contradictorios. En esta pesquisa, fue verificado que los *Stakeholders* accionistas y acreedores no influenciaron el comportamiento de las empresas, por divulgar voluntariamente informaciones sociales y ambientales. Pero los *Stakeholders* sociedad y gobierno fueron percibidos como individuos capaces de influenciar la divulgación voluntaria.

La teoría de la Divulgación Voluntaria postula que la discrecionalidad de la divulgación puede ser explicada a partir de la necesidad de las empresas de reducir la asimetría informacional. No obstante, en todos los modelos estimados, la divulgación varió inversamente a la rentabilidad de las empresas. El he-

cho de que las empresas menos rentables divulguen más informaciones voluntarias puede ser indicio de una tentativa de la empresa de desviar la atención de los *stakeholders* del desempeño financiero o, inclusive, una tentativa de justificar el bajo desempeño financiero.

No obstante, deben ser consideradas algunas limitaciones en la interpretación de los resultados de este estudio, entre las cuales: (i) los resultados pueden ser sensibles a las *proxies* utilizadas para mensurar las variables, siendo así, existe la posibilidad de la obtención de otros resultados si las *proxies* fueren diferentes de las utilizadas; (ii) los índices de divulgación voluntaria social fueron obtenidos por medio de la técnica de análisis de contenido, que es sensible al giro de interpretación del pesquisador; y (iii) los datos utilizados para construir la métrica fueron pesquisados en informes de ambiente no reglamentado, por tanto, no es posible asegurar que todas las informaciones constantes en los informes condicen realmente con la realidad de la empresa.

Como sugestión para pesquisas futuras se recomienda pesquisar la divulgación voluntaria social en otros medios de divulgación como el sitio web de las empresas, informes de la administración, propaganda, entre otros.

Referencias

- Ameer, R. & Othman, R (2012). Sustainability practices and corporate financial performance: a study based on the top global corporations. *Journal of Business Ethics*, 108(1), pp. 61-79. doi: 10.1007/s10551-011-1063-y
- Belkaoui, A. & Karpik, P. G. (1989). Determinants of the corporate decision to disclose social information. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2(1), pp. 36-51. doi:org/10.1108/09513578910132240
- Braga, J. P., Oliveira, J. R. S. & Salotti, B. M. (2009). Determinantes do nível de divulgação ambiental nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. *Revista Contabilidade UFBA*, Salvador, 3(3), pp. 81-95.
- Brammer, S. & Pavelin, S. (2008). Factors influencing the quality of corporate environmental disclosure. *Business Strategy and the Environment*, 17(2), pp. 120-136. doi: 10.1002/bse.506
- Branco, M. C. & Rodrigues, L. L. (2008). Factors influencing social responsibility disclosure by portuguese companies. *Journal of Business Ethics*, 83(4), pp. 685-701. doi: 10.1007/s10551-007-9658-z
- Ceretta, P. S., Barba, F. G.; Krueel, F. C. M. & Milani, B. (2009). Desempenho financeiro e a questão dos investimentos socioambientais. *RGSA – Revista de Gestão Social e Ambiental*, Salvador, 3(3), pp.72-84. doi:org/10.5773/rgsa.v3i3.177
- Chang, D. & Kou, L. R. (2008). The effects of sustainable development on firms' financial performance – an empirical approach. *Sustainable Development*, 16(6), pp. 365-380. doi: 10.1002/sd.351
- Chih, H. & Chih, H. & Chen, T. (2010). On the determinants of corporate social responsibility: international evidence on the financial industry. *Journal of Business Ethics*, 93(1), pp. 115-135. doi: 10.1007/s10551-009-0186-x
- Choi, J. S. (1999). An investigation of the initial voluntary environmental disclosures made in Korean semi-annual financial reports. *Pacific Accounting Review*, 11(1), pp. 73-102.
- Clarkson, M. E. (1995). A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. *The Academy of Management Review*, 20(1), pp. 92-117. doi: 10.5465/AMR.1995.9503271994
- Costa, R. S. & Marion, J. C. (2007) A uniformidade na evidenciaração das informações ambientais. *Revista de Contabilidade e Finanças – USP*, São Paulo, 43, pp. 20-33.

- Cullen, L. & Christopher, T. (2002). Governance disclosures and firm characteristics of listed Australian mining companies. *International Journal of Business Studies*, 10(1), pp. 37-58.
- Cunha, J. V. A. & Ribeiro, M. S. (2008). Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. *Revista de Administração – Eletrônica*, São Paulo, 1(1), art.6.
- Dahlsrud, A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate social responsibility and environmental management*, 15(1), pp. 1-13. doi: 10.1002/csr.132
- Deegan, C., Rankin, M., & Tobin, J. (2002). An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: A test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 15(3), 312-343. doi: org/10.1108/09513570210435861
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of essays on disclosure and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), pp. 181-235. doi:10.1016/S0165-4101(01)00024-6
- Eugénio, T. (2010). Avanços na divulgação de informação social e ambiental pelas empresas e a teoria da legitimidade. *Revista Universo Contábil*, Blumenau: FURB, 6(1), pp. 102-118. doi:10.4270/ruc.2010106
- Freeman, R. E. (1999). Divergent stakeholder theory. *Academy of Management Review*, 24(2), pp. 233-236. doi: 10.5465/AMR.1999.1893932
- Gamerschlag, R., Möller, K. & Verbeeten, F. (2011). Determinants of voluntary CSR disclosure: empirical evidence from Germany. *Review of Managerial Science*, 5(2-3), pp. 233-262. doi: 10.1007/s11846-010-0052-3
- Hackston, D. & Milne, M. J. (1996). Some determinants of social and environmental disclosures in New Zealand companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 9(1), pp.77-108. DOI: org/10.1108/09513579610109987
- Huang, C. & Kung, F. (2010). Drivers of environmental disclosure and stakeholder expectation: evidence from Taiwan. *Journal of Business Ethics*, 96(3), pp. 435-451. doi: 10.1007/s10551-010-0476-3
- Jennifer Ho, L. & Taylor, M. E. (2007). An empirical analysis of triple bottom-line reporting and its determinants: evidence from the United States and Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 18(2), pp. 123-150. DOI: 10.1111/j.1467-646X.2007.01010.x
- Kirch, G., Lima, J. B. N. & Terra, P. R. S. (2012). Determinantes da defasagem na divulgação das demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 23(60), pp. 173-186.
- Liu, X. & Anbumozhi, V. (2009). Determinant factors of corporate environmental information disclosure: an empirical study of Chinese listed companies. *Journal of Cleaner Production*, 17(6), pp. 593-600. doi:10.1016/j.jclepro.2008.10.001
- Lu, Y. & Abeysekera, I. (2014). Stakeholders power, corporate characteristics, and social and environmental disclosure: evidence from China. *Journal of Cleaner Production*, 64, pp.426-436. doi:10.1016/j.jclepro.2013.10.005
- Magness, V. (2006). Strategic posture, financial performance and environmental disclosure: an empirical test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 19(4), pp.540-563. doi: .org/10.1108/09513570610679128
- Martins, G. A.; Theóphilo, C. R. (2009). *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.
- Murcia, F. D. & Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*. 3(2), pp. 72-95. doi: .org/10.17524/repec.v3i2.68

- Nascimento, A. R., Santos, A., Salotti, B. & Murcia, F. D. (2009). *Disclosure social e ambiental: análise das pesquisas científicas veiculadas em periódicos de língua inglesa. Revista Contabilidade Vista & Revista*, Belo Horizonte: UFMG, 20(1), pp. 15-40.
- O'Dwyer, B. (2003). Conceptions of corporate social responsibility: the nature of managerial capture. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 16(4), pp. 523-557. doi: .org/10.1108/09513570310492290
- Oliveira, J. A. P. (2005). Uma avaliação dos balanços sociais das 500 maiores. *RAE-eletrônica*, 4(1), art. 2.
- Phillips, R., Freeman, R. E. & Wicks, A. C. (2003). What stakeholder theory is not. *Business Ethics Quarterly*, p. 479-502. doi:.org/10.5840/beq200313434
- Reverte, Carmelo. (2009). Determinants of corporate social responsibility disclosure ratings by spanish listed firms. *Journal of Business Ethics*, 88(2), pp. 351-366. doi:10.1007/s10551-008-9968-9
- Roberts, R. W. (1992). Determinants of corporate social responsibility disclosure: an application of stakeholder theory. *Accounting Organizations and Society*, 17(6), pp. 595-612. doi:10.1016/0361-3682(92)90015-K
- Rover, S., Borba, J. A. & Murcia, F. D. (2009). Características do *disclosure* ambiental de empresas brasileiras potencialmente poluidoras: análise das demonstrações financeiras e dos relatórios de sustentabilidade do período de 2005 a 2007. *Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 7(1), pp.23-36.
- Rover, S. & Santos, A. (2013). *Disclosure* socioambiental e custo de capital próprio de companhias abertas no Brasil. Anais da Conferência Interamericana de Contabilidade Socioambiental, Belém, PA, Brasil, 3.
- Rover, S., Tomazzia, E. C., Murcia, F. D. R., & Borba, J. A. (2012). Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando análise de regressão em painel. *Revista de Administração*, São Paulo, 47(2), pp. 217-230. doi: 10.5700/rausp1035
- Salotti, B. M.; Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR – Brazilian Business Review*, v. 2, n. 1, p. 53-70, jan./jun. 2005. doi: .org/10.15728/bbr.2005.2.1.4
- Silva, F. A. & Pinheiro, L. E. T. (2012). Estágio atual de evidenciação e fatores que influenciam o *disclosure* de informações por segmentos por empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, Curitiba: UFPR, 4(3), pp. 78-94. doi: .org/10.5380/rcc.v4i3.29897
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam, 32(1-3), pp..97-180. doi:10.1016/S0165-4101(01)00025-8
- Villiers, C. & Staden, C. J. V. (2006). Can less environmental disclosure have a legitimising effect? Evidence from Africa. *Accounting, Organizations and Society*, 31(8), pp. 763-78. doi:10.1016/j.aos.2006.03.001
- Wang, K. & Sewon, O. & Claiborne, M. C. (2008). Determinants and consequences of voluntary disclosure in an emerging market: evidence from China. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 17(1), pp. 14-30. doi:10.1016/j.intaccudtax.2008.01.001
- Watson, A., Shrivs, P. & Marston, C. (2002). Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. *The British Accounting Review*, 34(4), pp. 289-313. : doi:10.1006/bare.2002.0213
- Wilmshurst, T. D. & Frost, G. R. (2000). Corporate environmental reporting: a test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 13(1), pp. 10-26. doi.org/10.1108/09513570010316126