



Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas
(FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

LUÍSA LAMPERT LYRA

Transparência das Demonstrações Contábeis como pilar de boas práticas de Governança
Corporativa e confiança dos *Stakeholders*

Brasília, DF
2025

LUÍSA LAMPERT LYRA

**Transparência das Demonstrações Contábeis como pilar de boas práticas de
Governança Corporativa e confiança dos *Stakeholders***

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia)
apresentado ao Departamento de Ciências
Contábeis e Atuariais da Faculdade de
Economia, Administração e Contabilidade da
Universidade de Brasília como requisito
parcial de obtenção do grau de Bacharel em
Ciências Contábeis.

Prof. Responsável: Professora Doutora
Ducineli Regis Botelho

Linha de pesquisa: Contabilidade Financeira

Área: Contabilidade Financeira

Brasília, DF
2025

Ficha catalográfica elaborada automaticamente,
com os dados fornecidos pela autora

LL953tt Lyra, Luisa Lampert.
Transparência das Demonstrações Contábeis como pilar de
boas práticas de Governança Corporativa e confiança dos
Stakeholders / Luisa Lampert Lyra;
Orientador: Ducineli Regis Botelho. -- Brasília, 2025.
48 f.
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação - Ciências
Contábeis) -- aqui Universidade de Brasília, 2025.
1. Disclosure Voluntário. 2. Governança Corporativa. 3.
Reputação Corporativa. 4. Companhias Abertas. 5.
Stakeholders. I. Botelho, Ducineli Regis, orient. II.
Titulo.

Professora Doutora Rozana Reigota Naves
Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Marcio Muniz de Farias
Vice-Reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Tiago Araújo Coelho de Souza
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor José Márcio Carvalho
Diretor da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas
Públicas

Professor Doutor Wagner Rodrigues dos Santos
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuárias

Professora Doutora Francisca Aparecida de Souza
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Diurno

Professor Doutor Edmilson Soares Campos
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

LUÍSA LAMPERT LYRA

Transparência das Demonstrações Contábeis como pilar de boas práticas de Governança Corporativa e confiança dos *Stakeholders*

Trabalho de Conclusão de Curso (Monografia) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito parcial de obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Professora Doutora Ducineli Regis Botelho
Orientadora
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais
Universidade Brasília (UnB)

Professor Doutor Marcelo Botelho da Costa Moraes
Examinador
Departamento de Ciências Contábeis
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto
Universidade de São Paulo (FEA/USP-RP)

BRASÍLIA, DF
2025

Dedico este trabalho aos meus pais,
Marília e José Augusto.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de expressar total gratidão e respeito aos professores e funcionários da Universidade de Brasília, envolvidos no processo de ensino e manutenção da qualidade acadêmica. Pela luta diária e constante por um ensino superior de qualidade, inclusivo e propício ao desenvolvimento intelectual dos discentes, em um país onde cada vez menos as pessoas são incentivadas a crescer através do estudo.

Gostaria de agradecer à minha orientadora Ducineli, pela paciência em me explicar detalhadamente os ajustes na produção do trabalho e pelo tempo disponível para desempenhar esse papel.

Agradeço a minha mãe, Marília, por me inspirar a cursar Ciências Contábeis através de sua rotina de trabalho, o qual ela desempenha com muita dedicação e competência. Ao meu pai, José Augusto, por sempre reforçar para mim que o estudo é a única coisa que ninguém pode tirar de um ser humano e pelo suporte transmitido durante o processo de produção desse trabalho.

Ao meu namorado, Gabriel Machado, que disponibilizou seu projeto de análise de dados para que eu pudesse adaptá-lo de acordo com o tema da pesquisa, sempre colocando-se disponível para tirar minhas dúvidas relacionadas aos códigos de programação. Além disso, por ser um companheiro que me enaltece e incentiva a correr atrás dos meus sonhos.

Agradeço aos meus amigos de infância Raquel Macedo, Ana Beatriz, William, Leonam, Luana pela longa amizade e acolhimento. Aos amigos que conheci participando da Visionária, pelos momentos de descontração em festas, bares e jogos, que me ajudaram a tornar o processo da faculdade bem mais leve e divertido.

Ao meu mestre e parceiros de jiu-jitsu, os treinos foram uma ferramenta essencial para que eu pudesse desestressar depois de dias difíceis e voltasse a trabalhar mais focada.

Por fim, mas não menos importante, sou grata a todo mundo que me ensinou algo nessa trajetória.

RESUMO

A repercussão de escândalos e fraudes contábeis nas empresas favoreceu a relevância da discussão a respeito da Governança Corporativa entre os anos de 1990 e 2000, além de transformar o ambiente corporativo empresarial. Como resultado, as empresas começaram a aplicar padrões mais rigorosos de ética, transparência, responsabilidade e equidade ao elaborar suas Demonstrações. A discussão a respeito das qualidades da divulgação voluntária se torna importante, visto que contribui para a produção de relatórios financeiros transparentes, resultando em um diferencial competitivo da empresa perante o mercado e uma percepção de um ambiente empresarial ético e sólido. Desse modo, o conflito de interesses é mitigado e a confiança dos *stakeholders* é estabelecida, facilitando a decisão sobre a performance das empresas. Neste contexto, o presente estudo tem como objetivo geral analisar a relação entre os níveis de *disclosure* voluntário e confiança dos *stakeholders* nas empresas listadas no ranking MERCO (*Monitor* Empresarial de Reputação Corporativa) a partir dos níveis 1,2 e Novo Mercado de governança corporativa da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), durante o ano de 2023. A metodologia da pesquisa adotada foi a descritiva, com tratamento qualitativo e quantitativo dos dados. Para a parte qualitativa da pesquisa, adaptou-se o índice desenvolvido por Murcia (2009) em uma métrica composta por seis categorias 38 subcategorias, dentre elas: ambiente de negócios (7), atividade operacional (7), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (5), índices financeiros (4) e governança corporativa (7). Já para a etapa quantitativa, foi aplicado o coeficiente de correlação de Pearson nas variáveis. A pesquisa concluiu que os itens mais evidenciados pelas empresas são identificação dos riscos do negócio (29), indicadores de eficiência (28), principais mercados de atuação (28), preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN) (29) e EBITDA (27). O coeficiente de correlação de Pearson resultou em 0,002 e 0,14674, induzindo a uma correlação pouco considerável entre as variáveis. As contribuições elaboradas a partir das conclusões desse estudo foram a melhor compreensão da influência da Transparência na reputação corporativa e mesmo com a correlação fraca encontrada, o desenvolvimento de padrões mais rigorosos de divulgação para empresas que buscam aumentar sua credibilidade e competitividade no ambiente empresarial contemporâneo.

Palavras-chaves: *Disclosure* Voluntário, Reputação Corporativa, Governança Corporativa, Teoria da Divulgação Voluntária, *Stakeholders*

ABSTRACT

The repercussions of accounting scandals and fraud in companies benefits the relevance of the discussion on Corporate Governance between the 1990s and 2000s, transforming the corporate business environment. As a result, companies began to adopt stricter standards of ethics, transparency, accountability, and fairness when preparing their financial statements. The discussion on the qualities of voluntary disclosure becomes important, as it contributes to the production of transparent financial reports, resulting in a competitive advantage for the company in the market and the perception of an ethical and solid business environment. In this way, conflicts of interest are mitigated, and the trust of stakeholders is established, facilitating decisions about company performance. In this context, the present study aims to analyze the relationship between the levels of voluntary disclosure and stakeholder trust in companies listed in the MERCO (Corporate Reputation Business Monitor) ranking, based on the Level 1, Level 2, and Novo Mercado corporate governance segments of B3 (Brazil, Bolsa, Balcão), during the year 2023. The research methodology adopted was descriptive, with qualitative and quantitative data analysis. For the qualitative part of the research, the index developed by Murcia (2009) was adapted into a metric composed of six categories and 38 subcategories, including: business environment (7), operational activity (7), strategic aspects (8), financial information (5), financial indices (4), and corporate governance (7). For the quantitative stage, Pearson's correlation coefficient was applied to the variables. The research concluded that the items most frequently disclosed by companies are the identification of business risks (29), efficiency indicators (28), main markets of operation (28), stock price or valuation by type (common, preferred) (29), and EBITDA (27). Pearson's correlation coefficient resulted in 0.002 and 0.14674, indicating a negligible correlation between the variables. The contributions derived from the conclusions of this study include a better understanding of the influence of transparency on corporate reputation and, despite the weak correlation found, the development of more rigorous disclosure standards for companies seeking to enhance their credibility and competitiveness in the contemporary business environment.

Keywords: Voluntary Disclosure, Corporate Reputation, Corporate Governance, Voluntary Disclosure Theory, Stakeholders.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Informações do Ambiente de Negócios.	31
Tabela 2 - Informações da Atividade Operacional	32
Tabela 3 - Informações Estratégicas	33
Tabela 4 - Informações Financeiras	34
Tabela 5 - Indicadores Financeiros	35
Tabela 6 - Informações sobre Governança Corporativa	36
Tabela 7 - Análise Descritiva dos dados	38

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Empresas listadas simultaneamente na B3 e no ranking MERCO, por segmento de listagem.	24
Quadro 2 - Métrica para avaliação do disclosure voluntário	25

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Diagrama de Venn	35
Gráfico 2 - Dispersão com o destaque dos outliers.	36
Gráfico 3 - Dispersão sem Natura e Btg Pactual	37

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Modelo estatístico do Coeficiente Linear de Pearson

27

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	12
1.1	Contextualização	12
1.2	Problema de Pesquisa	14
1.3	Objetivos da pesquisa	14
1.3.1	Objetivo geral	14
1.3.2	Objetivos específicos	14
1.4	Delimitação da Pesquisa	14
1.5	Justificativa	15
2	REVISÃO DE LITERATURA	17
2.1	Governança Corporativa	17
2.2	Disclosure Voluntário	19
2.3	Reputação Corporativa	22
3	METODOLOGIA	25
3.1	Perfil da Amostra	25
3.2	Procedimentos de Análise	26
4	RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÕES	31
5	CONCLUSÃO	41
	REFERÊNCIAS	43
	APÊNDICE A – CÓDIGO EM PYTHON PARA A ANÁLISE ESTATÍSTICA	47

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização

De acordo com Oliveira (2010), discussões centradas na formulação de um novo modelo de gestão que tem como premissas, a ética como fator de influência no resultado e sucesso das organizações ocorreram durante a década de 90 na Inglaterra e nos Estados Unidos. No entanto, foi a partir da repercussão de escândalos de fraude contábil no início do século XXI, como os da Enron, Worldcom e Global Crossing, que ajustes nas diretrizes de Governança Corporativa foram feitos e o tema ganhou relevância, visto que ocorreu um declínio na confiança dos investidores no mercado (ROSSONI, 2009).

Lopes (2014) define Governança Corporativa como um conjunto de diretrizes com o objetivo de fortalecer a confiança dos investidores. Através da transparência na prestação de informações, ou seja, os fatos relevantes relacionados à empresa são divulgados de maneira clara, tempestiva e segura. A seguir, é válido conceituar a definição do conceito geral de Governança Corporativa em dois princípios constantemente abordados na área: a Transparência e a *Accountability*.

De acordo com IBGC (2023), *accountability* é o princípio de responsabilidade pelos atos e omissões ocorridos em uma organização, de maneira a atuar de forma clara, concisa e tempestiva, com a consciência dos efeitos coletivos que uma decisão pode acarretar. Já o princípio da transparência significa divulgar informações válidas e condizentes com a situação da empresa, positivas ou negativas. Além disso, é importante divulgar além do obrigatório, com o objetivo de estimular a confiança na organização.

Conforme a cartilha da Comissão de Valores Imobiliários CVM (2002), são considerados princípios de boas práticas de Governança Corporativa (GC), implementar ferramentas de apoio de recursos humanos e financeiros das empresas que forneçam, com transparência, o diagnóstico econômico-financeiro da organização por meio de relatórios contábeis e gerenciais.

Observam-se vários estudos e definições que apontaram as Demonstrações Contábeis como base de apoio fundamental ao processo de divulgação (*disclosure*) utilizado pela maioria das empresas no mercado. De acordo com Iudícibus (2021), as Demonstrações Contábeis são o centro do processo de *disclosure*, uma vez que disponibilizam informações e dados financeiros fundamentais que facilitam a decisão sobre a performance das empresas.

Portanto, o *disclosure* é uma maneira de divulgar a performance da empresa para solucionar os problemas de conflito de agência e a assimetria informacional (BEZERRA *et al.*, 2015). O *disclosure* das informações financeiras das empresas permite à gestão divulgar a governança e o desempenho das companhias aos *stakeholders* (HEALY & PALEPU, 2001).

No entanto, Mota e Pinto (2017) afirmam que, quando o *disclosure* supera as exigências definidas por lei, constituem o *disclosure* voluntário. Isso ocorre porque os controladores da empresa (gestores ou acionistas majoritários) geralmente possuem informações adicionais cuja divulgação não é obrigatória e, em certos casos, decidem divulgá-la (VERRECCHIA, 2001).

Na concepção de Trocz *et al.* (2021), se as organizações divulgam voluntariamente as informações sustentáveis, elas se tornam mais legítimas e são beneficiadas com resultados de credibilidade e confiança, o que prolonga a sobrevivência no ambiente competitivo e o sucesso organizacional.

Dessa forma, a discussão a respeito das qualidades da divulgação voluntária se torna importante, visto que contribui para a produção de relatórios financeiros transparentes, resultando em um diferencial competitivo da empresa perante ao mercado e uma percepção de um ambiente empresarial ético e sólido. Além disso, atrai a confiança de um público de interesse fundamental para o ecossistema de uma organização: os *Stakeholders*.

Os *Stakeholders* são o grupo mais interessado em verificar se as empresas conduzem adequadamente as práticas de Governança Corporativa, em razão de sua importância no contexto das organizações. De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) (2023, p. 23), *stakeholders* são "todos aqueles que influenciam ou são influenciados pelas atividades de uma organização, incluindo acionistas, colaboradores, clientes, fornecedores, credores, governo e sociedade". Os *Stakeholders* desempenham funções como o investimento de capital, fornecimento de matéria prima e execução de ações estratégicas.

Conforme Hitt (2005), as organizações não dependem de maneira proporcional de todos os seus *stakeholders* integralmente. Ademais, as partes interessadas se dividem em três grupos: o primeiro é representado pelos stakeholders de mercado de capitais, como acionistas; o segundo, é o mercado de produtos, como os fornecedores e por último, os organizacionais, como os funcionários das empresas nos níveis estratégicos ou operacionais.

Portanto, Martins, Bressan e Takamatatsu (2015) pontuam que a preocupação com a imagem reputacional leva as empresas a divulgarem suas ações com maior qualidade para alinhar seus interesses aos dos *stakeholders*.

1.2 Problema de Pesquisa

Diante das considerações realizadas nas afirmações supracitadas, o seguinte estudo se alinha com o seguinte questionamento: As empresas com maiores níveis de Governança Corporativa e níveis de *disclosure* voluntário das Demonstrações Contábeis têm melhor confiança dos *stakeholders*?

1.3 Objetivos da pesquisa

1.3.1 Objetivo geral

O objetivo da pesquisa é analisar a relação entre os níveis de *disclosure* voluntário e confiança dos *stakeholders* nas empresas listadas no ranking MERCO (Monitor Empresarial de Reputação Corporativa) a partir dos níveis 1,2 e Novo Mercado de governança corporativa da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), durante o ano de 2023.

1.3.2 Objetivos específicos

Analisar quais foram os itens de *disclosure* voluntário mais divulgados das empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa da B3.

1.4 Delimitação da Pesquisa

O presente estudo consiste na análise da relação entre os níveis de evidenciação voluntária das Demonstrações Contábeis e a confiança dos *stakeholders*. Nesse sentido, a amostra da pesquisa se delimita às companhias negociadas **nos níveis 1, 2 e Novo Mercado de governança corporativa da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão)** e no *ranking* Monitor Empresarial de Reputação Corporativa (MERCO), durante o ano de 2023. O *ranking* MERCO é amplamente reconhecido como o padrão de referência na América Latina para a avaliação da reputação das empresas há mais de vinte anos, um índice importante para medir a confiança dos *stakeholders* em uma organização.

Nessa lógica, será aplicado o índice desenvolvido por Murcia (2009) em sua pesquisa para mensurar o nível de evidenciação voluntária de cada empresa na amostra. O índice foi construído a partir da técnica de análise de conteúdo, visando descrever e interpretar o conteúdo e as informações de um determinado contexto proposto. (MORAES, 1999). Essa métrica é composta por seis categorias e 43 subcategorias: ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8), avaliando-as de forma binária a partir da divulgação feita ou não de cada subcategoria. Após, o nível de *disclosure* de cada empresa será obtido através da divisão do número de subcategorias que receberam nota 1 pelo número de categorias totais.

O trabalho desenvolvido por Yamamoto e Salotti (2006), fundamenta-se na Divulgação baseada em Julgamento, conhecida como Teoria do *Disclosure* Voluntário, constituiu a base teórica da presente pesquisa, em razão do seu objetivo. Essa teoria tem como premissa central, conforme Verrecchia (2001), que o *disclosure* configura-se como um evento endógeno e os gestores e/ou empresas detêm incentivos econômicos para divulgar informações de maneira voluntária ou não, visto que os usuários externos das demonstrações contábeis são os principais consumidores dessas informações.

1.5 Justificativa

A discussão sobre a influência dos níveis de *disclosure* voluntário em empresas com boas práticas de Governança Corporativa é relevante em razão de múltiplos fatores. Primeiramente, a assimetria informacional existente entre as partes interessadas, empreendedores e investidores muitas vezes inviabilizam o financiamento de projetos altamente produtivos (CARVALHO, 2001). Nesse sentido, Murcia e Santos (2009) apresentaram a ausência de uma classificação determinante dos itens compostos em uma métrica de avaliação do *disclosure*, ainda que as empresas com melhores práticas de governança corporativa tivessem melhores níveis de *disclosure* voluntário.

A oportunidade dessa pesquisa está na adaptação dos problemas de pesquisas abordados nos artigos de Silva et al. (2013) e Mota e Pinto (2017), sendo o estudo desenvolvido pelos autores realizado em empresas listadas na B3 e o último aplicado em empresas com níveis diferenciados de Governança Corporativa. Além disso, essas pesquisas

apresentaram os maiores níveis de *disclosure* voluntário. Destarte, o diferencial dessa pesquisa consiste em criar um ranking de organizações com melhores níveis de evidenciação voluntária das empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo mercado da B3 e correlacionar com o *ranking* MERCO, a fim de identificar padrões de influência entre as variáveis de *disclosure* voluntário e reputação corporativa.

Nesse contexto, é justificável investigar a relação entre a confiança dos stakeholders e os níveis de *disclosure* voluntário nas organizações listadas nos segmentos da B3, pois permite compreender de maneira mais abrangente sobre como o *disclosure* voluntário fortalece a confiança dos investidores, acionistas, credores e demais partes interessadas. Esse fortalecimento contribui para uma maior estabilidade e valorização das empresas no mercado.

A análise contribui para a literatura acadêmica através da exploração das razões pelas quais as empresas divulgam algumas informações em detrimento de outras. Isso oferece subsídios para que as organizações aprimorem suas estratégias de comunicação e gestão, alinhando-se melhor às expectativas dos *stakeholders* e às exigências regulatórias.

Os resultados desse estudo no futuro podem fundamentar o desenvolvimento de padrões mais rigorosos de divulgação e manuais de melhores práticas para empresas que buscam aumentar sua credibilidade e competitividade no ambiente empresarial contemporâneo.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Governança Corporativa

A Governança Corporativa evoluiu em diversos momentos até se aprimorar ao contexto atual das organizações, em uma sociedade cada vez mais exigente em relação às práticas assertivas de transparência contábil e ética corporativa, fundamentos da Governança Corporativa. Considerando a evolução do tema Governança Corporativa, Silveira (2015) desenvolveu sobre o conceito de sociedades regidas por ações ter ocorrido com a inauguração da empresa industrial mais antiga do mundo, a *Stora Kopparberg*, fundada em 1347 e em funcionamento até os dias atuais mesmo que a nomenclatura Governança Corporativa tenha sido discutida pela primeira vez na década de 80.

Contudo, Bortoloni e Silva Junior (2015) discorrem que o contexto do surgimento da Moderna Sociedade Anônima, com os estudos clássicos de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means em 1930, foi precursor sobre a discussão a respeito da Governança Corporativa. A notoriedade desse tema aconteceu durante os anos de 1990 e 2000, por causa de fraudes como a Enron, WorldCom, Aholde, Parmalat. Tópicos de governança corporativa como a responsabilidade da cúpula da administração, a influência de investidores, as regras que conduzem os processos de aquisições, a remuneração dos diretores executivos (CEO) e a transparência institucional em mercados emergentes ganharam relevância no cenário dos negócios. (MILLAR et al., 2005; BLAIR, 1995, apud BORTOLON; SILVA JUNIOR, 2015).

Os sistemas de Governança Corporativa são úteis para reduzir os problemas estudados na Teoria da Agência. A teoria em questão, proposta por Jensen e Meckling (1976), determina uma relação de agência como um contrato entre principal e agente, no qual o primeiro emprega ao segundo o poder de autoridade na tomada de decisões, mas há controvérsias se a conduta do agente estará de acordo com os interesses do principal. Dessa forma, a teoria deduz que os conflitos podem ser solucionados através de incentivos e obrigações, expressados em um equilíbrio contratual que alinhe os interesses de ambos.

A resolução de conflitos de interesses entre o ecossistema de agentes que exercem influência na empresa é a diretriz mais importante da Governança Corporativa (CORREIA; AMARAL, 2006). Portanto, Bebchuk e Weisbach (2010) pontuam a importância da GC no equilíbrio de interesses entre gestores e acionistas, mitigando assim a problemática relacionada aos conflitos da agência.

Devido a Governança ser objeto de pesquisa de vários autores, há uma vasta base de conteúdo contendo definições sobre o assunto. Silveira (2015, p. 3) a apresenta como a “maneira pela qual as sociedades são dirigidas e controladas, incluindo suas regras explícitas e tácitas, com destaque para o relacionamento entre seus principais personagens: diretoria, conselho de administração e acionistas”

A Governança Corporativa é um manual composto por princípios, regras, estruturas e processos que auxiliam na gestão e regulação das organizações e tem como intenção criar valor sustentável para a organização e suas partes interessadas. (IBGC, 2023).

Larrate (2013) define a governança corporativa como uma série de controles regidos por regulamentações e incentivos, cujo objetivo é fornecer proteção aos interessados. Silva (2016) complementa essa definição ao afirmar que a governança corporativa também visa criar condições mais favoráveis para a performance da companhia, gerando segurança para todos os envolvidos.

No Brasil, a governança corporativa desempenha um papel central, conforme destacado por Mota e Pinto (2017). Eles explicam que as diretrizes estabelecidas pela B3 visam melhorar a qualidade das informações fornecidas pelas companhias abertas e ampliar os direitos dos acionistas, o que contribui para a redução dos riscos nos negócios ao esclarecer dúvidas relacionadas aos investimentos. Essas diretrizes geram uma série de benefícios para as empresas, incluindo maior visibilidade e vantagens como a melhoria na precificação das ações. Além disso, facilitam novas aberturas de capital e emissões, aumentando a disposição dos investidores em adquirir novas ações e fortalecendo a confiança no mercado financeiro.

Para estimular as negociações no mercado e valorizar as empresas, foram criados segmentos especiais de governança corporativa, como Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. Mota e Pinto (2017) afirmaram que as empresas de Nível 1 dedicam-se principalmente a fornecer informações que ajudem a avaliar o valor da empresa, garantindo transparência e prestação de contas. As empresas dos segmentos Novo Mercado e Nível 2 diferem na emissão de ações preferenciais; os acionistas do Novo Mercado possuem apenas ações ordinárias, enquanto os acionistas do Nível 2 emitem ações preferenciais. Esta segmentação permite às empresas escolherem o nível de governança que melhor se adapta à sua estratégia e às necessidades do mercado, criando um ambiente de negócios mais seguro e atrativo para os investidores.

O avanço da competitividade no mercado cresceu proporcionalmente a inserção de novas tecnologias, resultando na necessidade das empresas em aprimorar o diferencial de avaliação de desempenho perante os seus concorrentes. Além disso, a confiabilidade aos seus

investidores nas práticas consistentes de Governança Corporativa torna-se necessária, pois traz benefícios como o reconhecimento da atual situação econômica da empresa e permeia a captação de novos investimentos. Nesse sentido, as demonstrações contábeis asseguram uma fonte de informação confiável para os Stakeholders no processo de tomada de decisão.

Deve-se estabelecer que as decisões de investimento em ações no Mercado de Capitais baseiam-se predominantemente em informações referentes ao desempenho econômico-financeiro das empresas, as quais são avaliadas principalmente por analistas de investimentos (ANTUNES; LEITE, 2008).

Portanto, foi evidenciado que as práticas de Governança Corporativa bem formuladas reduzem o conflito de interesses, impulsionam o desempenho financeiro e fomentam a competitividade do mercado global. Ademais, foi abordado a criação dos segmentos de listagem da B3, métrica essencial para estabelecer padrões de referência de Governança Corporativa entre as companhias brasileiras de capital aberto. Em síntese, será utilizado no presente estudo para finalidade de construção amostral, as empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado, visto que há a representatividade de diversos setores e a adesão de regras além das obrigações que as demais companhias têm.

2.2 *Disclosure* Voluntário

Segundo Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990), o *disclosure* compreende a comunicação da empresa sobre a divulgação de informações contábeis, sejam elas quantitativas ou qualitativas, através de canais formais ou informais, de forma a facilitar o fornecimento de informações úteis aos usuários.

Goulart (2003) apresenta que o *Disclosure* de uma empresa é abrangente, pois compreende um grupo de informações úteis significantes para o processo de tomada de decisão, indo além dos itens regulamentados por lei. O *Disclosure* se classifica em compulsório ou voluntário, a primeira definição se refere a informações para registro das companhias abertas e demais informações exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários, já a segunda definição é quando a informação não é exigida, mas favorece mais transparência para as empresas. As informações divulgadas podem ser positivas ou negativas, além de qualitativas ou quantitativas, sendo importante que as empresas divulguem os dois tipos de informação para obter a transparência desejada. Desse modo, com a divulgação de informações transparentes, os investidores conseguem tomar decisões com base em julgamentos fundamentados, utilizando dados emitidos de forma imparcial.

Assim, foram desenvolvidos modelos analíticos focados em compreender da melhor forma o processo da divulgação e suas nuances. Com o propósito de compartilhar uma fundamentação teórica para a sustentação de pesquisas futuras a respeito do tema. A premissa desses modelos é definir qual a correlação entre a divulgação contábil e suas consequências, visto que o objeto de estudo do *disclosure* não pode ser validado apenas com base em opiniões. (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

A Teoria da Divulgação é pesquisada internacionalmente desde a década de 80. O principal objetivo da Teoria é fornecer uma base consistente para entender as razões da divulgação de informações financeiras sob diversas óticas, como por exemplo, investigar a influência da divulgação das demonstrações contábeis no preço das ações ou esclarecer quais são as principais causas econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente etc. (YAMAMOTO; SALOTTI, 2005).

O trabalho proposto por Verrecchia (2001) merece destaque dentre esses modelos, visto que classificou o *disclosure* em três grupos distintos, de maneira a representar as variáveis relacionadas à divulgação:

- Divulgação baseada em Associação (*Association-based Disclosure*): analisa qual é a relação entre a divulgação e as alterações de comportamento dos agentes a respeito do efeito da informação divulgada durante o processo de *Disclosure*.
- Divulgação baseada em Eficiência (*Efficiency-based Disclosure*): abrange o conhecimento de algumas formas de divulgação que promovam maior eficiência da divulgação que seriam preferidos incondicionalmente.
- Divulgação baseada em Julgamento (*Discretionary-based Disclosure*): entende-se como o modo pelo qual a administração das organizações opta por realizar essa divulgação. Quando tratado com um fenômeno endógeno, há questionamentos sobre o porquê certas informações são divulgadas ou omitidas, trata-se de decisões de relevância estratégica.

Em seu modelo, Verrecchia (2001) observou que, quanto mais divulgações voluntárias a empresa tem, maior será a sua receita. Logo, a conclusão publicada foi que a empresa é incentivada a divulgar sem custo, não existindo custos de divulgação.

Porém, à medida que os custos de divulgação aumentam, as empresas são desestimuladas a divulgar mais informações voluntariamente, concluindo que, o benefício da divulgação deve ser superior ao custo, para que a empresa se sinta compelida à divulgação voluntária (SOUSA, 2013).

As pesquisas a respeito do assunto iniciaram no Brasil por volta de 2005, em pesquisas como a de Salotti (2005). Salotti investigou a relação entre a publicação das Demonstrações de Fluxo de Caixa e outras variáveis, analisando em 5 hipóteses e fundamentando os resultados na Teoria da Divulgação baseada na Associação.

Se o *disclosure* de uma empresa é voluntário, de acordo com Verrecchia (2001), os gestores adotam um posicionamento racional não divulgando essas informações, para não prejudicar a entidade ou a si mesmos.

Portanto, os gestores têm preferência por divulgar uma informação boa. No entanto, caso o *disclosure* não seja obrigatório e a informação negativa, a divulgação desses resultados não será benéfica. A Teoria do *Disclosure* Voluntário suscita que apenas informações positivas tendem a ser compartilhadas por querer pelas empresas (DYE, 2001).

A nomenclatura *disclosure* se relaciona com a divulgação do desempenho organizacional, através de demonstrações contábeis (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; IUDÍCIBUS; LOPES, 2008; WRUBEL et al., 2015). As informações referentes ao desempenho são divulgadas durante as demonstrações contábeis, relatórios da administração, formulários de referência, entre outras formas legais de divulgação corporativa das empresas de capital aberto brasileiras (SOUZA; ALMEIDA, 2017).

O *disclosure* voluntário é analisado em profusos estudos, não só no Brasil como também no contexto internacional. Almeida e Rodrigues (2017) e Novaes e Almeida (2020) utilizaram como ferramenta de mensuração do índice de *disclosure* voluntário o checklist, fundamentado a partir da investigação de 14 pesquisas publicadas anteriormente. A ferramenta é dividida em dois grupos: *disclosure* organizacional, econômico e financeiro, com 25 itens a se observar; e *disclosure* social e ambiental, com 13 itens. No total, o checklist compreende 38 itens a serem verificados entre as divulgações corporativas.

Ademais, vale ressaltar o estudo de Callado (2010) nas contribuições realizadas no cenário nacional, ao propor e testar um modelo para a mensuração da sustentabilidade empresarial concebido a partir da integração das dimensões ambiental, social e econômica. Além disso, a pesquisa Bachmann, Carneiro e Espejo (2013) elenca atributos ambientais, conforme o grau de importância de *disclosure*, para composição de um indicador genuinamente brasileiro que avalie qualidade de evidenciação de informações ambientais. Posteriormente, Mota e Pinto (2017) trouxeram uma adaptação dessas duas pesquisas, formulando assim a variável dependente denominada Índice de *Disclosure* Voluntário (IDV), proposto para identificar o nível de evidenciação ambiental, econômica e social, observando qual é o grau de transparência das informações organizacionais.

Outra ferramenta utilizada em estudos para a mensuração do nível do *disclosure* voluntário das organizações é o índice desenvolvido por Murcia (2009). Essa métrica é composta por seis categorias e 43 subcategorias: ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8), avaliando-as de forma binária a partir da divulgação feita ou não de cada subcategoria. Após, o nível de *disclosure* de cada empresa será obtido através da divisão do número de subcategorias que receberam nota 1 pelo número de categorias totais. O presente estudo, em razão de seu objetivo, utilizará esse instrumento para o desenvolvimento da pesquisa.

O tratamento dado à divulgação é um tópico de divergências entre os pesquisadores. De acordo com Yamamoto (2005), quem é favorável à regulação traz argumentos como: a falta de informações suficientes para os usuários é uma forma das empresas se protegerem de favorecer a concorrência, empregados e outros. Enquanto, quem defende a divulgação voluntária afirma que o fornecimento de informações de qualidade e capazes de atingir as expectativas dos investidores são consequência de estímulos suficientes que as empresas detêm.

Dessa forma, o que hoje é compreendido como *disclosure* voluntário no futuro poderá ser o *disclosure* obrigatório, garantindo mais confiabilidade na divulgação. (HOULTHAUSEN; WATTS, 2001). Logo, Gigler e Hemmer (1998) ressaltam que a confirmação da veracidade do *disclosure* voluntário poderá ocorrer em um momento futuro apropriado, com base na análise das informações fornecidas pelo *disclosure* obrigatório.

Por fim, o *disclosure* é um mecanismo que facilita o processo da tomada de decisão dos *stakeholders*. Em relação ao *disclosure* voluntário, as empresas podem optar pela não divulgação, mas a transparência não é constituída no processo. Outrossim, é necessário compreender que os custos dessa divulgação devem ser reduzidos para estimular as empresas. os custos de divulgação devem ser inferiores aos benefícios da divulgação. No entanto, a aplicação de metodologias para uma visão mais abrangente do *disclosure* voluntário é deficitária, uma vez que é apresentado de forma narrativa, qualitativa, transformando a sua avaliação mais abstrata e interpretativa (LEUZ; WY SOCKI, 2008).

2.3 Reputação Corporativa

O tema reputação de empresas não é recente, sendo objeto de estudo em áreas como sociologia, economia, estratégia, marketing, teoria das organizações e contabilidade (FOMBRUN e van RIEL, 1997). Torna-se possível segmentar os estudos sobre reputação em dois grupos distintos, mesmo sendo um tema o qual é objeto de estudo de diversas áreas: sob uma ótica filosófica, com a proposta de definir o que é reputação e a sua construção e sob uma ótica empírica, com a proposta de avaliar o nível de reputação e seu efeito financeiro nas organizações (LLOYD, 2007).

A reputação corporativa está relacionada à percepção dos *Stakeholders* e da sociedade a respeito do alcance de expectativas pela empresa, através da informação divulgada como método de avaliação desse alcance (QUEVEDO-PUENTE; FUENTE; DELGADO, 2005; WALKER, 2010).

De acordo com Baraibar-Diez e Sotorrió (2018), a reputação corporativa apresenta benefícios como valor financeiro, consequências positivas sobre recursos humanos ou interesse do consumidor e suscita status, estimulando a implementação de melhorias capazes de alcançar a reputação corporativa.

Conforme a perspectiva de Rossoni e Guarido Filho (2015), o período de crises e escândalos ocorridos nos anos 2000, colocaram à risca a confiabilidade das empresas junto ao mercado financeiro norte-americano e aumentaram os estudos relacionados à reputação. Portanto, após os eventos citados até o contexto atual, o tema continuou recebendo o devido destaque nas últimas duas décadas, como a criação de *rankings* para mensurar a reputação corporativa.

O uso de *rankings* é uma maneira prática de alinhar se uma empresa tem compromisso com a responsabilidade social e cumpre requisitos como cidadania, governança e bem-estar dos funcionários (CAIXETA; LOPES; BERNARDES, 2011).

Na pesquisa realizada por Pinto, Freire e dos Santos (2016), é reforçado que a apuração feita pelo *Reputation Institute* e pelo MERCO são as métricas mais aceitas de empresas com boa reputação.

Elaborado desde o ano de 2000, o *ranking* MERCO é reconhecido mundialmente e classifica a reputação das empresas ativas no conglomerado G-20. O MERCO apura índices de reputação em países como Colômbia, Chile, Argentina, Equador, Bolívia, México, Peru, Alemanha, México e Brasil. Baseado numa metodologia *multistakeholder*, composta por seis avaliações e mais de vinte fontes de informação é inserido diversas questões como: resultado econômico-financeiro, qualidade do produto/serviço, reputação interna, ética e responsabilidade corporativa, dimensão intencional da empresa e inovação. No ano de 2013,

primeira vez que empresas com operações no Brasil foram avaliadas, o MERCO divulgou cerca de 100 empresas e desde então mantém a quantidade a cada ano.

Em suma, a reputação corporativa é um agente estratégico importante para o êxito das organizações. O *ranking* MERCO é uma ferramenta necessária e confiável para reforçar o compromisso das organizações com a ética e a sustentabilidade, além de monitorar e aprimorar o posicionamento das organizações perante os *stakeholders*.

3 METODOLOGIA

Para atender ao objetivo de analisar a relação entre os níveis de *disclosure* voluntário e confiança dos *stakeholders* em empresas listadas nos níveis 1,2 e Novo Mercado de governança corporativa da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), o presente estudo emprega uma pesquisa descritiva, com tratamento qualitativo e quantitativo dos dados.

A escolha dessa abordagem se justifica devido ao objetivo da pesquisa em investigar a relação entre os níveis de *disclosure* voluntário das empresas com níveis diferenciados de Governança Corporativa da B3 e os índices de confiança dos *stakeholders*, mensurado pelo *ranking* do Monitor Empresarial de Reputação Corporativa (MERCO).

Por fim, quanto ao tratamento dos dados, Creswell (2014) elucida que a abordagem qualitativa e quantitativa permite o enriquecimento das tendências estatísticas sejam por meio de narrativas detalhadas e repletas de contexto. Logo, uma visão mais abrangente e profunda do fenômeno estudado é realizada.

3.1 Perfil da Amostra

A amostra deste trabalho é composta pelas empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) e que também constam no *ranking* de reputação corporativa MERCO durante o ano de 2023. Os dados foram coletados de fontes dos *sites* oficiais da B3 e do MERCO.

Foi utilizado o filtro padrão do Economática® para selecionar a amostra com os seguintes critérios de filtro: empresas com ações negociadas, ativas na B3 e segmentos. Foram eliminadas da amostra as empresas que não negociam mais na Bolsa, resultando em 282 empresas. Após, verificou-se quais dessas empresas estão listadas simultaneamente em ambas as bases de dados. A amostra deste procedimento foi definida utilizando a fórmula PROCV no *software Excel*®, totalizando 30 empresas, o que representa 10,6% do total de empresas listadas nos níveis 1, 2 e Novo Mercado de Governança Corporativa da B3. Portanto, o resultado do processo foi a elaboração de um quadro de empresas para ilustrar a simultaneidade, separada por segmento de listagem (Quadro 1).

Quadro 1 - Empresas listadas simultaneamente na B3 e no ranking MERCO, por segmento de listagem.

Segmento de Governança	Empresas
Nível 1	Alpargatas, Bradesco, Braskem, Eletrobras, Gerdau, Itaú Unibanco
Nível 2	Azul, BTG Pactual, Gol, Klabin, Petrobras, Raízen
Novo mercado	Americanas, Camil, C&A, Embraer, Fleury, JBS, Renner, Natura, Neoenergia, Raia Drogasil, Suzano, Tim, Totvs, Weg, Localiza&Co, BRF, Carrefour, Engie Brasil Energia

Fonte: Elaboração própria (2025).

3.2 Procedimentos de Análise

a) *Disclosure* voluntário

A primeira fase de procedimentos, para a análise a ser aplicado nesta pesquisa, empenhou-se na mensuração do nível de *disclosure* voluntário das empresas que compõem a amostra definida. Para atingir o requisito proposto, foi utilizado o índice desenvolvido na pesquisa de Murcia (2009), realizado por meio da técnica de análise de conteúdo de Bardin (2016). De acordo com Murcia e Santos (2009), é importante a divisão de categorias e subcategorias para aplicar a técnica de análise de conteúdo, uma vez que as características em comum das informações podem ser agrupadas e classificadas.

A *proxy* desenvolvida por Murcia (2009), descreve quais são as 43 categorias e 6 subcategorias utilizadas, dentre elas: ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8), avaliando-as de forma binária a partir da divulgação feita ou não de cada subcategoria. Após, o nível de *disclosure* de cada empresa será obtido através da divisão do número de subcategorias que receberam nota 1 pelo número de categorias totais.

As seguintes subcategorias foram excluídas do índice original, em razão da determinação obrigatória da divulgação dessas informações: Demonstrativo de Fluxo de Caixa, Informações por Segmento, Exposição Cambial, Remuneração dos Administradores e Informações contábeis em US GAAP ou IFRS. O resultado foi o Quadro 2, composto por 38 categorias, dentre elas: ambiente de negócios (7), atividade operacional (7), aspectos

estratégicos (8), informações financeiras (5), índices financeiros (4) e governança corporativa (7).

Quadro 2 - Métrica para avaliação do disclosure voluntário

Categoria	Subcategoria
Ambiente de Negócios	Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerra)
	Discussão do setor em que a empresa atua
	Discussão da concorrência
	Relacionamento com fornecedores
	Satisfação dos clientes
	Market share
	Identificação dos riscos do negócio
Atividade Operacional	Narrativa da história da empresa
	Estrutura organizacional
	Aspectos tecnológicos da atividade operacional
	Utilização da capacidade produtiva
	Indicadores de eficiência
	Quantidades produzidas e/ou serviços prestados
	Unidades vendidas
Aspectos Estratégicos	Objetivos, planos e metas futuras da empresa
	Perspectiva de novos investimentos
	Principais mercados de atuação
	Perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar
	Política de reinvestimento dos lucros
	Pesquisa e desenvolvimento
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços
	Preço dos produtos e serviços da empresa
Informações Financeiras	Correção monetária
	Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV)
	Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)
	Valor de mercado
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
Índices Financeiros	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)
	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)
	Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)
	EBITDA
Governança Corporativa	Principais práticas de governança corporativa
	Composição do conselho fiscal
	Composição do conselho de administração
	Identificação dos principais administradores
	Remuneração dos auditores
	Principais acionistas
	Relacionamento com os investidores

Fonte: Adaptado de Murcia e Santos (2009)

O *disclosure* voluntário foi analisado a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), provenientes do exercício de 2023 e disponíveis no *site* oficial da B3 (2024). De acordo com Murcia (2009), a relevância para os usuários e a comparabilidade entre empresas são duas razões as quais torna plausível escolher as demonstrações contábeis como fonte de análise do *disclosure* voluntário.

De acordo com Bravo, Ábad e Trombetta (2008), a relevância na escolha das demonstrações contábeis justifica-se pelo potencial comunicativo apresentado entre a empresa e seus *stakeholders* para as informações empresariais. A comparabilidade é explicada visto que o envio das DFPs à Comissão de Valores Mobiliários é obrigatório para todas as empresas de capital aberto no Brasil (MURCIA; SANTOS, 2009).

b) Confiança dos *Stakeholders*

Para a mensuração da confiança dos *Stakeholders* nas companhias listadas na amostra deste trabalho, foi utilizado o ranking MERCO.

O índice de confiança do ranking MERCO é relevante porque avalia a reputação corporativa baseada na percepção de consumidores, investidores, colaboradores e fornecedores, através de questionários e entrevistas padronizadas. São avaliados assuntos como credibilidade, qualidade, ética, responsabilidade social e transparência. As 100 empresas posicionadas recebem, por fim, uma pontuação entre 0 e 10 mil pontos.

c) Coeficiente de Correlação entre *disclosure* voluntário e reputação corporativa

Na segunda fase de procedimentos para a análise das variáveis, foi realizada uma correlação linear entre a variável do *disclosure* voluntário com a outra variável de reputação corporativa. Dessa maneira, o modelo estatístico do coeficiente de correlação de Pearson será aplicado, visto que sua função é quantificar o grau de força entre duas variáveis quantitativas lineares e contínuas. Esse indicador varia entre -1 e 1, onde valores mais próximos de 1 indicam correlação positiva perfeita, enquanto valores próximos de -1 sugerem correlação negativa perfeita e valores próximos a 0 apontam para a ausência de uma correlação linear significativa.

Na área da estatística descritiva, o coeficiente de correlação de Pearson é calculado utilizando a fórmula apresentada na (Equação 1):

Equação 1 - Modelo estatístico do Coeficiente Linear de Pearson

$$r = \frac{\sum_{i=1}^n ((x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y}))}{\sqrt{\sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x})^2 \sum_{i=1}^n (y_i - \bar{y})^2}}$$

Onde:

- X_i e Y_i são os valores individuais das variáveis X e Y.
- $\bar{X}$ e $\bar{Y}$ são as médias amostrais de X e Y.
- n é o número de pares de observações.

A análise foi realizada com auxílio do *software Python*® e suas bibliotecas especializadas Pandas, Numpy e Matplotlib, possibilitando a manipulação e visualização eficazes dos dados.

Portanto, com base na revisão de literatura e de forma a responder positivamente o problema da pesquisa, foram formuladas duas hipóteses a partir dos resultados correlativos entre as variáveis:

H1: As empresas com melhores padrões de *disclosure* voluntário terão maior preocupação em melhorar a reputação corporativa.

H2: A medida que as empresas apresentem melhores padrões de *disclosure* voluntário, ocorrerá uma piora na reputação corporativa.

As etapas realizadas na análise consistiram na modelagem e organização dos dados. Primeiramente, para ilustrar a área de cruzamento entre as empresas do ranking MERCO e dos segmentos de listagem especial de governança corporativa da B3, foi elaborado o Diagrama de Venn através da análise de dados com auxílio do *software Python*®. Após, foi organizado um *dataframe* com as variáveis, categorizado em “Empresa”, “*Disclosure*” e “MERCO”.

Dessa maneira, foi formulado um resumo estatístico sobre os dados, organizados em média, mínimo, mediana e máximo. Em seguida, foram plotados dois gráficos de dispersão com as seguintes manipulações estatísticas: sem modelagem e com a remoção dos *outliers* em

conjunto com o cálculo da correlação de Pearson. Por fim, vale ressaltar que as empresas com dados mais divergentes do restante da amostra foram: Natura e a Btg Pactual.

Os códigos desenvolvidos e utilizados para a análise dos dados apresentados neste estudo foram disponibilizados no **APÊNDICE A** deste trabalho.

4 RESULTADOS, ANÁLISES E DISCUSSÕES

Na avaliação do *disclosure* voluntário da primeira categoria, que trata de características referentes ao ambiente de negócios como efeitos dos eventos econômicos, clientes, fornecedores e identificação de riscos. Os resultados foram apresentados de acordo com a abordagem binária descrita na metodologia, conforme a Tabela 1, que ilustra o número de empresas que evidenciaram a informação bem como a porcentagem em relação ao total de empresas da amostra.

Tabela 1 - Informações do Ambiente de Negócios.

	Número de Empresas	Percentual 2023
Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerra)	25	83,33%
Discussão do setor em que a empresa atua	20	66,67%
Discussão da concorrência	10	33,33%
Relacionamento com fornecedores	24	80,00%
Satisfação dos clientes	13	43,33%
<i>Market share</i>	12	40,00%
Identificação dos riscos do negócio	29	96,67%

Fonte: Adaptado de Murcia e Santos (2009)

Na categoria Ambiente e Negócios, observou-se um total de 4 empresas que divulgaram todos os 7 itens propostos na categoria, foram elas: Embraer, Engie Brasil, Raia Drogasil e Renner.

Constata-se na Tabela 1, que os dois itens com maior percentual de evidenciação foram a identificação do gerenciamento dos riscos do negócio e dos efeitos dos eventos econômicos na empresa, com cerca de 96,67% e 83,33% de empresas que divulgaram essas informações. As empresas apresentaram diversas razões de natureza econômica que influenciaram os resultados da empresa, dentre elas, as mais comuns foram aumento do preço da matéria-prima decorrente da inflação e a pandemia da COVID-19. Já os riscos do negócio foram segmentados na maioria das Demonstrações nos itens risco de crédito, risco de

mercado, risco de liquidez, risco cambial, gerenciamento de capital e vencimento de dívidas, além de outros riscos particulares ao setor de atuação da empresa. O Carrefour, por exemplo, não apresentou totalmente qual era a política de gerenciamento de riscos do negócio, apenas ressaltou que “os riscos financeiros decorrentes de nossas atividades bancárias (Banco CSF) são administrados separadamente daqueles relacionados aos segmentos de negócios de Varejo e Atacado.”. Por último, a discussão da concorrência foi o fator de *disclosure* voluntário que menos influenciou na divulgação das Demonstrações Contábeis, com um percentual de 33,33%.

A categoria seguinte a ser analisada o *disclosure* voluntário é a que explora informações a respeito da atividade operacional das empresas, agrupando aspectos como narrativa da história da empresa, estrutura organizacional, aspectos tecnológicos da atividade operacional, utilização da capacidade produtiva, indicadores de eficiência, quantidades produzidas e/ou serviços prestados e unidades vendidas. A Tabela 2 ilustra o resultado das análises.

Tabela 2 - Informações da Atividade Operacional

	Número de Empresas	Percentual 2023
Narrativa da história da empresa	19	63,33%
Estrutura organizacional	9	30,00%
Aspectos tecnológicos da atividade operacional	24	80,00%
Utilização da capacidade produtiva	20	66,67%
Indicadores de eficiência	28	93,33%
Quantidades produzidas e/ou serviços prestados	24	80,00%
Unidades vendidas	22	73,33%

Fonte: Adaptado de Murcia e Santos (2009).

Em comparação com a categoria Ambiente e Negócios, a categoria obteve um menor número de empresas que evidenciaram todas as informações. Concluiu-se que um total de duas empresas cumpriram os requisitos completamente e divulgaram os sete itens, entre elas: Engie Brasil e Azul.

Não obstante, a estrutura organizacional foi a subcategoria a qual as empresas menos mencionaram informações. Somente nove empresas divulgaram esse tópico (Azul, Eletrobras, Embraer, Engie Brasil, Fleury, Gol, JBS, Localiza&Co e Neoenergia). No entanto, cabe ressaltar que algumas empresas publicaram essa informação fora das Demonstrações Contábeis, como foi o caso da Natura&Co, que se encontra disponível no *site* de Relação com Investidores da marca.

Em contrapartida, cerca de 93,33% da amostra mencionou os indicadores de eficiência em suas operações. Outrossim, mais de vinte e três empresas explicaram os aspectos tecnológicos referentes à atividade operacional. A razão para o resultado encontrado na análise deve-se ao contexto de inovação vivenciado no Brasil e no mundo, com o desenvolvimento de inteligências artificiais para contribuir com a logística e o aumento da produtividade de diversas rotinas dos processos de uma empresa. Conforme a Tabela 2, 80% das empresas mencionaram as quantidades produzidas, empatando com aspectos tecnológicos na posição de segunda subcategoria mais influente no *disclosure* voluntário.

A Tabela 3 demonstra os resultados relacionados aos aspectos estratégicos das empresas. A categoria ilustra tópicos como, por exemplo, metas, principais mercados de atuação, investimentos em pesquisa e desenvolvimento e como as empresas se organizam para impulsionar seu desenvolvimento.

Tabela 3 - Informações Estratégicas

	Número de Empresas	Percentual 2023
Objetivos, planos e metas futuras da empresa	27	90,00%
Perspectiva de novos investimentos	26	86,67%
Principais mercados de atuação	28	93,33%
Perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar	13	43,33%
Política de reinvestimento dos lucros	22	73,33%
Pesquisa e desenvolvimento	19	63,33%
Preço dos produtos e serviços da empresa	20	66,67%
Discussão da qualidade dos produtos e serviços	16	53,33%

Fonte: Adaptado de Murcia e Santos (2009).

Ao analisar os resultados obtidos na análise da categoria, concluiu-se que nenhuma empresa da amostra divulgou todos os oito itens conforme a métrica estabelecida na

metodologia. A pontuação máxima alcançada na *proxy* foi de sete pontos e um total de quatro empresas integraram ao grupo do melhor nível de *disclosure* voluntário na categoria.

Aproximadamente 95% das empresas evidenciaram informações sobre os principais mercados de atuação. Tal resultado justifica-se pelo destaque proporcionado com a definição explícita dos setores ou áreas econômicas as quais a empresa realiza suas atividades. Divulgar essa informação traz benefícios como posicionamento mais influente perante as demais empresas do mesmo setor, atraindo o interesse dos investidores. Nas Demonstrações Financeiras Padronizadas, as companhias demonstraram essa subcategoria por meio de uma seção dedicada a apresentar os indicadores financeiros, despesas operacionais e capacidade produtiva de cada segmento. Por exemplo, as empresas do setor elétrico, como a Neoenergia, que além de definir os mercados de atuação, apresentou indicadores operacionais, financeiros e investimentos realizados em cada área ((i) Redes – distribuição e transmissão; (ii) Renováveis – geração eólica, hidrelétrica e solar e (iii) Liberalizado – geração térmica e comercialização de energia.).

Por outro lado, treze companhias trouxeram informações em suas Demonstrações Financeiras Padronizadas se pretendiam atuar em novos mercados e quais seriam. Sobre esse último aspecto, foi a subcategoria com o menor número de divulgações em Informações Estratégicas. O Grupo Fleury mencionou em 2023 que “Além disso, demos início a expansão internacional da oferta de testes genéticos em parceria com a BioMarin Pharmaceutical, visando levar a solução de acesso ao público dos mercados da Argentina, Chile, Colômbia e México.”.

O número de empresas que divulgaram informações financeiras voluntariamente é representado conforme a Tabela 4. A categoria explícita detalhes a respeito da correção monetária; custos de produtos e serviços; comportamento das ações por tipo (ON, PN); valor de mercado e projeções feitas para fluxo de caixa, vendas e lucros.

Tabela 4 - Informações Financeiras

	Número de Empresas	Percentual 2023
Correção monetária	19	63,33%
Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV)	18	60,00%
Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)	29	96,67%
Valor de mercado	22	73,33%

Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	11	36,67%
--	----	--------

Fonte: Adaptado de Murcia e Santos (2009).

No tocante às informações financeiras das Demonstrações contábeis, três empresas obtiveram *score* máximo na categoria durante o ano de 2023: BRF, C&A e Petrobras, com um total de cinco pontos.

O elemento mais influente da categoria na divulgação voluntária das empresas foi o preço ou a valorização das ações por tipo. Nota-se que praticamente todas as empresas denotaram o preço e valorização das ações. No entanto, é válido ressaltar que 60% da amostra é composta por companhias listadas no segmento de Novo Mercado da B3. De acordo com o Regulamento de Listagem do Novo Mercado da B3, na Seção III: Capital Social, estabelece-se que: "Art. 8º A companhia deve ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias."

No entanto, a maioria das empresas não divulgou informações sobre projeções futuras, ligadas a vendas ou lucros. Cabe ressaltar que a avaliação da existência dessa informação na Demonstração não considerou as projeções realizadas sobre os montantes de investimentos a longo prazo, como CAPEX e OPEX. Nesse contexto, a empresa TOTVS, por exemplo, evidenciou uma comparação entre o projetado *versus* realizado dos custos e despesas operacionais de sua controladora, a TOTVS TECHFIN, para o ano de 2023. Além disso, a empresa apresentou a projeção calculada para 2024 e detalhou os componentes do OPEX em: Custos Operacionais, Pesquisa e Desenvolvimento, Despesas Comerciais e de Marketing e Despesas Administrativas e Outras.

A seguir, a Tabela 5 demonstra os resultados inerentes a quais indicadores financeiros as empresas formularam em suas Demonstrações. A categoria exigiu indicadores financeiros em quatro áreas diversificadas: Rentabilidade, Liquidez, Endividamento e EBITDA.

Tabela 5 - Indicadores Financeiros

	Número de Empresas	Percentual 2023
Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	14	46,67%
Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)	9	30,00%
Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)	24	80,00%
EBITDA	27	90,00%

Fonte: Adaptado de Murcia e Santos (2009).

De acordo com a análise, as empresas Gerdau e Suzano evidenciaram os quatro indicadores presentes na categoria.

Cerca de 90,00% das empresas publicaram o EBITDA (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização). Os indicadores de endividamento também tiveram um resultado expressivo de divulgação voluntária, atingindo o percentual de 80% do total de empresas. Nesse contexto, o indicador de endividamento apresentado de forma mais padronizada pelas empresas foi o grau de alavancagem, medido como dívida líquida/EBITDA. Por outro lado, poucas organizações divulgaram pelo menos um tipo de índice de liquidez, sendo essa uma das subcategorias menos influentes do *disclosure* voluntário das empresas.

Por último, as informações sobre Governança Corporativa foram evidenciadas pelas companhias conforme a Tabela 6.

Tabela 6 - Informações sobre Governança Corporativa

	Número de Empresas	Percentual 2023
Principais práticas de governança corporativa	23	76,67%
Composição do conselho fiscal	22	73,33%
Composição do conselho de administração	19	63,33%
Identificação dos principais administradores	15	50,00%
Remuneração dos auditores	11	36,67%
Principais acionistas	18	60,00%
Relacionamento com os investidores	11	36,67%

Fonte: Adaptado de Murcia e Santos (2009).

A categoria em questão é composta por sete subtópicos e apenas a empresa Engie Brasil divulgou a totalidade proposta.

Exatamente vinte e três empresas analisadas compartilharam informações sobre suas práticas de Governança Corporativa. Diante desse cenário, convém destacar que muitas empresas apresentaram objetivos de Governança relacionados à composição do Conselho de Administração, mas sem divulgar de forma clara esse tópico. Por exemplo, a Azul trouxe na seção de Governança de suas Demonstrações, um comparativo do percentual de mulheres no Conselho em relação ao ano anterior. No entanto, obteve nota zero no critério inerente à composição do conselho de administração.

Por outro lado, o montante despendido com serviços de auditoria obteve o menor resultado de divulgação, as empresas limitaram-se a informar apenas a existência da independência no serviço de auditoria independente, em honorários superiores a 5%, conforme exigido pela Instrução CVM 381/03.

Portanto, pode-se concluir que os resultados mais divulgados foram identificação dos riscos do negócio (29), indicadores de eficiência (28), principais mercados de atuação (28), preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN) (29) e EBITDA (27). De modo geral, o resultado encontrado contrapõe parcialmente ao estudo de Silva, Alberton e Vicente (2013), pois as categorias mais evidenciadas foram principais mercados de atuação, principais acionistas, identificação dos riscos do negócio, efeitos dos eventos econômicos na empresa e preço ou valorização das ações.

Não foi detectada a existência de um grande número informações negativas a respeito das empresas, corroborando com os argumentos referentes à Teoria do *Disclosure* baseada em Julgamento, proposta por Verrechia (2001) que a administração toma uma decisão de divulgar ou omitir a informação, com base na relevância estratégica, considerando o impacto que essa informação terá na percepção da organização.

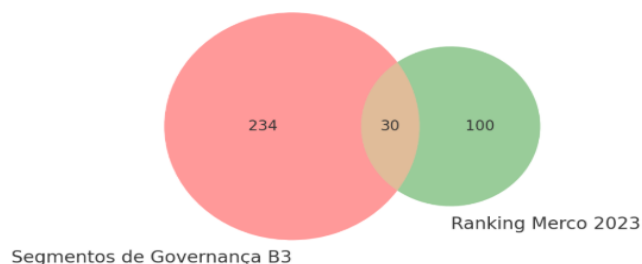
É necessário que a empresa divulgue informações capazes de responder a essa expectativa de maior transparência, certificando a transmissão de informações, independentemente do caráter da informação, ou seja, positivo ou negativo. (BARAIBAR-DIEZ, SOTORRIO, 2018).

No entanto, o resultado é consistente com os argumentos de Mota e Pinto (2017), que não observou uma influência do tipo de governança nos níveis de *disclosure* voluntário.

Ao concluir a etapa de mensuração do nível de *disclosure* voluntário, a próxima etapa consistiu na identificação de uma possível relação entre o nível de *disclosure* voluntário e a reputação corporativa, avaliada a partir da posição de cada empresa da amostra no ranking merito. As empresas selecionadas foram escolhidas por integrarem tanto o ranking MERCO, quanto os segmentos de listagem oficial da B3, conforme o Diagrama de Venn (Gráfico 1).

Gráfico 1 - Diagrama de Venn

Diagrama de Venn - Empresas Selecionadas para Análise



Fonte: Elaboração própria (2025).

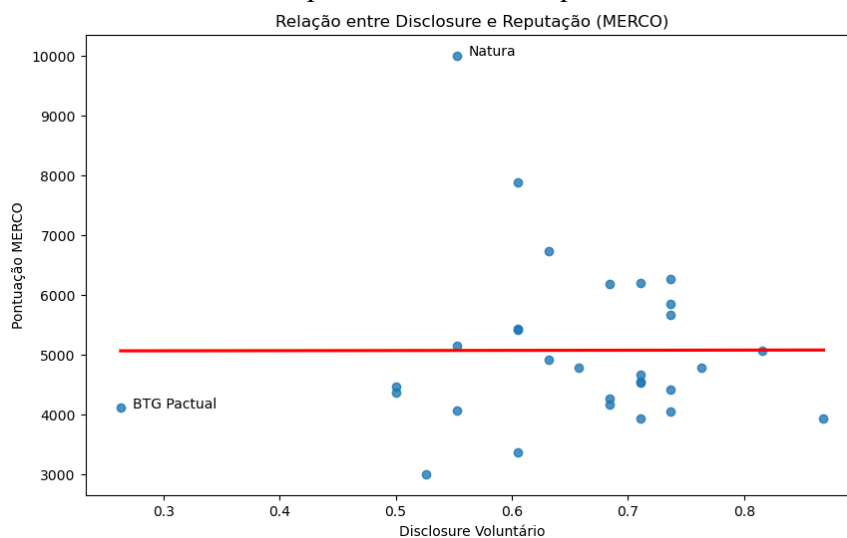
Para destacar as observações importantes do estudo, aplicou-se uma análise descritiva dos dados encontrados. Conforme a Tabela 7, a variável dependente, *disclosure* voluntário, apresentou um desvio padrão de aproximadamente 0,12, média igual a 0,65 e mediana de valor 0,68. O limite mínimo e máximo foram de 0,26 e 0,86 respectivamente, ou seja, a mediana encontra-se mais próxima do valor máximo. Já a variável independente, obteve média de 5069 com o desvio padrão de 1397,169108 e mediana de valor 4717. Como os limites mínimo e máximo da variável foram definidos em 3000 e 10000, a mediana está localizada mais próxima do valor mínimo.

Tabela 7 - Análise Descritiva dos dados

	Média	Desvio padrão	Mínimo	Mediana	Máximo
Disclosure	0,65087	0,116644	0,2632	0,6842	0,8684
Reputação Corporativa	5069	1397,169108	3000	4717	10000

Fonte: Dados da pesquisa (2025).

A representação gráfica do comportamento das variáveis foi representada por meio de um gráfico de dispersão, conforme o gráfico 2. No entanto, cabe ressaltar que o gráfico destaca os *outliers* do modelo, ou seja, dados que se diferenciam significativamente dos demais valores do conjunto de dados.

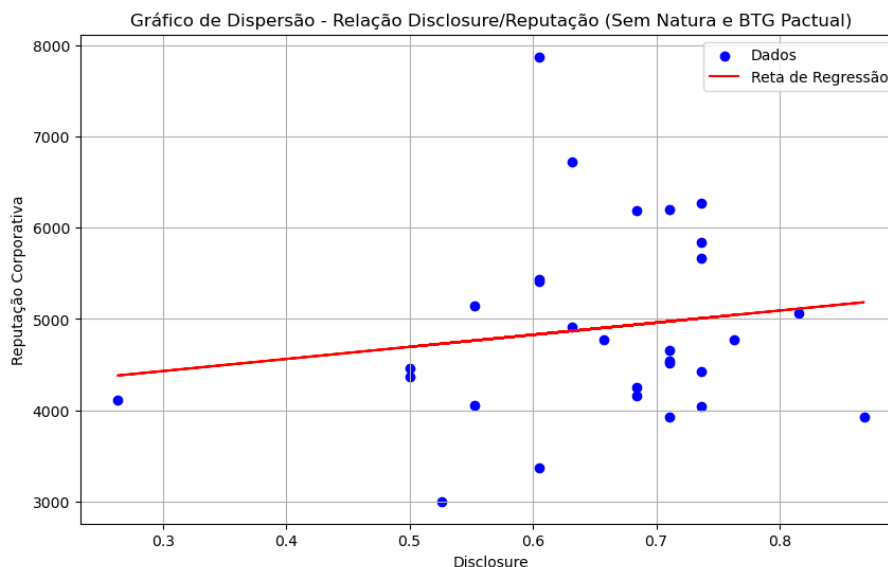
Gráfico 2 - Dispersão com o destaque dos outliers.

Fonte: Dados da Pesquisa (2025).

A correlação de Pearson encontrada foi equivalente a 0,002, indicando a ausência de correlação linear significativa. Contudo, foram removidos da amostra os principais dados divergentes e realizado um novo gráfico de dispersão, conforme o Gráfico 3. Nota-se uma gradual melhora no ângulo da reta de regressão e na correlação apresentada, mas insuficiente para corroborar com a hipótese de que as variáveis de *disclosure* voluntário e reputação corporativa apresentam uma relação significativa entre si, com um comportamento proporcional.

Ademais, a correlação entre o *disclosure* voluntário das empresas e a reputação corporativa de confiança dos *stakeholders* apresentou uma correlação de 0,14674, considerada positiva e muito fraca. Este resultado demonstra que mesmo com as duas variáveis se comportando de maneira semelhante, não houve relação considerável entre elas.

Gráfico 3 - Dispersão sem Natura e BTG Pactual



Fonte: Dados da pesquisa (2025).

A ausência de uma relação significativa entre essas variáveis contrasta com parte das premissas da literatura revisada, sugeriram que a manutenção de uma boa reputação corporativa é resultado de práticas de transparência e divulgação voluntária. (FOMBRUN; VAN RIEL, 1997; BARAIBAR-DIEZ; SOTORRÍO, 2018). Todavia, é necessário considerar o caráter multidimensional da reputação corporativa e que sua metodologia é composta por fatores que vão além da divulgação de informações, como as práticas ESG e a presença digital da empresa (MERCO, 2013). Logo, é induzido que a ausência de correlação significa que a avaliação da confiança dos stakeholders nas empresas não depende exclusivamente da transparência das informações e sim de uma ampla variedade de práticas.

Além disso, de acordo com a Teoria da Divulgação de Verrecchia (2001) e os demais estudos sobre o *disclosure* voluntário, as empresas omitem ou minimizam as informações negativas, preferindo as positivas, o que pode restringir a influência da transparência na reputação corporativa.

A exigência de padrões mais elevados de transparência listadas nos segmentos de governança da B3 (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) pode ser considerada uma das consequências para a falta de uma relação significativa entre as variáveis. Assim, mesmo que a transparência seja importante para a Governança Corporativa e para reduzir assimetrias informacionais (JENSEN; MECKLING, 1976), aplicar seus efeitos em empresa que já adotam práticas robustas de transparência torna a análise mais imperceptível.

5 CONCLUSÃO

A pesquisa teve como objetivo analisar a relação entre os níveis de *disclosure* voluntário e confiança dos *stakeholders* nas empresas listadas no ranking MERCO (Monitor Empresarial de Reputação Corporativa) a partir dos níveis 1, 2 e Novo Mercado de governança corporativa da B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), durante o ano de 2023.

Com base nos resultados obtidos, não é possível afirmar a existência de causa e efeito entre os níveis de *disclosure* voluntário e a confiança dos *stakeholders* nas empresas com níveis diferenciados de Governança Corporativa. Era esperado que as empresas com uma pontuação MERCO alta obtivessem um percentual de *disclosure* voluntário também elevado. Um exemplo foi a empresa Natura, que pontuou a nota máxima de 10000 no *ranking* MERCO, mas evidenciou 21 das 38 categorias do índice de Murcia (2009). Desse modo, a relação entre as duas métricas não foi o suficiente para compreender melhor os aspectos que influenciam a confiança dos *stakeholders*.

Os resultados permitiram identificar que os itens mais evidenciados pelas empresas são identificação dos riscos do negócio (29), indicadores de eficiência (28), principais mercados de atuação (28), preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN) (29) e EBITDA (27). Em contrapartida, os itens menos divulgados foram estrutura organizacional (9), indicadores de liquidez (9), discussão da concorrência (10), projeções (11), relacionamento com investidores (11) e remuneração dos auditores (11).

A análise dos resultados indicou uma correlação linear bem fraca, de 0,14674 na relação entre o *disclosure* voluntário e a reputação corporativa, possivelmente indicando que uma empresa que tem um nível de *disclosure* alto não apresentará um índice de reputação corporativa também elevado. A partir dos resultados encontrados, pode-se concluir que embora o ranking MERCO seja um indicador de suma importância para avaliar a confiança dos *stakeholders*, a metodologia de sua avaliação leva em consideração uma quantidade maior de aspectos diferentes do que os utilizados para mensurar o *disclosure* voluntário, como o *marketing* das empresas nas mídias sociais. Portanto, a reputação corporativa no ranking MERCO reflete uma abordagem multifatorial, indo além do nível de *disclosure* financeiro e incluindo estratégias voltadas para a construção de imagem e engajamento com os *stakeholders*.

Uma das limitações da pesquisa foi a subjetividade na construção da métrica do *disclosure* voluntário, corroborando com a afirmação a respeito das divergências sobre o que deveria constar no *disclosure* (WALLACE; NASER, 1995) que é apresentado de forma narrativa, qualitativa, transformando a sua avaliação mais abstrata e interpretativa (LEUZ; WYSOCKI, 2008). A sensibilidade do Coeficiente de Pearson a valores atípicos se mostrou como uma restrição também, distorcendo o resultado. Por fim, as sugestões para pesquisas futuras são o desenvolvimento de estudos com uma amostra mais ampla, com empresas de Governança tradicional e diferenciada e a inclusão de outras variáveis, considerando um período maior para verificar o comportamento da relação.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, J. E. F.; RODRIGUES, H. S. Effects of IFRS, Analysts, and ADR on Voluntary Disclosure of Brazilian Public Companies. *Journal of International Accounting Research*, v. 16, n. 1, p. 21–35, 2017. Disponível em: https://www.portalfea.fea.usp.br/sites/default/files/arquivos/anexos/voluntary_disclosure_ze_herbert_05_2015.pdf. Acesso em: 01 dez. 2024.
- BACHMANN, R. K.; CARNEIRO, L. M.; ESPEJO, M. M. dos S. B. Evidenciação de informações ambientais: proposta de um indicador a partir da percepção de especialistas. *Revista de Contabilidade e Organizações*, v. 7, n. 17, p. 36-47, 2013.
- BARAIBAR-DIEZ, E.; SOTORRIO, L. The mediating effect of transparency in the relationship between corporate social responsibility and corporate reputation. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, v. 20, n. 1, p. 5-21, 2018.
- BARDIN, Laurence. *Análise de Conteúdo*. São Paulo: Edições 70, 2016.
- BEZERRA, P. C. S.; LUSTOSA, P. R. B.; SALES, I. C. H.; FERNANDES, B. V. R. Estrutura de propriedade, conselho de administração e disclosure voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, v. 11, n. 2, p. 25-46, 2015. <https://doi.org/10.4270/ruc.2015210>.
- BEBCHUK, Lucian A.; WEISBACH, Alma. The State of Corporate Governance Research. *The Review of Financial Studies*, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.
- BORTOLON, P. M.; SILVA JUNIOR, A. DA. Deslistagem de Companhias Brasileiras Listadas na Bolsa de Valores: Evidências Empíricas sobre a Governança Corporativa. *Brazilian Business Review*, n. BBR Special, p. 97–124, 2015.
- CARVALHO, A. G. de. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. *Revista de Administração*, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.
- CALLADO, A. L. C. Modelo de mensuração de sustentabilidade empresarial: uma aplicação em vinícolas localizadas na Serra Gaúcha. 2010. Tese (Doutorado em Agronegócios) – Programa de Pós-Graduação em Agronegócios, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). *Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa*. Rio de Janeiro: CVM, 2002. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>. Acesso em: 01 dez. 2024.
- CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F. Reflexão sobre as funções da governança corporativa. *Revista de Gestão*, v. 13, n. 1, p. 43-55, jan./mar. 2006.
- CRESWELL, J. W. *Research Design: Qualitative, Quantitative, and Mixed Methods Approaches*. 4. ed. SAGE Publications, 2014.

DYE, Ronald. An evaluation of ‘essays on disclosure’ and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 181-235, 2001.

FOMBRUN, C. J. List of lists: A compilation of international corporate reputation ratings. *Corporate Reputation Review*, v. 10, n. 2, p. 144-153, 2007.

FOMBRUN, C.; VAN RIEL, C. The Reputational Landscape. *Corporate Reputation Review*, v. 1, n. 1, p. 5–13, 1997. DOI: 10.1057/palgrave.crr.1540008.

GIBBINS, Michael; RICHARDSON, Alan; WATERHOUSE, John. The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies and process. *Journal of Accounting Research*, v. 28, n. 1, p. 121-143, 1990.

GIL, A. C. Métodos e técnicas de pesquisa social. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

GOULART, A. M. C. Evidenciação Contábil do Risco de Mercado por Instituições Financeiras no Brasil. 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade de São Paulo, São Paulo.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 405-440, 2001.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas, 1999.

HITT, M. A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. Administração estratégica. Tradução de José Carlos Barbosa dos Santos e Luiz Antonio Pedroso Rafael. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). Código das melhores práticas de governança corporativa. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023. ISBN 978-65-5515-787-1.

IUDÍCIBUS, S. de. Teoria da Contabilidade. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2021.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. Teoria avançada da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2008.

JENSEN, C.; MECKLING, H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X).

LARRATE, M. Governança corporativa e remuneração dos gestores. São Paulo: Grupo GEN, 2013. E-book.

LEUZ, Christian; WYSOCKI, Peter. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research. *Social Science Research Network*, 2008.

LLOYD, S. Corporate reputation: ontology and measurement. 2007. Tese (Doutorado em Filosofia) – Auckland University of Technology, Auckland, Nova Zelândia.

LOPES, Elaine Cristina. Construção de conhecimento em governança corporativa: estudo sobre a criação de valor para tomada de decisão de investidores no mercado de capitais. 2014. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de São Paulo.

MARTINS, D. L. O.; BRESSAN, V. G. F.; TAKAMATSU, R. T. Responsabilidade social e retornos das ações: uma análise de empresas listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 14, n. 42, p. 85-98, 2015. DOI: <http://dx.doi.org/10.16930/2237-7662/rccc.v14n42p85-98>.

MOTA, Sandriele; PINTO, Suelem. A Utilização do Twitter na Análise do Disclosure Voluntário das Empresas Brasileiras com Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, v. 5, p. 39-55, 2017. <https://doi.org/10.18405/RECFIN20170102>.

MURCIA, Fernando Dal-Ri. Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil. 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo, São Paulo.

NOVAES, P. V.; ALMEIDA, J. E. The role of firms' life cycle stages on voluntary disclosure and cost of equity capital in brazilian public companies. *Brazilian Business Review*, v. 17, p. 601-620, 2020. <https://doi.org/10.15728/bbr.2020.17.6.1>.

PINTO, L. J. S.; FREIRE, F. S.; DOS SANTOS, M. A. C. Retorno das ações com status de reputação corporativa no Brasil: Um estudo comparativo entre empresas ranqueadas no MERCO e empresas listadas no ISE BM&F BOVESPA. *RAGC*, v. 4, n. 9, 2016.

ROSSONI, L.; GUARIDO FILHO, E. R. O que faz um nome? Antecedentes da reputação das empresas de capital aberto brasileiras. In: XXXV Encontro da Anpad (Enanpad), Rio de Janeiro, 2011.

ROSSONI, L.; MACHADO-DA-SILVA, C. L. Organizational institutionalism and corporate governance (Institucionalismo organizacional e práticas de governança corporativa). *Revista de Administração Contemporânea*, v. 14, p. 173-198, 2010.

SILVA, T. L.; ALBERTON, L.; VICENTE, E. F. R. Práticas de disclosure voluntário das empresas do setor elétrico: uma análise a partir do modelo de Murcia. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, v. 12, n. 35, p. 48-62, abr./jul. 2013.

SILVA, E. C. Governança corporativa nas empresas. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SOUZA, P. V. S.; ALMEIDA, S. R. V. Fatores relacionados ao nível de disclosure das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&Fbovespa. *Revista Universo Contábil*, v. 13, n. 2, p. 166-186, 2017. <https://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/6007>.

TROCZ, G.; OLIVEIRA, C. A.; SILVA, R. G. Divulgação voluntária de informações sustentáveis: legitimidade e benefícios organizacionais. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, v. 13, n. 2, p. 202-220, 2021. DOI: 10.1590/1982-7067.v13n2a10.

VERRECCHIA, Robert. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 22, p. 97-180, 2001.

WALLACE, Olusegun; NASER, Kamal. Firm specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 14, p. 311-368, 1995.

WRUBEL, F.; SOUZA, T. R.; CUNHA, P. R. Características do perfil de riscos que afetam a qualidade do disclosure das companhias abertas premiadas pela Abrasca. *ConTexto*, v. 15, n. 31, p. 114-128, 2015. https://seer.ufrgs.br/ConTexto/article/view/57401/pdf_62.

YAMAMOTO, M. M. Teoria da divulgação aplicada ao mercado de capitais brasileiro sob a perspectiva da governança corporativa. 2005. Tese (Livre Docência) – Universidade de São Paulo, São Paulo.

YAMAMOTO, Marina; SALOTTI, Bruno. Informação contábil: Estudos sobre sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

APÊNDICE A – CÓDIGO EM PYTHON PARA A ANÁLISE ESTATÍSTICA

```
# Importação das bibliotecas necessárias
import matplotlib.pyplot as plt # Plotagem de gráficos
import numpy as np # Álgebra linear
import pandas as pd # Processamento de dados e leitura de CSV
import statsmodels.api as sm # Modelagem estatística
import math # Funções matemáticas
import scipy as sp # Cálculos científicos
import seaborn as sns # Visualização estatística de dados

# Carregamento dos dados a partir de um arquivo CSV
df = pd.read_csv("C:/Luísa/UNB/Dados TCC/Tabela_CSV_UTF-8.csv")
display(df)

# Verificação do tamanho do dataframe
print("Resumo sobre os dados da base de dados, seus tipos e quantos são não-nulos:")
df.info() # Verifica o tamanho do dataframe e os tipos de dados

print("\nResumo estatístico sobre os dados:")
print(df.describe()) # Exibe estatísticas descritivas do conjunto de dados

# Gráfico de dispersão entre Disclosure e MERCO
plt.figure(figsize=(10, 6))
scatter = sns.regplot(x="Disclosure", y="MERCO", data=df, ci=None, line_kws={"color":
"red"})
plt.title("Relação entre Disclosure e Reputação (MERCO)")

# Destacando outliers
outliers = df[(df["MERCO"] > 8000) | (df["Disclosure"] < 0.3)]
for _, row in outliers.iterrows():
    scatter.text(row["Disclosure"] + 0.01, row["MERCO"], row["Empresa"],
        horizontalalignment="left", size="medium", color="black")

plt.xlabel("Disclosure Voluntário")
plt.ylabel("Pontuação MERCO")
plt.show()

# Filtragem do DataFrame para remover Natura e BTG Pactual
filtered_df = df[~df["Empresa"].isin(["Natura", "BTG Pactual"])]

# Extração das variáveis após a filtragem
discv = filtered_df["Disclosure"]
repcorp = filtered_df["MERCO"]

# Plotagem do gráfico de dispersão após a remoção de empresas específicas
plt.figure(figsize=(8, 6))
plt.scatter(discv, repcorp, label="Dados", color="blue")

# Adicionando a reta de regressão
```

```
coef = np.polyfit(discv, repcorp, 1) # Ajuste linear (reta)
poly1d_fn = np.poly1d(coef)
plt.plot(discv, poly1d_fn(discv), color="red", label="Reta de Regressão")

# Configurações do gráfico
plt.title("Gráfico de Dispersão - Relação Disclosure/Reputação (Sem Natura e BTG Pactual)")
plt.xlabel("Disclosure")
plt.ylabel("Reputação Corporativa")
plt.legend()
plt.grid(True)
plt.show()

# Cálculo do coeficiente de correlação de Pearson
corr_type_repcorp = discv.corr(repcorp)
print(f"Coeficiente de Correlação de Pearson (após remoção de Natura e BTG Pactual):
{corr_type_repcorp}")
```