

UNIVERSIDADE TECNOLÓGICA FEDERAL DO PARANÁ  
CAMPUS PATO BRANCO  
CURSO DE BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

ROBSON CECHIM DOS SANTOS

*DISCLOSURE CONTÁBIL VOLUNTÁRIO E DESEMPENHO DE AÇÕES DE  
EMPRESAS DO SETOR DE AGROPECUÁRIA E FERTILIZANTES NO BRASIL*

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

PATO BRANCO  
2015

ROBSON CECHIM DOS SANTOS

***DISCLOSURE* CONTÁBIL VOLUNTÁRIO E DESEMPENHO DE AÇÕES DE  
EMPRESAS DO SETOR DE AGROPECUÁRIA E FERTILIZANTES NO BRASIL**

Trabalho de Conclusão de Curso de Graduação, apresentado à disciplina de Trabalho de Conclusão de Curso, do Curso Superior de Ciências Contábeis do Departamento Acadêmico de Ciências Contábeis – DACON – da Universidade Tecnológica Federal do Paraná – UTFPR, como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel.

Orientador: Prof. Dr. Eliandro Schvirck

PATO BRANCO  
2015



**Universidade Tecnológica Federal do Paraná**  
Campus Pato Branco  
*Curso de Ciências Contábeis*  
**Coordenação de Trabalho de Conclusão de Curso**



**TERMO DE APROVAÇÃO**

Título do Trabalho de Conclusão de Curso

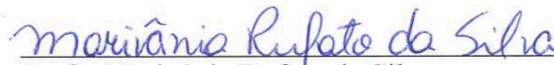
***Disclosure Contábil Voluntário e Desempenho de Ações de Empresas do Setor de Agropecuária e Fertilizantes no Brasil***

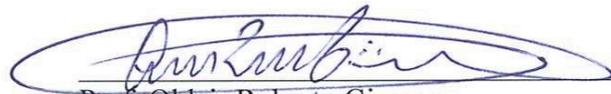
Nome do Aluno: **Robson Cechim dos Santos**

Este Trabalho de Conclusão de Curso foi apresentado às 19 horas e 30 minutos, no dia 07 de outubro de 2015 como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Contábeis, do Departamento de Ciências Contábeis - DACON, no Curso de Ciências Contábeis da Universidade Tecnológica Federal do Paraná. O candidato foi arguido pela Banca Examinadora, composta pelos professores abaixo assinados. Após deliberação, a Banca Examinadora considerou o trabalho APROVADO.

(aprovado, aprovado com restrições, ou reprovado).

  
\_\_\_\_\_  
Prof. Eliandro Schvirck  
Orientador

  
\_\_\_\_\_  
Profa. Marivânia Rufato da Silva  
Avaliador - UTFPR

  
\_\_\_\_\_  
Prof. Oldair Roberto Giasson  
Avaliador UTFPR

À minha família, Jose Roque e Roseli, pelo apoio e pela  
condição de estar escrevendo este trabalho.  
À Minha namorada Laisa, pelo apoio e paciência.  
Aos meus amigos Jakson, Matheus, Daniel, Filipe, Eduardo e  
Renata, por fazerem bons os momentos de estudo.

## **AGRADECIMENTOS**

Certo de que alguns nomes ficarão fora destes parágrafos, gostaria, no entanto, de agradecer a alguns que fizeram a diferença nos períodos que dediquei à elaboração deste trabalho.

Agradeço ao orientador Professor Dr. Eliandro Schvirck, pelo auxílio e orientação, ajudando que esta ideia se tornasse um trabalho de conclusão de curso e esclarecendo as dúvidas que surgiam no caminho.

Agradeço também aos professores da banca examinadora, pelos conselhos que contribuíram para a melhora deste trabalho.

Agradeço aos colegas e amigos. Em especial a Jakson, Matheus, Daniel, Filipe, Eduardo e Renata, que tornavam divertidos e suportáveis os momentos de estudo.

Agradeço a minha namorada Laisa, por ter tido a paciência e a compreensão suficientes nos momentos em que precisei.

E por fim aos meus pais Jose Roque e Roseli, por dedicarem sua vida a mim e pela condição de poder hoje estar escrevendo este trabalho.

## RESUMO

SANTOS, Robson Cechim dos. *Disclosure* Contábil Voluntário E Desempenho De Ações De Empresas Do Setor De Agropecuária E Fertilizantes No Brasil. 2015. 53 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade Tecnológica Federal do Paraná – Pato Branco. 2015.

A divulgação voluntária de informações contábeis pode influenciar o resultado e a gestão das empresas com capital aberto. Nesse sentido, este estudo teve por objetivo pesquisar a relação existente entre o nível de *disclosure* voluntário e o valor das ações de um grupo de empresas atuantes no mercado brasileiro. O estudo foi desenvolvido com abordagem descritiva e qualitativa, com base nas demonstrações publicadas por cinco empresas listadas na BM&FBOVESPA integrantes do setor de agropecuária e fertilizantes. A determinação do nível de *disclosure* ocorreu com base na metodologia adotada por Murcia (2009) enquanto que as cotações das ações foram coletadas no site da BM&FBOVESPA. O período de análise utilizado foi de cinco anos, compreendendo o período de 2010 a 2014. De acordo com os resultados apurados, não foi possível estabelecer relação direta entre o nível de *disclosure* e a cotação das ações, possivelmente devido a influencias econômicas do período analisado. No entanto, confirmou-se que a relação de porte das Companhias tem relação com o nível de *disclosure* contábil voluntário, bem como se identificou que dentre as informações voluntárias pesquisadas, há maior incidência de divulgação de dados que tenham relação com informações econômico-financeiras. De modo geral, o nível de *disclosure* voluntário pode ser considerado muito baixo.

**Palavras chave:** *Disclosure*. Voluntário. Agropecuária. Fertilizantes. Ações.

## ABSTRACT

SANTOS, Robson Cechim dos. Accounting and Disclosure Voluntary Actions In Performance Of Enterprises In The Agricultural Sector and fertilizers in Brazil . 2015 53 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade Tecnológica Federal do Paraná – Pato Branco. 2015.

The Voluntary Accounting Information disclosure can influence the result and management of enterprises with open capital. Therefore, this study aimed to Find an existing relationship between the level of voluntary disclosure and the value of companies in a group of active enterprises in the Brazilian market. The study was developed with descriptive and qualitative approach, with basis of statements published by five companies Listed in BM & FBOVESPA of the Sector of agriculture and fertilizers. Determining the level of disclosure was based on the methodology adopted by Murcia (2009) while the prices of shares were collected at the site of BM & FBOVESPA. The used analysis period was five years, including the period 2010 to 2014. Among results ascertained, it was not possible to establish direct relationship between the level of disclosure and the shares, possibly due to economic Influences in the analyzed period, However, it was confirmed relationship between the port ratio of the Companies and the level of Voluntary Accounting disclosure, As Well As identified himself that out as surveyed volunteer information, there's Largest Data Dissemination Incidence who have relations with economic and financial information, however, in general the level of volunteer disclosure may be considered very low.

**Keywords:** Disclosure. Volunteer. Agriculture. Fertilizers. Actions.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Quadro 1 - Classificação <i>disclosure</i> voluntário – Informações Econômicas....</b>	<b>24</b>
<b>Quadro 2 – Classificação <i>disclosure</i> voluntário – Informações Sociais .....</b>	<b>24</b>
<b>Quadro 3 – Classificação <i>disclosure</i> voluntário – Informações Ambientais ....</b>	<b>25</b>
<b>Gráfico 1 – Evolução do nível de <i>disclosure</i> voluntário total .....</b>	<b>28</b>
<b>Gráfico 2 - <i>Disclosure</i> x ações – RENAR 1 .....</b>	<b>32</b>
<b>Gráfico 3 - <i>Disclosure</i> x ações – RENAR 2 .....</b>	<b>33</b>
<b>Gráfico 4 - <i>Disclosure</i> x ações – SLC .....</b>	<b>37</b>
<b>Gráfico 5 - <i>Disclosure</i> x ações – V-Agro 1 .....</b>	<b>40</b>
<b>Gráfico 6 - <i>Disclosure</i> x ações – V-Agro 2 .....</b>	<b>40</b>
<b>Gráfico 7 - <i>Disclosure</i> x ações – Nutriplant .....</b>	<b>43</b>
<b>Gráfico 8 - <i>Disclosure</i> x ações – Heringer .....</b>	<b>47</b>

## LISTA DE TABELAS

<b>TABELA 1 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações econômicas RENAR.....</b>	<b>29</b>
<b>TABELA 2 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações Sociais RENAR .....</b>	<b>30</b>
<b>TABELA 3 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações Ambientais RENAR .....</b>	<b>31</b>
<b>TABELA 4 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações econômicas SLC .....</b>	<b>34</b>
<b>TABELA 5 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações sociais SLC .....</b>	<b>35</b>
<b>TABELA 6 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações ambientais SLC 1 .....</b>	<b>36</b>
<b>TABELA 7 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações econômicas VAGRO .....</b>	<b>38</b>
<b>TABELA 8 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações econômicas NUTRIPLANT.....</b>	<b>41</b>
<b>TABELA 9 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações econômicas HERINGER.....</b>	<b>43</b>
<b>TABELA 10 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações sociais HERINGER .....</b>	<b>45</b>
<b>TABELA 11 – Nível de <i>disclosure</i> - Informações ambientais HERINGER.....</b>	<b>46</b>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>11</b>
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO .....	11
1.2 PERGUNTA DE PESQUISA .....	13
1.3 OBJETIVO GERAL .....	13
1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	13
1.5 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA .....	13
1.6 DELIMITAÇÃO.....	15
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>16</b>
2.1 <i>DISCLOSURE</i> CONTÁBIL.....	16
2.2 <i>DISCLOSURE</i> VOLUNTÁRIO .....	18
2.3 MERCADO DE CAPITAIS .....	19
2.4 <i>DISCLOSURE</i> VOLUNTÁRIO E MERCADO DE CAPITAIS.....	19
<b>3 METODOLOGIA DE PESQUISA</b> .....	<b>22</b>
3.1 CLASSIFICAÇÃO DO ESTUDO .....	22
3.2 COLETA E ANÁLISE DE DADOS.....	22
3.3 ANÁLISE DOS DADOS .....	25
<b>4 RESULTADOS</b> .....	<b>27</b>
4.1 NÍVEL DE <i>DISCLOSURE</i> VOLUNTÁRIO.....	27
4.1.1 Renar Maçãs S.A. ....	28
4.1.2 SLC Agrícola S.A.....	33
4.1.3 Vanguarda Agro S.A. ....	38
4.1.4 Nutriplant Indústria e Comércio S.A.....	41
4.1.5 Fertilizantes Heringer S.A. ....	43
4.2 ANÁLISE GERAL .....	47
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	<b>49</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>51</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

O objetivo fundamental da contabilidade é fornecer dados sobre a estrutura patrimonial e financeira das empresas, buscando auxiliar os administradores e investidores na tomada de decisão. Conforme afirma Iudícibus “o objetivo principal da Contabilidade (e dos relatórios dela emanados) é fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões e realizar seus julgamentos com segurança.” (IUDÍCIBUS, 1997, p.28).

Dentro deste conceito surge o *disclosure* contábil, definido por Azzolin (2012) como o dever de informar ou o desejo de informar não apenas os dados contábeis e financeiros, mas também questões como sucessão, diretoria, planejamento tributário, entre outros.

Pode-se destacar ainda que existem duas formas distintas de *disclosure* contábil, o legal e o espontâneo. Uema (2000, p. 4) define como *disclosure* legal aquela relacionada à imposições de cunho legal/regulamentar. Já o espontâneo está relacionado a aspectos mercadológicos, tais como a concorrência e o desenvolvimento dos diversos *stakeholders* das empresas (acionistas, financiadores, clientes, etc.).

Gondrige (2010) em seu estudo sobre o *disclosure* voluntário destaca a importância do tema afirmando que:

“o tema *disclosure* – entendido neste estudo como sinônimo de evidenciação, transparência, revelação de informações relevantes – torna-se um fator crítico e de importância crescente para os investidores e para as empresas, já que é a principal forma de os gestores se comunicarem com os investidores e com o mercado em geral” (GONDRIGE, 2010, p. 16).”

Ainda observando a tradução da definição do termo *disclosure* no *Dictionary of Finance and Investment Terms – Barron’s Educational Series*: “*disclosure* – divulgação pelas companhias de toda informação, positiva ou negativa, que poderia subsidiar uma decisão de investimento...”, destaca-se a importância da evidenciação de informações na tomada de decisão de investidores.

Nakamura (2006) realizou estudo buscando relacionar o nível de *disclosure* voluntário com o custo de capital das empresas brasileiras. Seu estudo obteve resultados positivos, comprovando estatisticamente que quanto maior o nível de

*disclosure* voluntário das empresas, menor seu custo de capital. Esse resultado vai de encontro ao objeto do presente estudo que busca relacionar tal índice ao valor de mercado das empresas.

Verrechia (2001), em seu estudo sobre o *disclosure* discricionário, expõe sobre os motivos que levam administradores a divulgarem ou não informações voluntárias, quais as vantagens e motivações para tal.

Para Verrechia (2001) as entidades apenas estariam dispostas a divulgar informações não obrigatórias se o retorno esperado por essa divulgação for maior que o custo para realizá-la. Com base nessa tese, o presente estudo levanta a hipótese de que a divulgação voluntária tem influência no desempenho das ações no mercado de capitais.

Santana e Machado (2008) analisam as empresas do setor agropecuário e a influência do nível de *disclosure* voluntário de informações econômicas na precificação das ações destas. Analisando os demonstrativos de 2007 e 2008 de três empresas da bolsa de valores encontra-se relação direta, quanto maior o nível de *disclosure* das informações econômicas, maior o valor das ações da companhia.

Silva, Alberton e Vicente (2013) realizam estudo com as empresas do setor elétrico, buscando apenas evidenciar o nível de *disclosure* das empresas, tomando como base a métrica elaborada por Murcia (2009), a mesma que será utilizada no presente estudo.

O estudo de Silva, Alberton e Vicente (2013) não relaciona o nível de *disclosure* a resultados financeiros ou operacionais, no entanto as empresas com maior índice de *disclosure* encontrado no trabalho é compatível também com o fato de terem o maior valor de mercado.

Como citado anteriormente, este estudo utiliza a métrica desenvolvida por Murcia (2009), em seu estudo sobre as determinantes para o *disclosure* voluntário no Brasil, para testar o nível de *disclosure* voluntário das empresas dos setores de Agropecuária e Fertilizantes listadas na BM&FBOVESPA.

Para responder as questões acima, o presente trabalho levanta a seguinte pergunta de pesquisa e busca respondê-la com os objetivos listados abaixo.

## 1.2 PERGUNTA DE PESQUISA

*Existe relação de desempenho entre o valor das ações e o nível de disclosure voluntário de empresas de capital aberto dos setores de Agropecuária e Fertilizantes no Brasil?*

## 1.3 OBJETIVO GERAL

Buscando responder o problema de pesquisa, o presente estudo tem como objetivo geral analisar se o nível de *disclosure* voluntário praticado pelas empresas dos setores de Agropecuária e Fertilizantes tem impacto sobre seu valor de mercado, com base na cotação das ações na BM&FBovespa.

## 1.4 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

A partir do objetivo geral da presente pesquisa delimita-se os objetivos específicos a seguir:

- (i) Analisar o *disclosure* voluntário de empresas de capital aberto no Brasil com base na métrica elaborada por Murcia (2009);
- (ii) Analisar a evolução do valor das ações das mesmas empresas em um período de cinco anos;
- (iii) Relacionar os resultados obtidos na análise do *disclosure* voluntário quanto ao nível e evolução ao resultado obtido na análise das ações;
- (iv) Identificar a relevância do nível de *disclosure* contábil no desempenho das ações de empresas de capital aberto.

## 1.5 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA

Estudos como o de Verrechia (2001), Lampert, Leuz e Verrechia (2006), Nakamura (2006), Malacrida e Yamamoto (2006), Terra e Lima(2006), Murcia (2009), Gondrige (2010), Lopes et al. (2010), Silva, Alberton e Vicente (2013), que seguem a mesma linha de pesquisa, vem justificar a elaboração do mesmo.

Verrecchia (2001) cita que o tema é muito disperso e não possui uma teoria unificada, ramos da ciência como a economia, contabilidade e finanças possuem teorias sobre o assunto abordando seu cunho específico de conhecimento.

Segundo Verrecchia (2001), uma empresa apenas divulgaria informações não obrigatórias se o retorno por essa informação for maior que o custo para fazê-la. Desse ponto de vista, a divulgação voluntária ocorre no mercado de capitais basicamente quando determinada informação do ponto de vista da entidade pode trazer retornos maiores que o custo de sua divulgação. Nesse contexto, a perspectiva de se estudar a quantidade e nível de divulgações e relaciona-la a este mercado.

Terra e Lima (2006) realizaram estudo com demonstrações de empresas listadas na bolsa de valores de 1995 a 2002 e encontraram relações estatísticas comprovando que maiores níveis de *disclosure* voluntário andam ao lado de melhores desempenhos das ações no mercado financeiro.

O trabalho cita também que tendências como o Novo Mercado da BM&FBovespa, que busca aumentar o nível de transparência das empresa de capital aberto, vem corroborar com os resultados obtidos estatisticamente e com a validade do estudo.

Ainda Lopes *et al.* (2010), relacionam o nível de *disclosure* ao lucro contábil das companhias, o trabalho encontra relação positiva entre esse índice, comprovando novamente que maiores índices de *disclosure* podem influenciar no resultado das companhias de capital aberto. A pesquisa também demonstrou que participações estrangeiras podem influenciar no nível de *disclosure* da companhia, o que pode indicar que o aumento das informações divulgadas voluntariamente pode ser uma tendência internacional em empresas de capital aberto.

Murcia (2009) realizou estudo abrangente sobre os fatores que determinam o *disclosure* voluntário em empresas brasileiras de capital aberto. Explica, em seu trabalho que diversos escândalos ocorridos com empresas brasileiras e estrangeiras poderiam ter sido evitados com evidenciação de informações que muitas vezes permaneciam ocultas ao investidor externo. Trabalho este tomado como base para a análise do nível de *disclosure* voluntário no presente estudo.

No meio acadêmico, sendo o *disclosure* voluntário assunto que não faz parte da grade obrigatória dos cursos de contabilidade, o trabalho apresenta importância

na expansão do conhecimento e na análise de relações que podem ser adaptadas para um melhor conhecimento de empresas e do mercado de capitais.

## 1.6 DELIMITAÇÃO

A presente pesquisa delimita-se ao estudo de todas as empresas dos setores de Agropecuária e Fertilizantes listadas na BM&FBOVESPA na posição de 24/04/2015, totalizando 05 (cinco) empresas, quais sejam: Renar Maçãs SA, SLC Agrícola SA, Vanguarda Agro SA, Nutriplant Indústria e Comercio SA e Fertilizantes Heringer SA.

Analisar as informações contábeis divulgadas e publicadas no website da BM&FBOVESPA nos últimos cinco anos, verificando de acordo com critérios estabelecidos com base na literatura sobre o assunto o nível de *disclosure* voluntário, para posteriormente relacioná-lo ao valor das ações no mesmo período por meio de análise qualitativa.

O estudo restringe-se as empresas citadas por questões de limitação de tempo, que impedem a realização de um estudo mais amplo e por entender que tomando-se empresas de setores econômicos relacionados pode-se obter um resultado mais confiável sobre os dados.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

O presente tópico do trabalho traz a fundamentação teórica para sua elaboração, dividido em cinco tópicos. O tópico 2.1 discute sobre o *disclosure* em relação à contabilidade, qual seu significado, utilização; o tópico 2.2 discute especificamente o *disclosure* contábil voluntário; o tópico 2.3 traz uma breve explicação sobre Mercado de Capitais; e o tópico 2.4 explana sobre a relação do *disclosure* voluntário e o mercado de capitais.

### 2.1 DISCLOSURE CONTÁBIL

Antes de discutir o assunto do *disclosure* contábil precisamos primeiramente entender sua importância dentro do estudo da contabilidade, por consequência levantamos a questão dos objetivos da mesma.

A CPC 00 cita em seu tópico inicial que a divulgação de relatórios contábil-financeiro constitui o pilar da estrutura conceitual e salienta ainda que o objetivo destes relatórios é fornecer informações úteis à tomada de decisão de investidores ou para fornecimento de empréstimos ou outros créditos em geral. Ou seja, é parte fundamental na manutenção das atividades de uma entidade.

“O objetivo principal da contabilidade é fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões com segurança” (IUDICIBUS, 2000, p. 6). Através da história, conforme o homem se desenvolvia, trazia consigo a evolução de necessidades e processos que cada vez mais fugiam a sua capacidade de controle. Assim, aos poucos, e sobre influências de diversas escolas como a Europeia e a Norte Americana, desenvolveu-se regras e métodos para o controle do patrimônio humano. (IUDICIBUS, 2000)

Estudos recentes citam a contabilidade como ferramenta da redução da assimetria informacional. Murcia (2010) salienta que os usuários internos, administradores, colaboradores, etc., inerentemente possuem maior conhecimento sobre as informações da companhia que seus usuários externos, acionistas e mercado.

Pederneiras, Lopes e Filho (2009) definem grupos de interesse para a contabilidade, salientando que cada um possui diferentes interesses nas

demonstrações produzidas, separando, por exemplo, grupos como entidades governamentais, fornecedores, acionistas entre outros.

O *disclosure* contábil configura-se como ferramenta para equalizar a necessidade por diferentes informações e que conforme Uema (2000) é a última fase do ciclo contábil, onde a informação útil e relevante está divulgada ao público da forma que for necessária à tomada de decisão de cada usuário específico.

O termo *disclosure* ou evidenciação, aqui tratados como sinônimos de divulgação de informações contábeis, é o resultado final da contabilidade. Para Pederneiras, Lopes e Filho (2009) a evidenciação está diretamente ligada às necessidades do usuário final, para isso levanta três questões remetendo ao estudo de Hendriksen e Van Breda (1999): Para quem deve ser divulgada a informação? Qual sua finalidade? e Quanta informação deve ser divulgada?

Algumas respostas para estas perguntas podem ser encontradas no estudo de Verrechia (2001) quando trata do *disclosure* discricionário, relacionando a quantidade de divulgações a sua real necessidade e aos custos de divulgação, assunto que será tratado mais adiante.

Iudicibus (2000) destaca que a evidenciação ocorre de diversas maneiras, citando também a importância de se verificar a necessidade do usuário e a idoneidade dos demonstrativos publicados.

No Brasil a evidenciação está regulamentada com base nas diversas CPCs e NBCs divulgadas pelo CFC (Conselho Federal de Contabilidade), tomando como base o código civil que normatiza as obrigações das Pessoas Jurídicas e normas expedidas pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

Internacionalmente, cada País possui regras específicas de divulgação, destacando que órgãos normatizadores internacionais, como o *International Accounting Standards Board* (IASB), elaboraram publicações tratando justamente de metodologias que buscam regulamentar essa divulgação, como o *Preliminary Views on an Improved Conceptual Framework for Financial Reporting*.

Para Nakamura *et. al* (2006), quanto maior o nível de informações que o investidor dispõe para análise de seus investimentos, maior a tendência de que este opte pelo investimento em detrimento de outro que não possua tantas ou tão claras informações.

Depreende-se, portanto, que o *disclosure* é a publicação das informações necessárias a cada tipo de usuário da contabilidade para subsidiar sua tomada de

decisão, e que existem regras que exigem determinada quantidade e qualidade dessa informação.

Demonstra-se agora a relação que existe entre o *disclosure* e o mercado de capitais, onde a necessidade de expansão das entidades leva a divulgação de informações importantes para o investidor, mas ao mesmo tempo não obrigatórias, o que se define como *disclosure* voluntário.

## 2.2 DISCLOSURE VOLUNTÁRIO

Uma vez que existe normatização quanto a evidenciação de informações que uma entidade é obrigada a divulgar, estudos como os de Verrecchia (2001), Dye (2001), Murcia (2009), Gondrige (2010) buscam entender os motivos que levam a divulgação de informações voluntariamente.

Verrecchia (2001), em seu trabalho *Essays of Disclosure*, busca definir uma teoria unificada de *disclosure* e afirma que o assunto, apesar de amplamente estudado, ainda não possui uma definição clara e pretende introduzir uma taxonomia para o estudo.

Para Verrecchia (2001) existem três linhas de pesquisa para o *disclosure* Voluntário. *Disclosure* baseado em associação, que relaciona a evidenciação ao mercado de capitais, como ferramenta para competitividade no mercado de capitais. O *disclosure* discricionário, que trata dos motivos que levam uma entidade a divulgar, ou não, informações voluntariamente. E o *disclosure* por eficiência, que estuda as escolhas incondicionais ou essências de divulgação.

Gondrige (2010) faz uma comparação do trabalho de Verrecchia e Dye sobre o assunto de *disclosure*. Enquanto o primeiro afirma que o *disclosure* voluntário depende de variáveis de associação, discricionárias e de eficiência, Dye (2001) defende que o *disclosure* funciona como a teoria de jogos onde uma entidade divulgará, ou não, informações com base nos benefícios alcançados e no custo envolvido.

Na mesma linha de pensamento, Murcia (2009) afirma que no Brasil o *disclosure* voluntário pode ser total, parcial ou nulo, dependendo dos custos envolvidos. Destaca ainda que quanto maior o custo envolvido na divulgação de uma informação voluntária maior o retorno esperado por ela.

Assim, pode-se relacionar a qualidade e a quantidade de informações divulgadas com desempenhos, ou expectativas de desempenho, no mercado de capitais. Essa relação é apresentada na sequência do texto.

### 2.3 MERCADO DE CAPITALIS

Conforme Yamamoto (2006), mercado de capitais é uma divisão do mercado financeiro, composto por instituições financeiras destinados a possibilitar operações de médio e longo prazo, sendo que as operações em bolsa de valores são o melhor exemplo dessas transações. “O mercado de capitais é um sistema de distribuição de valores mobiliários, que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização.” (BRADESCO CORRETORA)

É, portanto, no mercado de capitais que as empresas lançam suas ações, buscando obter recursos para investimento ou para custear sua atividade e é por meio dele que investidores externos adquirem estas ações. Dentro desse processo pode se considerar que a informação contábil desempenha papel fundamental.

Para Santana e Machado (2008), o processo chave na variação dos preços das ações no mercado se deve a divulgação de informações e a maneira como os investidores a interpretam.

Nesse sentido, o *disclosure* voluntário apresenta papel fundamental dentro desse processo, considerando que o preço das ações pode variar de acordo com a interpretação que o investidor tem das informações divulgadas. Um maior número de informações, com maior clareza, pode alcançar melhores resultados.

### 2.4 DISCLOSURE VOLUNTÁRIO E MERCADO DE CAPITALIS

Para Lopes *et. Al* (2006), os administradores tendem a tomar decisões que melhorem a visão dos investidores sobre a empresa, a assimetria informacional tende a afastar investidores e aumentar o custo de capital das entidades, assim tende-se a divulgar mais buscando a redução do custo de capital.

Lopes *et al.* (2006) analisam as empresas do setor de materiais básicos listadas na BM&FBovespa e encontram relação positiva entre o custo de capital das empresas e o nível de *disclosure* praticado pela administração.

Santana e Machado (2008) relacionam a divulgação financeira na precificação das ações em empresas do setor industrial agropecuário no Brasil, semelhante a análise proposta neste estudo, e encontram relação positiva entre as duas variáveis.

No estudo da taxonomia do *disclosure* voluntário, mais especificamente falando sobre *disclosure* discricionário, Verrecchia (2001) levanta hipóteses que relacionam a divulgação, ou não, de informações voluntariamente ao custo e ao retorno esperado.

Destaca ainda que os usuários externos podem considerar a não divulgação de informação como algo negativo à entidade, mas que ainda assim a entidade apenas divulgará essas informações quando o custo envolvido for menor que o benefício de sua divulgação.

Gondrige (2010) realizou estudo com 225 empresas da bolsa de valores e por meio de análise estatística testou 15 fatores explicativos para o nível de *disclosure* voluntário das empresas analisadas. Como resultado, encontrou relação significativa a apenas 5 variáveis relacionadas a porte, internacionalização e governança corporativa, ou seja, seu trabalho não encontrou relação do nível de *disclosure* com variáveis financeiras.

No entanto, estudos como o de Lopes e Alencar (2010), realizado também com empresas listadas na bolsa de valores encontrou relação entre o nível de *disclosure* e o custo de capital das empresas, corroborando a teoria do *disclosure* discricionário de Verrecchia.

Dantas *et al.* (2005) afirmam que o *disclosure* “beneficia os usuários com a informação de que eles necessitam para o seu processo decisório e cria as condições para o desenvolvimento e a estabilidade do mercado de capitais” e ainda “contribuindo para o aumento da liquidez de suas ações e a redução do custo de capital”.

Segundo Dantas *et al* (2005), mesmo considerando os benefícios da prática de *disclosure* muitas entidades ainda tem relutância em divulgar, ou por receio de liberar informações estratégicas ou pelo custo envolvido na elaboração de tais demonstrativos, mais uma vez voltando a teoria de Verrecchia da relação custo benefício do *disclosure* voluntário.

Catapan *et al.* (2010) realizaram estudo bibliográfico com 32 artigos que relacionam o nível de *disclosure* com o desempenho das companhias no mercado de capitais. Seu estudo chega a conclusão que a grande maioria dos estudos

analisados encontrou relação positiva entre o nível de *disclosure* e os preços das ações, o que segundo o autor justifica e incentiva a continuidade das pesquisas em ramos específicos ou situações específicas.

Vem ao encontro a esses resultados e aos estudos realizados, medidas adotadas pela própria BM&FBovespa, como a criação dos níveis de governança corporativa, divididos em cinco níveis, quais sejam, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, que segundo o site da instituição são regras que “(...) vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.)”.

As empresas aderem a um dos níveis de maneira voluntária e após feito a adesão, se comprometem a divulgar uma série de informações não obrigatórias de acordo com o nível escolhido. Fazem isso, pois segundo a BM&FBovespa “tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas,(...) o risco é reduzido.”

Murcia (2009) afirma que o *disclosure* voluntário colabora para a liquidez das ações no mercado de capitais, uma vez que sem informações, ou com o conhecimento de que informações não estão sendo divulgadas, o investidor tende a ser mais conservador, corroborando mais uma vez a teoria de Verrecchia.

Murcia (2009), na pesquisa que traz a métrica adaptada para este estudo, encontra relação estatística positiva entre a rentabilidade e o nível de *disclosure* das companhias, afirmando que existe incentivo econômico na divulgação de informações não obrigatórias. Ainda podemos citar os trabalhos de Nakamura et. Al (2006), Lopes et. Al (2010), Dantas et. Al (2005), e internacionalmente Lambert, Leuz e Verrecchia (2006) e Leone, Rock e Willenborg (2006) que realizaram estudos sobre o *disclosure* voluntários relacionado a aspectos financeiros das instituições, todos afirmando que maiores níveis de *disclosure* andam ao lado de melhores desempenhos financeiros.

Pode-se perceber que diversos estudos e tendências de mercado vêm atribuindo relação positiva entre uma maior divulgação de informações e um bom desempenho no mercado de capitais. Ou seja, para investidores externos, quanto mais informações estiverem acessíveis maior a tendência de que esta seja a opção de investimento.

### 3 METODOLOGIA DE PESQUISA

#### 3.1 CLASSIFICAÇÃO DO ESTUDO

Quanto a Natureza do Objetivo a pesquisa terá caráter descritivo, pois busca descrever as características de *disclosure* contábil das empresas analisadas, relacionando os dados encontrados (Gil, 1999).

A natureza do trabalho é documental, pois se utiliza de documentos ainda sem tratamento analítico, como é o caso dos balanços obtidos através do site da BM&FBovespa (Gil, 1999).

A pesquisa terá abordagem qualitativa, pois busca uma compreensão particular daquilo que se estuda (Rampazzo, 2005). Também como exposto por Fonseca (2002), ela se preocupa com aspectos que não podem ser quantificados, analisando as evidenciações contábeis voluntárias publicadas pelas empresas em análise.

#### 3.2 COLETA E ANÁLISE DE DADOS

A seleção das empresas foi realizada através de pesquisa no site oficial da BM&FBovespa, separando todas as empresas dos setores de Agropecuária e Fertilizantes na posição mensal de Abril de 2015 e selecionou-se as cinco empresas, quais sejam: Renar Maçãs S.A., SLC Agrícola S.A., Vanguarda Agro S.A., Nutriplant Industria e Comercio S.A. e Fertilizantes Heringer S.A..

A primeira base para a pesquisa do presente trabalho é o trabalho de Murcia (2009) sobre a divulgação voluntária nas empresas brasileiras, o estudo traz uma métrica do nível de *disclosure* voluntário que será utilizada no presente trabalho.

Para identificar o nível de *disclosure* contábil, primeiramente identificamos as categorias e subcategorias demonstradas nos quadros 1, 2 e 3 conforme classificação proposta por Murcia (2009).

Importante citar que as categorias utilizadas foram ajustadas para se adequar as normas contábeis vigentes. Demonstrações contábeis como a DFC e a DVA, antes classificadas como voluntárias agora são obrigatórias, bem como para as empresas listadas na bolsa de valores é obrigatória a divulgação de acordo com as IFRS (Normas Internacionais de Contabilidade), também a subcategoria de

informações por segmentos foi excluída, uma vez que de acordo com a CPC 22 esta informação possui divulgação obrigatória, estas quatro categorias foram excluídas da métrica original para manter a análise apenas no âmbito de informações voluntárias.

Para determinação do nível de *disclosure* atribui-se o valor 1 a subcategoria satisfeita e 0 a subcategoria não satisfeita. A soma das subcategorias satisfeitas determina o nível de *disclosure* da empresa, podendo este nível atingir o valor máximo de 84 pontos de acordo com as subcategorias existentes.

A metodologia descrita segue a utilizada por Murcia (2009), já que conforme afirmado no estudo, não busca um resultado para um público específico, mas sim de maneira generalizada, assim não se atribuem pesos diferenciados as informações divulgadas e sim apenas sua existência, ou não, buscando determinar um nível geral de *disclosure* voluntário.

Na sequência, os quadros 1, 2 e 3 apresentam as categorias de análise utilizadas, segregando-as em informações econômicas, informações sociais e informações ambientais.

CATEGORIA	SUBCATEGORIA
<b>Ambiente de Negócios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerra)</li> <li>• Discussão do setor em que a empresa atua</li> <li>• Discussão da concorrência</li> <li>• Relacionamento com fornecedores</li> <li>• Satisfação dos clientes</li> <li>• Market share</li> <li>• Identificação dos riscos do negócio</li> <li>• Exposição cambial</li> </ul>
<b>Atividade Operacional</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Narrativa da estória da empresa</li> <li>• Estrutura organizacional</li> <li>• Aspectos tecnológicos da atividade operacional</li> <li>• Utilização da capacidade produtiva</li> <li>• Indicadores de eficiência</li> <li>• Quantidades produzidas e/ou serviços prestados</li> <li>• Unidades vendidas</li> </ul>
<b>Aspectos Estratégicos</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Objetivos, planos e metas futuras da empresa</li> <li>• Perspectiva de novos investimentos</li> <li>• Principais mercados de atuação</li> <li>• Perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar</li> <li>• Política de reinvestimento dos lucros</li> <li>• Pesquisa e desenvolvimento</li> <li>• Discussão da qualidade dos produtos e serviços</li> <li>• Preço dos produtos e serviços da empresa</li> </ul>

CATEGORIA	SUBCATEGORIA
<b>Informações Financeiras</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Correção monetária</li> <li>• Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV)</li> <li>• Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)</li> <li>• Valor de mercado</li> <li>• Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)</li> </ul>
<b>Índices Financeiros</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)</li> <li>• Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)</li> <li>• Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)</li> <li>• EBITDA</li> </ul>
<b>Governança Corporativa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Principais práticas de governança corporativa</li> <li>• Composição do conselho fiscal</li> <li>• Composição do conselho de administração</li> <li>• Identificação dos principais administradores</li> <li>• Remuneração dos administradores</li> <li>• Remuneração dos auditores</li> <li>• Principais acionistas</li> <li>• Relacionamento com os investidores</li> </ul>

**Quadro 1 - Classificação *disclosure* voluntário – Informações Econômicas**  
**Fonte: Murcia (2009)**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA
<b>Informações Financeiras Sociais</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investimentos de caráter social</li> <li>• Gastos em projetos sociais</li> </ul>
<b>Produtos/ Serviços</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança</li> <li>• Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços</li> </ul>
<b>Colaboradores (Não Administradores)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Número de funcionários</li> <li>• Remuneração dos funcionários</li> <li>• Benefícios aos funcionários</li> <li>• Satisfação dos funcionários</li> <li>• Informação sobre minorias na força de trabalho</li> <li>• Educação e treinamento dos funcionários</li> <li>• Segurança no local de trabalho</li> <li>• Dados sobre acidentes de trabalho</li> <li>• Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe</li> </ul>

**Quadro 2 – Classificação *disclosure* voluntário – Informações Sociais**  
**Fonte: Murcia (2009)**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA
<b>Políticas Ambientais</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Declaração das políticas, práticas, ações atuais</li> <li>• Estabelecimento de metas e objetivos ambientais</li> <li>• <i>Compliance</i> com a legislação ambiental</li> <li>• Parcerias, conselhos, fóruns ambientais</li> <li>• Prêmios e participações em índices ambientais</li> </ul>
<b>Gestão e Auditoria Ambiental</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gestão ambiental ISOs 9000 Auditoria Ambiental</li> </ul>
<b>Impactos dos Produtos e Processos no Meio Ambiente</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Desperdícios e resíduos</li> <li>• Processo de acondicionamento (embalagem)</li> <li>• Reciclagem Desenvolvimento de produtos ecológicos</li> <li>• Uso eficiente e/ou reutilização da água</li> <li>• Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra</li> </ul>

CATEGORIA	SUBCATEGORIA
	utilizada etc.) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Reparos aos danos ambientais</li> </ul>
<b>Energia</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações</li> <li>• Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia</li> <li>• Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia</li> </ul>
<b>Informações Financeiras Ambientais</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Investimentos ambientais</li> <li>• Custos e/ou despesas ambientais</li> <li>• Passivos ambientais</li> <li>• Práticas contábeis de itens ambientais</li> <li>• Seguro ambiental</li> <li>• Ativos ambientais intangíveis</li> </ul>
<b>Educação e Pesquisa Ambiental / Mercado de Créditos de Carbono</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)</li> <li>• Pesquisas relacionadas ao meio ambiente</li> <li>• Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo (MDL)</li> <li>• Créditos de carbono</li> <li>• Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE)</li> <li>• Certificados de Emissões Reduzidas (CER)</li> </ul>
<b>Outras Informações Ambientais</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável</li> <li>• Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento</li> <li>• Conservação da biodiversidade</li> <li>• Relacionamento ambiental com stakeholders</li> </ul>

**Quadro 3 – Classificação *disclosure* voluntário – Informações Ambientais**

Fonte: Murcia (2009)

Para verificação do nível de *disclosure* voluntário nas empresas analisadas, foram utilizadas as demonstrações contábeis padronizadas divulgadas no site da BM&FBOVESPA. Para Murcia (2009), a utilização dessas demonstrações contribui para a comparabilidade em razão da padronização e pela confiabilidade dos instrumentos.

Posteriormente buscaram-se os valores de fechamento das ações em 31 de Dezembro no intervalo de cinco anos, entre 2009 e 2014, para as cinco empresas selecionadas, também retirando dados dos históricos de cotações disponíveis no site da BM&FBOVESPA para o último dia útil de cada exercício analisado, demonstrando o crescimento ou redução no valor das mesmas em gráficos.

### 3.3 ANÁLISE DOS DADOS

Os dados encontrados após análise das demonstrações contábeis serão expostos em tabelas, buscando identificar os níveis de *disclosure* voluntário no âmbito financeiro, social, ambiental e geral. Cada empresa terá uma tabela demonstrando as subcategorias satisfeitas ou não de acordo com a métrica

estabelecida anteriormente, podendo obter um nível máximo de *disclosure* voluntário de 84 pontos, situação em que todas as subcategorias analisadas seriam satisfeitas. Estas tabelas serão analisadas de forma qualitativa, buscando identificar tendências de divulgação no setor analisado.

Posteriormente, tendo o nível de *disclosure* e as cotações das ações nos cinco exercícios analisados, serão elaborados gráficos para análise de relações negativas ou positivas entre as duas variáveis, buscando comprovar ou refutar as teorias e estudos demonstrados no referencial teórico.

## 4 RESULTADOS

### 4.1 NÍVEL DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO

Retiradas todas as informações das demonstrações contábeis das empresas analisadas chega-se ao nível de *disclosure* da companhia de acordo com a métrica definida na metodologia.

Como podemos observar no gráfico 1, a empresa SLC AGRÍCOLA foi a que apresentou o maior nível de *disclosure* voluntário com 34 pontos ao final do exercício de 2014, tendo este índice apresentado forte crescimento do exercício de 2012 para o de 2013.

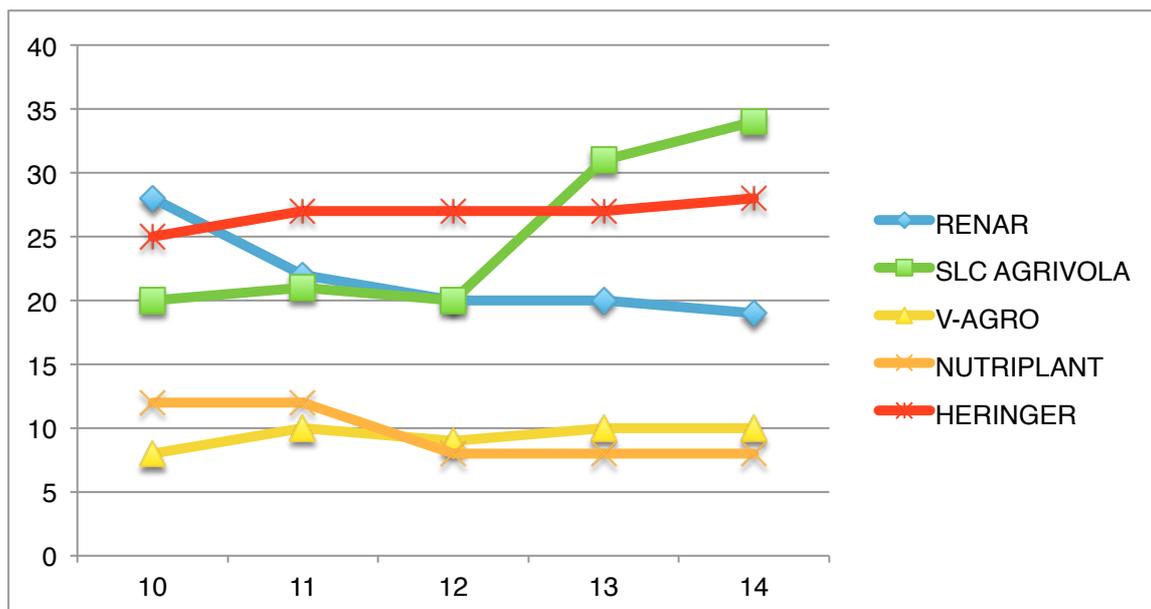
Ao contrário da empresa NUTRIPLANT, que apresentou o pior nível de *disclosure* com apenas 8 pontos no exercício de 2014, com queda do nível no exercício de 2012, mantendo-se constante nos outros três exercícios.

Outro destaque para a empresa RENAR que iniciou no exercício de 2010 com o melhor índice entre as empresas analisadas, com 28 pontos, mas com quedas consecutivas em seu índice fecha na terceira posição com 19 pontos.

Considerando que o nível máximo de *disclosure* que as empresas poderiam atingir é de 84 pontos, de modo geral pode-se dizer que todas as cinco empresas apresentaram baixos níveis de *disclosure* voluntário, todas abaixo de 50% do índice máximo. No entanto, dentro do contexto analisado, HERINGER e SLC AGRICOLA possuem maiores níveis de *disclosure*, RENAR possui nível intermediário e V-AGRO e NUTRIPLANT possuem menores níveis, pois apresentam tendências semelhantes entre si.

Esse resultado é semelhante ao apresentado por Murcia (2009), onde apenas cinco empresas das 100 analisadas tiveram índice geral de *disclosure* superior a 50% e também com baixíssimos ou nulos índices de informações sociais e ambientais como demonstrado nos resultados do trabalho.

O Gráfico 1 apresenta a evolução do nível de *disclosure* geral das empresas analisadas e sua evolução nos cinco anos estudados.



**Gráfico 1 – Evolução do nível de *disclosure* voluntário total**  
**Fonte: Autoria própria**

#### 4.1.1 Renar Maçãs S.A.

A empresa Renar Maçãs apresenta maiores níveis de *disclosure* voluntário nos quesitos de governança corporativa e ambiente de negócios. Já nos índices financeiros, apenas o EBITDA aparece nos relatórios e demonstrativos da empresa.

Considerando o nível geral, percebe-se que se manteve estável com elevação no exercício de 2011, o que pode ter sido influenciado pelo resultado contábil da empresa que foi positivo, diferente do exercício anterior em que acumulou prejuízos.

De modo geral, não houve alteração na quantidade de informações voluntárias divulgadas no período analisado nem na espécie das divulgações com exceção do ano de 2011 em que a empresa apresenta projeções de fluxo de caixa e informações detalhadas dos custos, dados não divulgados em anos anteriores e nem posteriores. Como dito anteriormente, provavelmente influenciado pelo resultado que foi o melhor obtido no período analisado, e de acordo com a teoria de Verrechia (2001), divulgando informações que naquele contexto poderiam trazer retornos maiores, deixando-as de divulgar quando não foram vantajosas.

A tabela 1 demonstra as categorias satisfeitas e o nível de *disclosure* voluntário de informações econômicas conforme a métrica estabelecida para o trabalho.

TABELA 1 – Nível de *disclosure* - Informações econômicas RENAR

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
<b>Ambiente de Negócios</b>	Efeitos dos eventos econômicos na empresa	1	1	1	1	1
	Discussão do setor em que a empresa atua	1	1	1	1	1
	Discussão da concorrência	0	0	0	0	0
	Relacionamento com fornecedores	0	0	0	0	0
	Satisfação dos clientes	0	0	0	0	0
	Market Share	1	1	1	1	1
	Identificação dos riscos do negócio	1	1	1	1	1
	Exposição cambial	1	1	1	1	1
	<b>Atividade Operacional</b>	Narrativa da estória da empresa	1	1	1	1
Estrutura organizacional		1	1	1	1	1
Aspectos tecnológicos da atividade operacional		0	0	0	0	0
Utilização da capacidade produtiva		1	1	1	1	1
Indicadores de eficiência		0	0	0	0	0
Quantidades produzidas e/ou serviços prestados		1	1	1	1	1
Unidades vendidas		1	1	1	1	1
<b>Aspectos Estratégicos</b>	Objetivos, planos e metas futuras da empresa	1	1	1	1	1
	Perspectiva de novos investimentos	0	0	0	0	0
	Principais mercados de atuação	0	0	0	0	0
	Perspectivas de novos mercados de atuação	0	0	0	0	0
	Política de reinvestimento dos lucros	0	0	0	0	0
	Pesquisa e desenvolvimento	0	0	0	0	0
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços	0	1	1	1	1
	Preço dos produtos e serviços da empresa	0	1	1	1	1
<b>Informações Financeiras</b>	Correção monetária	0	0	0	0	0
	Informações detalhadas sobre os custos dos produtos	0	1	1	0	0
	Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)	1	1	1	1	1
	Valor de mercado	0	0	0	0	0
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	0	1	0	0	0
<b>Índices Financeiros</b>	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	0	0	0	0	0
	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)	0	0	0	0	0
	Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)	0	0	0	0	0
	EBITDA	1	1	1	1	1
<b>Governança Corporativa</b>	Principais práticas de governança corporativa	1	0	0	0	0
	Composição do conselho fiscal	1	1	1	1	1
	Composição do conselho de administração	1	1	1	1	1
	Identificação dos principais administradores	1	1	1	1	1
	Remuneração dos administradores	1	1	1	1	1
	Remuneração dos auditores	0	0	0	0	0
	Principais acionistas	1	1	0	0	0
	Relacionamento com os investidores	0	0	0	0	0
<b>Total</b>		19	22	20	19	19

Fonte: Autoria própria

A tabela 2 apresenta as informações sociais da empresa e pode-se destacar o baixo nível de *disclosure* dessa categoria de informações. Apenas no primeiro ano e no exercício de 2013 houve publicações de caráter social.

Possivelmente os resultados negativos obtidos no exercício de 2011 também tenham justificado a falta de informações divulgadas a partir deste ano, possíveis demissões, descontinuidade de práticas sociais visando reduzir custos, e conseqüentemente, entendendo que a falta destas informações não gerou impacto econômico uma vez que a cotação das ações manteve-se praticamente constante após o exercício de 2011, optou-se por não divulgá-las.

**TABELA 2 – Nível de *disclosure* - Informações Sociais RENAR**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
Informações Financeiras Sociais	Investimentos de caráter social	1	0	0	0	0
	Gastos em projetos sociais	0	0	0	0	0
Produtos/ Serviços	Produtos adequados às normas de segurança	1	0	0	0	0
	Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços	0	0	0	0	0
Colaboradores	Número de funcionários	1	0	0	1	0
	Remuneração dos funcionários	0	0	0	0	0
	Benefícios aos funcionários	0	0	0	0	0
	Satisfação dos funcionários	0	0	0	0	0
	Informação sobre minorias na força de trabalho	0	0	0	0	0
	Educação e treinamento dos funcionários	0	0	0	0	0
	Segurança no local de trabalho	0	0	0	0	0
	Dados sobre acidentes de trabalho	0	0	0	0	0
	Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	0	0	0	0	0
<b>Total</b>		<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>

Fonte: Autoria própria

A tabela 3 traz as informações ambientais e nota-se que apesar de ser uma empresa do ramo de agropecuária, existe pouca preocupação com divulgação de aspectos ambientais, fato este que se repete em praticamente todas as empresas analisadas.

Apenas no exercício de 2010 existe *disclosure* voluntário deste tema. Nos demais anos analisados não houve *disclosure* de nenhuma informação de caráter ambiental nos demonstrativos da empresa.

Novamente citando a hipótese de que os resultados negativos obtidos em 2011 tenham levado a empresa a redução da divulgação de informações voluntárias nos exercícios subsequentes, e sem notar diferença significativa na tendência de cotações que suas ações vinham apresentando conforme demonstra o gráfico 2 e corroborando com a teoria de Verrechia (2001) sobre o *disclosure* discricionário não mais realizaram tal divulgações nos exercícios posteriores.

**TABELA 3 – Nível de *disclosure* - Informações Ambientais RENAR**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
<b>Políticas Ambientais</b>	Declaração das políticas, práticas, ações atuais	1	0	0	0	0
	Estabelecimento de metas e objetivos ambientais	0	0	0	0	0
	<i>Compliance</i> com a legislação ambiental	1	0	0	0	0
	Parcerias, conselhos, fóruns ambientais	1	0	0	0	0
	Prêmios e participações em índices ambientais	0	0	0	0	0
<b>Gestão e Auditoria Ambiental</b>	Gestão ambiental ISOs 9000 Auditoria Ambiental	0	0	0	0	0
<b>Impactos dos Produtos e Processos no Meio Ambiente</b>	Desperdícios e resíduos	0	0	0	0	0
	Processo de acondicionamento (embalagem)	0	0	0	0	0
	Reciclagem Desenvolvimento de produtos ecológicos	0	0	0	0	0
	Uso eficiente e/ou reutilização da água	0	0	0	0	0
	Impacto no meio ambiente	0	0	0	0	0
	Reparos aos danos ambientais	0	0	0	0	0
<b>Energia</b>	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações	0	0	0	0	0
	Utilização de mat. desperdiçados na produção de energia	0	0	0	0	0
	Desenvolvimento de novas fontes de energia	0	0	0	0	0
<b>Informações Financeiras Ambientais</b>	Investimentos ambientais	1	0	0	0	0
	Custos e/ou despesas ambientais	0	0	0	0	0
	Passivos ambientais	0	0	0	0	0
	Práticas contábeis de itens ambientais	0	0	0	0	0
	Seguro ambiental	0	0	0	0	0
	Ativos ambientais intangíveis	0	0	0	0	0
<b>Educação e Pesquisa Ambiental / Mercado de Créditos de Carbono</b>	Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)	0	0	0	0	0
	Pesquisas relacionadas ao meio ambiente	0	0	0	0	0
	Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo	0	0	0	0	0
	Créditos de carbono	0	0	0	0	0
	Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE)	0	0	0	0	0
	Certificados de Emissões Reduzidas (CER)	0	0	0	0	0
<b>Outras Informações Ambientais</b>	Menção relativa à sustentabilidade	1	0	0	0	0
	Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento	1	0	0	0	0
	Conservação da biodiversidade	0	0	0	0	0

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
	Relacionamento ambiental com stakeholders	0	0	0	0	0
<b>Total</b>		<b>6</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Fonte: Autoria Própria

O gráfico 2 apresenta os valores de fechamento das ações da RENAR negociadas na bolsa nos anos analisados comparado ao nível de *disclosure* encontrado através da métrica de análise para comparação.

Nota-se a existência de relação inversa nas variáveis analisadas. O nível de *disclosure* que em 2010 era de 28 cai para 19 pontos em 2014, e a cotação das ações que em 2010 era de R\$ 0,66 cresce para R\$ 3,23 em 2014.

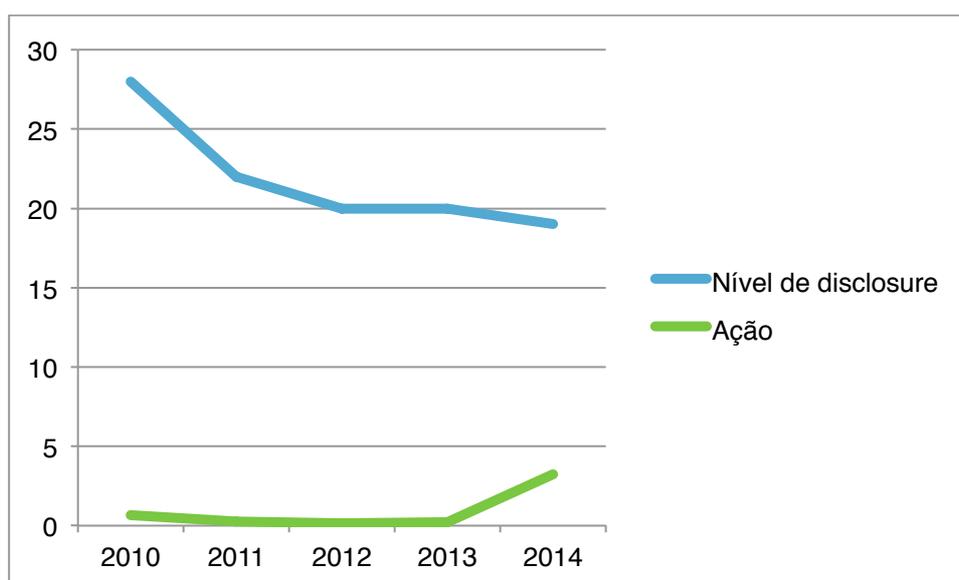
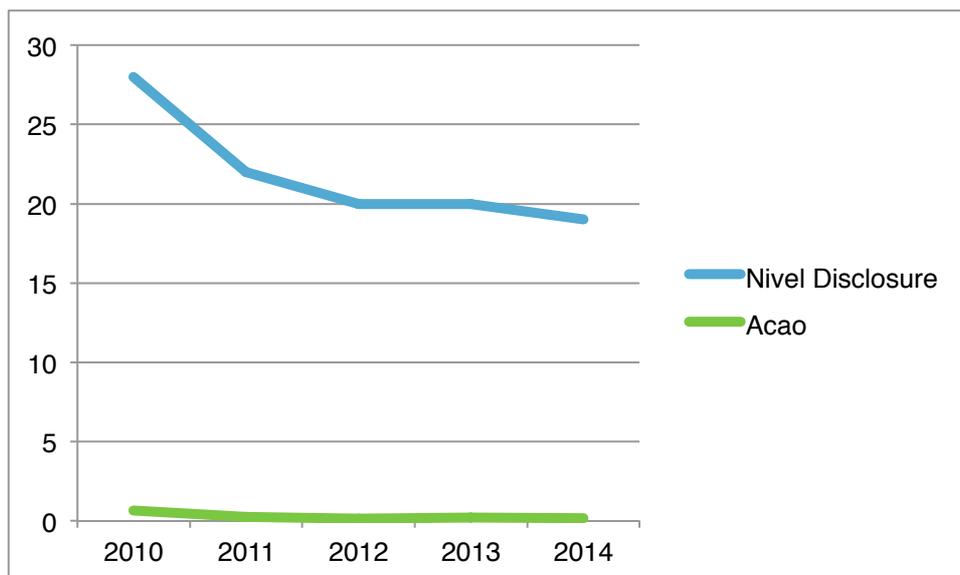


Gráfico 2 - *Disclosure* x ações - RENAR 1

Fonte: Autoria própria

No entanto conforme citado nos relatórios contábeis da empresa, suas ações sofreram grupamento em Outubro de 2014 na razão de 20:1, assim desconsiderando o grupamento as ações teriam fechado 2014 cotadas a R\$ 0,16, o que indicaria relação direta entre o nível de *disclosure* e a cotação das ações conforme demonstrado no gráfico 3.



**Gráfico 3 - Disclosure x ações – RENAR 2**  
**Fonte: Autoria própria**

Entretanto, os relatórios da companhia mostram resultados negativos em três dos cinco exercícios analisados. Estes resultados podem ter influência maior sobre a queda das cotações do que o nível de *disclosure*, uma vez que a redução do nível total deve-se a descontinuidade das informações sociais e ambientais, o que é coerente com o trabalho de Murcia Et. al. (2011) sobre os fatores do *disclosure* ambiental, onde não encontra relação entre rentabilidade e *disclosure* ambiental, e também de acordo com Verrecchia (2001) não seria vantajoso divulgar informações que poderiam prejudicar a empresa, assim não se podendo retirar conclusão definitiva.

#### 4.1.2 SLC Agrícola S.A.

Nas categorias econômicas apresentam níveis de *disclosure* semelhantes aos apresentados pela empresa Renar Maçãs S.A., no entanto a empresa SLC divulgou pouquíssima informação sobre governança corporativa, ao passo que apresentou muitas informações financeiras, deixando a partir do exercício de 2013 apenas os índices de liquidez e as informações sobre correção monetárias sem menções.

Nos demais itens possui comportamento de divulgação semelhante ao apresentado pela empresa Renar Maçãs S.A.. A tabela 4 apresenta as informações econômicas da SLC Agrícola SA.

TABELA 4 – Nível de *disclosure* - Informações econômicas SLC

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
Ambiente de Negócios	Efeitos dos eventos econômicos na empresa	1	1	1	1	1
	Discussão do setor em que a empresa atua	1	1	1	1	1
	Discussão da concorrência	0	0	0	0	0
	Relacionamento com fornecedores	0	0	0	0	0
	Satisfação dos clientes	0	0	0	0	0
	Market Share	0	0	0	0	0
	Identificação dos riscos do negócio	1	1	1	1	1
	Exposição cambial	1	1	1	1	1
	Atividade Operacional	Narrativa da estória da empresa	1	1	1	1
Estrutura organizacional		0	0	0	0	0
Aspectos tecnológicos da atividade operacional		0	0	0	0	0
Utilização da capacidade produtiva		1	1	1	1	1
Indicadores de eficiência		0	0	0	0	0
Quantidades produzidas e/ou serviços prestados		1	1	1	1	1
Unidades vendidas		1	1	1	1	1
Aspectos Estratégicos	Objetivos, planos e metas futuras da empresa	1	1	1	1	1
	Perspectiva de novos investimentos	1	1	1	1	1
	Principais mercados de atuação	0	0	0	0	0
	Perspectivas de novos mercados de atuação	0	0	0	0	0
	Política de reinvestimento dos lucros	0	0	0	0	0
	Pesquisa e desenvolvimento	0	0	0	0	0
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços	0	0	0	0	0
	Preço dos produtos e serviços da empresa	1	1	1	1	1
Informações Financeiras	Correção monetária	0	0	0	0	0
	Informações detalhadas sobre os custos dos produtos	1	1	1	1	1
	Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)	1	1	1	1	1
	Valor de mercado	1	1	1	1	1
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	1	1	1	1	1
Índices Financeiros	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	0	1	0	1	1
	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)	0	0	0	0	0
	Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)	1	1	1	1	1
	EBITDA	1	1	1	1	1
Governança Corporativa	Principais práticas de governança corporativa	0	0	0	0	0
	Composição do conselho fiscal	0	0	0	0	0
	Composição do conselho de administração	0	0	0	0	0
	Identificação dos principais administradores	0	0	0	0	0
	Remuneração dos administradores	1	1	1	1	1
	Remuneração dos auditores	0	0	0	0	0
	Principais acionistas	1	1	1	1	1
	Relacionamento com os investidores	0	0	0	0	0
<b>Total</b>		<b>19</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>20</b>	<b>20</b>

Fonte: Autoria própria

Nota-se que nos anos de 2010 e 2012 não ocorre divulgação de indicadores de rentabilidade. Coincidentemente estes dois anos foram os que apresentaram os piores resultados em termos de lucro líquido, o que traria índices desfavoráveis. Conforme demonstrado no referencial teórico não é vantajoso para a entidade, portanto, não divulgado.

Nas categorias sociais a empresa apresentou elevação no nível de *disclosure* a partir do exercício de 2013, quando começou a divulgar informações financeiras sociais, as quais em 2014 foram todas divulgadas dentro da métrica estabelecida. O relatório da administração de 2013 faz menção à participação da empresa no nível de governança corporativo Novo Mercado e a gradativa busca de melhorar a relação com o investidor, exigências dessa metodologia, podem ter levado a empresa a aumentar suas divulgações a partir deste exercício.

**TABELA 5 – Nível de *disclosure* - Informações sociais SLC**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
<b>Informações Financeiras Sociais</b>	Investimentos de caráter social	0	0	0	1	1
	Gastos em projetos sociais	0	0	0	0	1
<b>Produtos/ Serviços</b>	Produtos adequados às normas de segurança	0	0	0	1	1
	Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços	0	0	0	0	0
<b>Colaboradores</b>	Número de funcionários	0	0	0	1	1
	Remuneração dos funcionários	0	0	0	0	0
	Benefícios aos funcionários	1	1	1	1	1
	Satisfação dos funcionários	0	0	0	0	0
	Informação sobre minorias na força de trabalho	0	0	0	0	0
	Educação e treinamento dos funcionários	0	0	0	0	1
	Segurança no local de trabalho	0	0	0	0	0
	Dados sobre acidentes de trabalho	0	0	0	0	0
	Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	0	0	0	0	0
<b>Total</b>		<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>6</b>

Fonte: Autoria própria

Nas categorias de informações ambientais, da mesma forma que nas sociais, houve crescimento no nível de *disclosure* nos exercícios de 2013 e 2014, sendo que nos exercícios anteriores não houve divulgação nestas categorias.

Foi com a contribuição de informações sociais e ambientais que a empresa SLC Agrícola fechou o exercício de 2014 sendo a empresa com o maior nível de *disclosure* voluntário na amostra analisada.

Alguns fatores podem ter influenciado a elevação do nível de *disclosure* voluntário nos dois últimos períodos analisados na empresa SLC Agrícola S.A.. Um deles a mudança do diretor executivo no final de 2012, decisões da diretoria por maiores divulgações em busca de resultados mais positivos e maior confiança por parte dos investidores. Aderente às tendências de divulgação incentivadas pela Bovespa através de seus níveis de governança corporativo, a SLC faz parte do nível Novo Mercado, o mais alto na escala definida pela instituição.

Outro ponto é a finalização do projeto LandCo que prevê a incorporação de mais de 81 mil hectares de terra, conforme citado no relatório da administração de 2012. Ou seja, com maiores produções, maiores resultados, empresa maior, chegamos a uma das principais hipóteses levantadas em trabalhos anteriores: quanto maior o tamanho da companhia, maior sua divulgação voluntária.

Não coincidentemente a SLC é a maior empresa das cinco analisadas se considerarmos o ativo total, seguindo as tendências encontradas nos trabalhos citados no referencial teórico, como Murcia (2009) e Lopes Et. Al (2010).

**TABELA 6 – Nível de *disclosure* - Informações ambientais SLC 1**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
<b>Políticas Ambientais</b>	Declaração das políticas, práticas, ações atuais	0	0	0	1	1
	Estabelecimento de metas e objetivos ambientais	0	0	0	0	0
	<i>Compliance</i> com a legislação ambiental	0	0	0	0	0
	Parcerias, conselhos, fóruns ambientais	0	0	0	0	0
	Prêmios e participações em índices ambientais	0	0	0	0	0
<b>Gestão e Auditoria Ambiental</b>	Gestão ambiental ISOs 9000 Auditoria Ambiental	0	0	0	1	1
<b>Impactos dos Produtos e Processos no Meio Ambiente</b>	Desperdícios e resíduos	0	0	0	1	1
	Processo de acondicionamento (embalagem)	0	0	0	0	0
	Reciclagem Desenvolvimento de produtos ecológicos	0	0	0	1	1
	Uso eficiente e/ou reutilização da água	0	0	0	0	0
	Impacto no meio ambiente	0	0	0	0	0
	Reparos aos danos ambientais	0	0	0	0	0
<b>Energia</b>	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações	0	0	0	1	1
	Utilização de mat. desperdiçados na produção de energia	0	0	0	0	0

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
	Desenvolvimento de novas fontes de energia	0	0	0	0	0
Informações Financeiras Ambientais	Investimentos ambientais	0	0	0	0	0
	Custos e/ou despesas ambientais	0	0	0	1	1
	Passivos ambientais	0	0	0	0	0
	Práticas contábeis de itens ambientais	0	0	0	0	0
	Seguro ambiental	0	0	0	0	0
	Ativos ambientais intangíveis	0	0	0	0	0
Educação e Pesquisa Ambiental / Mercado de Créditos de Carbono	Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)	0	0	0	1	1
	Pesquisas relacionadas ao meio ambiente	0	0	0	0	0
	Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo	0	0	0	0	0
	Créditos de carbono	0	0	0	0	0
	Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE)	0	0	0	0	0
	Certificados de Emissões Reduzidas (CER)	0	0	0	0	0
Outras Informações Ambientais	Menção relativa à sustentabilidade	0	0	0	0	1
	Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento	0	0	0	0	0
	Conservação da biodiversidade	0	0	0	0	0
	Relacionamento ambiental com stakeholders	0	0	0	0	0
<b>Total</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>8</b>

Fonte: Autoria própria

Quando comparados os índices do nível de *disclosure* com a cotação de fechamento das ações no período analisado, como representado no gráfico 4, não é possível identificar uma relação direta.

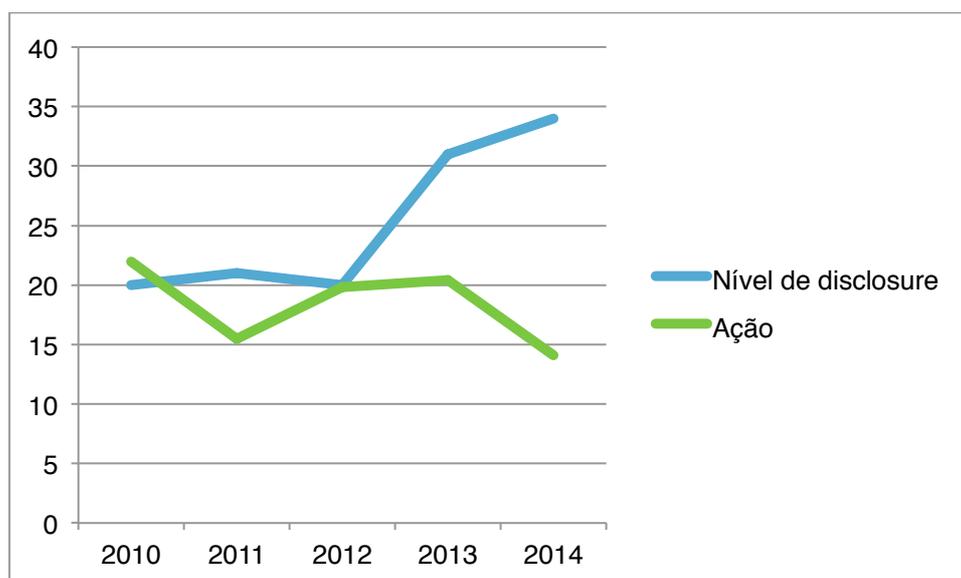


Gráfico 4 - Disclosure x ações - SLC  
Fonte: Autoria própria

Enquanto o nível geral de *disclosure* subiu de 23 para 39 pontos, a cotação das ações caiu de R\$ 22,00 para R\$ 14,10, sendo que a cotação do exercício de 2010 foi a melhor do período analisado em contramão ao nível de *disclosure* que foi o mais baixo.

Pode-se, no entanto, destacar que ambas as empresas tiveram desempenho negativo em suas cotações o que pode indicar uma tendência de mercado no setor analisado. Também não se desconsiderando o fato de que a bolsa de valores como um todo vem sofrendo desvalorização nos últimos anos, reflexo da crise internacional e da instabilidade política e econômica interna.

#### 4.1.3 Vanguarda Agro S.A.

A empresa Vanguarda Agro S.A. na análise do *disclosure* voluntário nas categorias econômicas apresentou baixos índices comparados com os obtidos pelas empresas anteriores, com apenas 10 pontos no exercício de 2010. A partir de 2011 faz menção ao valor de mercado dos ativos, informação que começa a ser divulgada com a incorporação da companhia Maeda Agroindustrial e início da produção de grãos juntamente com a produção de Biodiesel, fechando o exercício de 2014 com índice de 13 pontos.

Destaca-se a pouca divulgação de dados financeiros sendo que o índice EBITDA, que é divulgado em todos os exercícios pelas outras empresas analisadas, aparece apenas no ano de 2011 nos relatórios da Vanguarda Agro S.A..

**TABELA 7 – Nível de *disclosure* - Informações econômicas VAGRO**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
<b>Ambiente de Negócios</b>	Efeitos dos eventos econômicos na empresa	1	1	1	1	1
	Discussão do setor em que a empresa atua	1	1	1	1	1
	Discussão da concorrência	0	0	0	0	0
	Relacionamento com fornecedores	0	0	0	0	0
	Satisfação dos clientes	0	0	0	0	0
	Market Share	0	0	0	0	0
	Identificação dos riscos do negócio	1	1	1	1	1
	Exposição cambial	0	0	0	1	1
	<b>Atividade Operacional</b>	Narrativa da estória da empresa	1	1	1	1
Estrutura organizacional		0	0	0	0	0

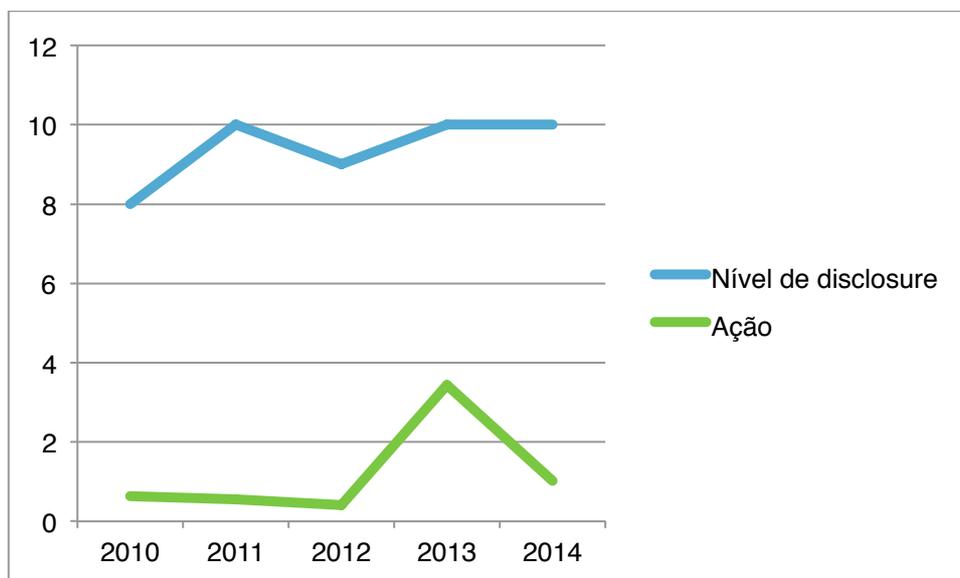
CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
	Aspectos tecnológicos da atividade operacional	0	0	0	0	0
	Utilização da capacidade produtiva	0	0	0	0	0
	Indicadores de eficiência	0	0	0	0	0
	Quantidades produzidas e/ou serviços prestados	0	0	0	0	0
	Unidades vendidas	0	0	0	0	0
<b>Aspectos Estratégicos</b>	Objetivos, planos e metas futuras da empresa	0	0	0	0	0
	Perspectiva de novos investimentos	0	0	0	0	0
	Principais mercados de atuação	1	1	1	1	1
	Perspectivas de novos mercados de atuação	0	0	0	0	0
	Política de reinvestimento dos lucros	0	0	0	0	0
	Pesquisa e desenvolvimento	0	0	0	0	0
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços	0	0	0	0	0
	Preço dos produtos e serviços da empresa	0	0	0	0	0
<b>Informações Financeiras</b>	Correção monetária	0	0	0	0	0
	Informações detalhadas sobre os custos dos produtos	0	0	0	0	0
	Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)	1	1	1	1	1
	Valor de mercado	0	1	1	1	1
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	0	0	0	0	0
<b>Índices Financeiros</b>	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	0	0	0	0	0
	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)	0	0	0	0	0
	Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)	0	0	0	0	0
	EBITDA	0	1	0	0	0
<b>Governança Corporativa</b>	Principais práticas de governança corporativa	0	0	0	0	0
	Composição do conselho fiscal	0	0	0	0	0
	Composição do conselho de administração	0	0	0	0	0
	Identificação dos principais administradores	0	0	0	0	0
	Remuneração dos administradores	1	1	1	1	1
	Remuneração dos auditores	0	0	0	0	0
	Principais acionistas	1	1	1	1	1
	Relacionamento com os investidores	0	0	0	0	0
<b>Total</b>		<b>8</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>10</b>

Fonte: Autoria própria

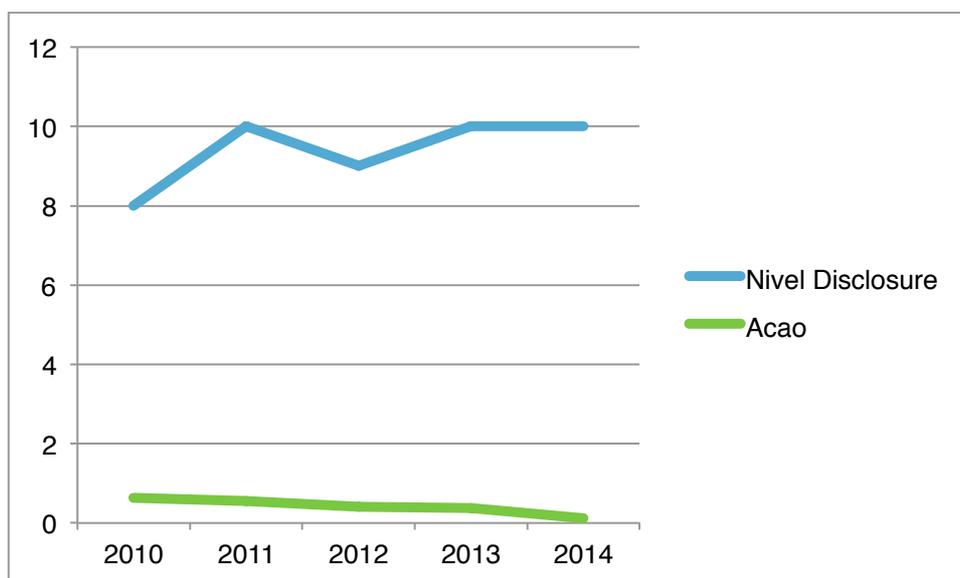
Os quadros de informações sociais e ambientais da empresa Vanguarda Agro S.A. serão omitidos deste trabalho, pois não houve qualquer menção voluntária a informações destas categorias.

Na comparação entre o nível de *disclosure* geral e a cotação das ações não é possível determinar relação de dependência. O nível de *disclosure*, além de apresentar valores baixos, manteve-se praticamente constante a partir do exercício de 2011. Ao passo que as ações variaram no período de R\$ 0,63 a R\$ 1,02,

chegando em 2013 ao pico de R\$ 3,43. No entanto, o resultado a partir de 2013 não pode ser utilizado para fins de comparação, uma vez que representa o valor das ações agrupadas em Maio de 2013 na proporção de 9:1. Desconsiderando tal situação o cenário seria o demonstrado no gráfico 6.



**Gráfico 5 - Disclosure x ações – V-Agro 1**  
Fonte: Autoria própria



**Gráfico 6 - Disclosure x ações – V-Agro 2**  
Fonte: Autoria própria

O resultado das ações da empresa Vanguarda Agro S.A. apresenta o mesmo comportamento das anteriores, fechando com queda no exercício de 2014.

Reforçando que o resultado pode ser derivado de uma situação econômica do setor, ou da econômica como um todo.

#### 4.1.4 Nutriplant Indústria e Comércio S.A.

A empresa Nutriplant apresenta níveis de *disclosure* voluntário muito semelhante aos apresentados pela empresa Vanguarda Agro S.A.. No entanto, o nível das categorias econômicas apresentou redução no período analisado devido a não continuação da divulgação de informações de Market Share e de informações operacionais. A tabela 8 demonstra os resultados obtidos e as informações econômicas divulgadas.

**TABELA 8 – Nível de *disclosure* - Informações econômicas NUTRIPLANT**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
<b>Ambiente de Negócios</b>	Efeitos dos eventos econômicos na empresa	1	1	1	1	1
	Discussão do setor em que a empresa atua	1	1	1	1	1
	Discussão da concorrência	0	0	0	0	0
	Relacionamento com fornecedores	0	0	0	0	0
	Satisfação dos clientes	0	0	0	0	0
	Market Share	1	1	0	0	0
	Identificação dos riscos do negócio	1	1	1	1	1
	Exposição cambial	0	0	0	0	0
	<b>Atividade Operacional</b>	Narrativa da estória da empresa	0	0	0	0
Estrutura organizacional		0	0	0	0	0
Aspectos tecnológicos da atividade operacional		0	0	0	0	0
Utilização da capacidade produtiva		1	1	0	0	0
Indicadores de eficiência		0	0	0	0	0
Quantidades produzidas e/ou serviços prestados		1	1	0	0	0
Unidades vendidas		1	1	0	0	0
<b>Aspectos Estratégicos</b>	Objetivos, planos e metas futuras da empresa	1	1	1	1	1
	Perspectiva de novos investimentos	0	0	0	0	0
	Principais mercados de atuação	0	0	0	0	0
	Perspectivas de novos mercados de atuação	0	0	0	0	0
	Política de reinvestimento dos lucros	0	0	0	0	0
	Pesquisa e desenvolvimento	0	0	0	0	0
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços	0	0	0	0	0
	Preço dos produtos e serviços da empresa	1	1	0	0	0
<b>Informações Financeiras</b>	Correção monetária	0	0	0	0	0
	Informações detalhadas sobre os custos dos produtos	0	0	0	0	0

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
	Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)	1	1	1	1	1
	Valor de mercado	0	0	0	0	0
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	0	0	0	0	0
Índices Financeiros	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	0	0	0	0	0
	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)	0	0	0	0	0
	Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)	0	0	0	0	0
	EBITDA	1	1	1	1	1
Governança Corporativa	Principais práticas de governança corporativa	0	0	0	0	0
	Composição do conselho fiscal	0	0	0	0	0
	Composição do conselho de administração	0	0	0	0	0
	Identificação dos principais administradores	0	0	0	0	0
	Remuneração dos administradores	1	1	1	1	1
	Remuneração dos auditores	0	0	0	0	0
	Principais acionistas	0	0	1	1	1
	Relacionamento com os investidores	0	0	0	0	0
<b>Total</b>		12	12	8	8	8

Fonte: Autoria própria

A redução do nível de *disclosure* nos 2 últimos períodos analisados é provável consequência dos resultados negativos que a empresa vem obtendo. Apenas no exercício de 2012 a empresa apresentou lucro em suas operações, consequente redução do *Market Share*, das quantidades vendidas e do preço na tentativa de reconquistar mercado deixaram de ser divulgados para não prejudicar ainda mais a situação da empresa.

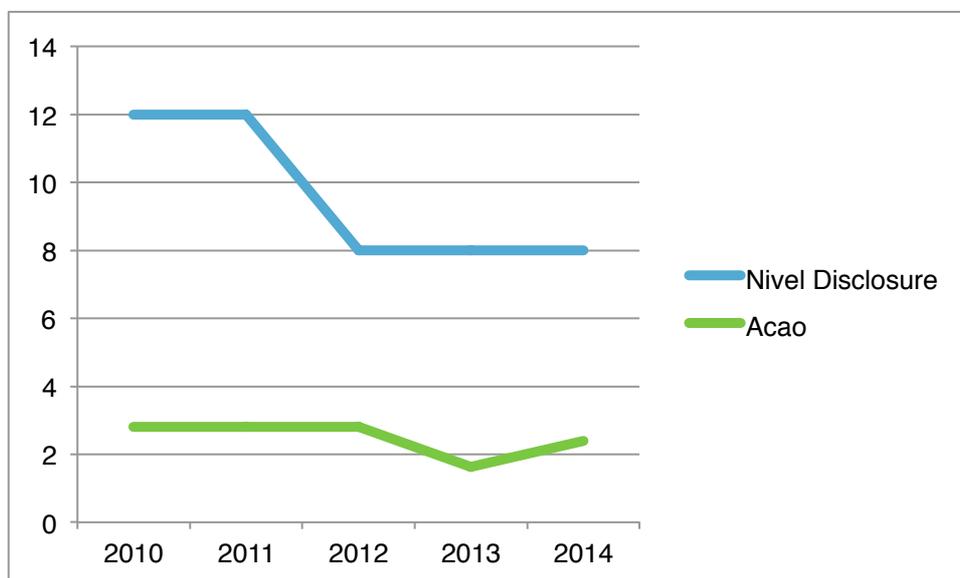
Da mesma forma que na empresa Vanguarda Agro S.A., a empresa Nutriplant não faz menção a informações voluntárias das categorias sociais e ambientais, assim as tabelas também serão omitidas do presente estudo.

A empresa Nutriplant é a única das cinco analisadas que não pertence ao nível de governança Novo Mercado, e sim ao nível Bovespa Mais, que é o menos exigente dos níveis definidos pela instituição.

O fato acima e ainda o fato de ser a menor das empresas analisadas quando se compara o valor do ativo, são fatores explicativos para o baixíssimo nível de *disclosure* voluntário, não obstante o mais baixo das empresas analisadas.

Na comparação entre o nível de *disclosure* geral e a cotação das ações novamente não há relação direta entre as variáveis, apesar de no período compreendido existir queda nos dois índices. A cotação das ações teve elevação de

2013 para 2014, o que não aconteceu com o nível de *disclosure*, que após o exercício de 2011 manteve-se estável em 8 pontos, sendo o menor nível nas empresas analisadas neste estudo, conforme demonstrado no gráfico 7.



**Gráfico 7 - Disclosure x ações – Nutriplant**  
**Fonte: Autoria própria**

#### 4.1.5 Fertilizantes Heringer S.A.

A empresa Fertilizantes Heringer S.A. apresentou os maiores níveis de *disclosure* das categorias financeiras, mas não maior nível de *disclosure* geral. O índice mantém-se praticamente estável no período analisado, apenas destacando a substituição dos índices financeiros de liquidez e rentabilidade divulgados em 2011 e 2012 para informações de governança corporativa em 2013 e 2014. A tabela 9 apresenta os resultados encontrados.

**TABELA 9 – Nível de *disclosure* - Informações econômicas HERINGER**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
Ambiente de Negócios	Efeitos dos eventos econômicos na empresa	1	1	1	1	1
	Discussão do setor em que a empresa atua	1	1	1	1	1
	Discussão da concorrência	0	0	0	0	0
	Relacionamento com fornecedores	0	0	0	0	0
	Satisfação dos clientes	0	0	0	0	0
	Market Share	1	1	1	1	1

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
	Identificação dos riscos do negócio	1	1	1	1	1
	Exposição cambial	0	0	0	0	0
<b>Atividade Operacional</b>	Narrativa da estória da empresa	1	1	1	1	1
	Estrutura organizacional	0	0	0	1	1
	Aspectos tecnológicos da atividade operacional	0	0	0	0	0
	Utilização da capacidade produtiva	1	1	1	1	1
	Indicadores de eficiência	0	0	0	0	0
	Quantidades produzidas e/ou serviços prestados	1	1	1	1	1
	Unidades vendidas	1	1	1	1	1
<b>Aspectos Estratégicos</b>	Objetivos, planos e metas futuras da empresa	1	1	1	1	1
	Perspectiva de novos investimentos	0	0	0	0	0
	Principais mercados de atuação	1	1	1	1	1
	Perspectivas de novos mercados de atuação	0	0	0	0	0
	Política de reinvestimento dos lucros	0	0	0	0	0
	Pesquisa e desenvolvimento	1	1	1	1	1
	Discussão da qualidade dos produtos e serviços	1	1	1	1	1
Preço dos produtos e serviços da empresa	0	0	0	0	0	
<b>Informações Financeiras</b>	Correção monetária	0	0	0	0	0
	Informações detalhadas sobre os custos dos produtos	0	0	0	0	0
	Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN)	1	1	1	1	1
	Valor de mercado	0	0	0	0	0
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	1	1	1	1	1
<b>Índices Financeiros</b>	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	0	1	1	0	0
	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)	0	1	1	0	0
	Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP)	1	1	1	0	1
	EBITDA	1	1	1	1	1
<b>Governança Corporativa</b>	Principais práticas de governança corporativa	0	0	0	0	0
	Composição do conselho fiscal	0	0	0	0	0
	Composição do conselho de administração	0	0	0	0	0
	Identificação dos principais administradores	0	0	0	1	1
	Remuneração dos administradores	1	1	1	1	1
	Remuneração dos auditores	0	0	0	0	0
	Principais acionistas	1	1	1	1	1
	Relacionamento com os investidores	0	0	0	1	1
<b>Total</b>		<b>18</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>21</b>

Fonte: Autoria própria

Os exercícios de 2012 e 2013 apresentaram prejuízos, sendo que em 2013 o prejuízo foi da ordem de 33 milhões de reais, o que segundo Verrechia (2001) justificaria a não divulgação dos índices de rentabilidade nos períodos posteriores a

2012, já que esta informação enfatizaria ainda mais o resultado negativo e não traria benefícios financeiros.

Nas categorias sociais a empresa Fertilizantes Heringer manteve constante a quantidade e a qualidade das informações divulgadas, limitando-se a informações sobre seu quadro de funcionários e apresentando nível de 3 pontos em todo período analisado, conforme demonstrado na tabela 10.

**TABELA 10 – Nível de *disclosure* - Informações sociais HERINGER**

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
Informações Financeiras Sociais	Investimentos de caráter social	0	0	0	0	0
	Gastos em projetos sociais	0	0	0	0	0
Produtos/ Serviços	Produtos adequados às normas de segurança	0	0	0	0	0
	Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços	0	0	0	0	0
Colaboradores	Número de funcionários	1	1	1	1	1
	Remuneração dos funcionários	1	1	1	1	1
	Benefícios aos funcionários	1	1	1	1	1
	Satisfação dos funcionários	0	0	0	0	0
	Informação sobre minorias na força de trabalho	0	0	0	0	0
	Educação e treinamento dos funcionários	0	0	0	0	0
	Segurança no local de trabalho	0	0	0	0	0
	Dados sobre acidentes de trabalho	0	0	0	0	0
Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	0	0	0	0	0	
<b>Total</b>		<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>

Fonte: Autoria própria

Nas categorias ambientais a empresa demonstra preocupação com questões de sustentabilidade e de pesquisas para melhoria do impacto de seus produtos, da mesma forma que nas informações sociais o índice mantém-se constante no período analisado, destacando apenas que na transição de 2011 para 2012 a empresa para de divulgar informações sobre prêmios, em contrapartida passa a divulgar informações sobre relatório de sustentabilidade que estabelece metas ambientais.

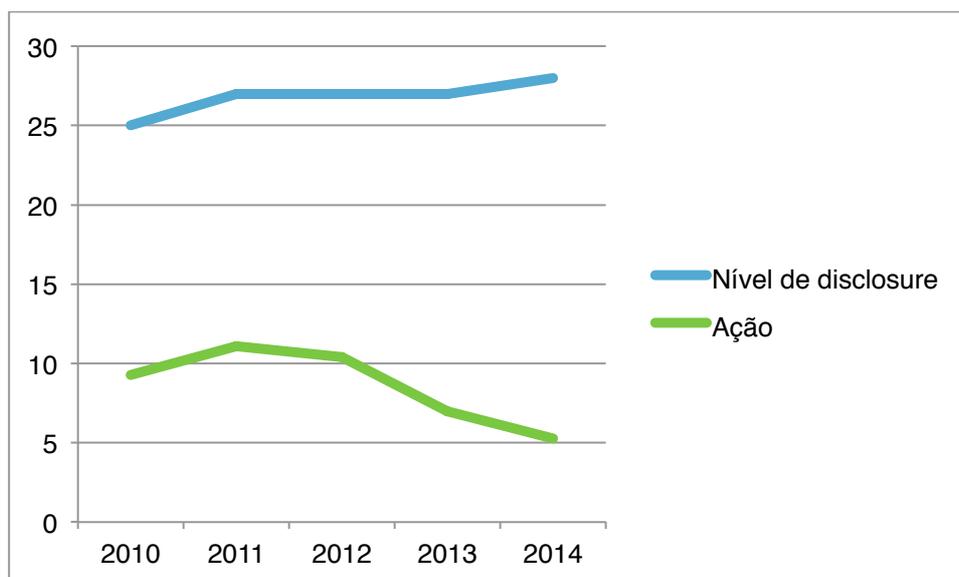
Aqui, após as análises das cinco empresas, podemos destacar a baixíssima divulgação de aspectos ambientais e sociais, em linha com os estudos realizados anteriormente. Tanto empresas quanto investidores ainda não dão relevância a tais informações e sim as informações econômicas e financeiras.

TABELA 11 – Nível de *disclosure* - Informações ambientais HERINGER

CATEGORIA	SUBCATEGORIA	ANOS				
		10	11	12	13	14
<b>Políticas Ambientais</b>	Declaração das políticas, práticas, ações atuais	1	1	1	1	1
	Estabelecimento de metas e objetivos ambientais	0	0	1	1	1
	<i>Compliance</i> com a legislação ambiental	0	0	0	0	0
	Parcerias, conselhos, fóruns ambientais	0	0	0	0	0
	Prêmios e participações em índices ambientais	1	1	0	0	0
<b>Gestão e Auditoria Ambiental</b>	Gestão ambiental ISOs 9000 Auditoria Ambiental	0	0	0	0	0
<b>Impactos dos Produtos e Processos no Meio Ambiente</b>	Desperdícios e resíduos	0	0	0	0	0
	Processo de acondicionamento (embalagem)	0	0	0	0	0
	Reciclagem Desenvolvimento de produtos ecológicos	0	0	0	0	0
	Uso eficiente e/ou reutilização da água	0	0	0	0	0
	Impacto no meio ambiente	0	0	0	0	0
	Reparos aos danos ambientais	0	0	0	0	0
<b>Energia</b>	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações	0	0	0	0	0
	Utilização de mat. desperdiçados na produção de energia	0	0	0	0	0
	Desenvolvimento de novas fontes de energia	0	0	0	0	0
<b>Informações Financeiras Ambientais</b>	Investimentos ambientais	0	0	0	0	0
	Custos e/ou despesas ambientais	0	0	0	0	0
	Passivos ambientais	0	0	0	0	0
	Práticas contábeis de itens ambientais	0	0	0	0	0
	Seguro ambiental	0	0	0	0	0
	Ativos ambientais intangíveis	0	0	0	0	0
<b>Educação e Pesquisa Ambiental / Mercado de Créditos de Carbono</b>	Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)	0	0	0	0	0
	Pesquisas relacionadas ao meio ambiente	1	1	1	1	1
	Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo	0	0	0	0	0
	Créditos de carbono	0	0	0	0	0
	Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE)	0	0	0	0	0
	Certificados de Emissões Reduzidas (CER)	0	0	0	0	0
<b>Outras Informações Ambientais</b>	Menção relativa à sustentabilidade	1	1	1	1	1
	Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento	0	0	0	0	0
	Conservação da biodiversidade	0	0	0	0	0
	Relacionamento ambiental com stakeholders	0	0	0	0	0
<b>Total</b>		<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>

Fonte: Autoria própria

Novamente, na comparação entre o nível geral de *disclosure* voluntário e as cotações das ações da empresa Fertilizantes Heringer S.A. não se pode estabelecer uma relação positiva conforme gráfico 8.



**Gráfico 8 - Disclosure x ações – Heringer**

Fonte: Autoria própria

O nível de *disclosure* subiu de 25 para 28 pontos no período analisado, enquanto as ações caíram de R\$ 9,27 para R\$ 5,27, o que demonstra uma relação inversa. No entanto, levando em conta que todas as empresas analisadas tiveram quedas em suas cotações no período analisado, é possível que a situação econômica possa ter uma influência maior sobre este resultado que o nível de *disclosure* das empresas.

## 4.2 ANÁLISE GERAL

Analisando o *disclosure* de forma geral nas empresas deste estudo, verifica-se que as informações mais divulgadas foram efeitos dos eventos econômicos na empresa. Discussão sobre o setor em que atua, identificação de riscos dos negócios, preço ou valorização das ações por tipo e remuneração dos administradores, as quais foram divulgadas por todas as empresas em todos os períodos analisados, são semelhante aos resultados encontrados por Murcia (2009).

As informações menos divulgadas estão nos grupos sociais e ambientais, nos quais as empresas Vanguarda Agro S.A. e Nutriplant S.A. não divulgaram informações nos períodos analisados, também em concordância com o estudo de

Murcia (2009) em que apenas 9 empresas apresentaram nível superior a 30% nessas categorias.

Ainda citando as categorias sociais e ambientais, Rover et. Al (2012) desenvolve estudo buscando identificar os motivos para a divulgação voluntária de tais informações, e encontra relação positiva entre o tamanho das empresas e seu nível de *disclosure* ambiental, o que se confirma também no presente estudo, já que os maiores níveis nesta categoria são das empresas SLC Agrícola e Fertilizantes Heringer, as duas maiores da amostra considerando o ativo total.

Destaca-se a pouca preocupação com divulgações de caráter não econômico existente nas empresas de capital aberto no Brasil. O trabalho de Murcia (2009) também encontra resultados semelhantes nas categorias sociais e ambientais. Confirmando a hipótese de Rover et. Al. (2012) de que estas variáveis não tem influência na rentabilidade das instituições e de que para Verrechia (2001) não seria interessante divulgá-las.

Ainda, estudos como o de Verrechia (2001), Murcia (2009) e Gondrige (2010) encontraram relação positiva entre o tamanho da empresa e seu nível de *disclosure*. Este estudo também verifica a mesma relação, uma vez que a empresa SLC Agrícola que apresentou o maior nível de *disclosure* também possui o maior ativo total nas demonstrações de 2014 entre as empresas analisadas.

Considerando que as empresas estudadas poderiam atingir um nível de *disclosure* de 84 pontos e que a empresa SLC Agrícola, que atingiu o maior nível e alcançou 34 pontos, apenas 40%, podemos dizer que o nível geral de *disclosure* voluntário das empresa do ramo de Agropecuária e Fertilizantes é baixo dentre as empresas listadas na BM&FBovespa.

Por fim, a relação entre o nível de *disclosure* e a cotação das ações no presente estudo não apresentou relação de dependência, seja negativamente ou positivamente. No entanto, estudo bibliométrico realizado por Catapan et. Al. (2010) encontraram como resultado que a grande maioria dos estudos apresenta relação positiva entre o nível de *disclosure* e a cotação de ações, portanto, o resultado deste estudo pode ter sido prejudicado pelo cenário econômico. O índice IBOVESPA, por exemplo, fechou 2010 em 69.766,09 pontos e 2014 com 52.320,48, assim, possivelmente e independentemente do nível maior ou menor de *disclosure*, as ações teriam variado negativamente no período.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo geral analisar se o nível de *disclosure* voluntário praticado pelas empresas dos setores de Agropecuária e Fertilizantes tem impacto sobre seu valor de mercado, com base na cotação das ações na BM&FBovespa.

Para responder o objetivo geral do estudo foram definidos quatro objetivos específicos:

(i) Analisar o *disclosure* voluntário de empresas de capital aberto dos setores de Agropecuária e Fertilizantes no Brasil com base na métrica elaborada por Murcia, e estudando as demonstrações contábeis verificou-se que a empresa SLC Agrícola S.A. apresentou o maior nível de *disclosure* voluntário com 34 pontos em 2014 e que a empresa Nutriplant Indústria e Comércio S.A. apresentou o menor índice com apenas 8 pontos.

(ii) Analisar a evolução do valor das ações das mesmas empresas em um período de cinco anos, e de modo geral todas as empresas tiveram queda na cotação das ações no período analisado no estudo.

(iii) Relacionar os resultados obtidos na análise do *disclosure* voluntário quanto ao nível e evolução ao resultado obtido na análise das ações, e não foi possível determinar relação entre o nível de *disclosure* das empresas analisadas e a variação da cotação de suas ações.

(iv) Identificar a relevância do nível de *disclosure* contábil no desempenho das ações de empresas de capital aberto dos setores de Agropecuária e Fertilizantes, e com base nos resultados obtidos no presente estudo, pode-se dizer que o nível de *disclosure* voluntário não teria influência na cotação das ações das empresas dos setores analisados.

Um estudo mais amplo seria necessário para generalizar e confirmar os resultados aqui obtidos, considerando o citado anteriormente de que o cenário econômico atual teve maior influência na cotação das ações que o nível de *disclosure* das empresas. Possivelmente um estudo de médio e longo prazo, englobando mais setores econômicos, poderia ter encontrado resultado diferente como visto em estudos anteriores.

Importante destacar que as cinco empresas analisadas apresentaram queda nas ações do período inicial em comparação com o período final, independente de

evolução, regressão ou estabilidade do nível de *disclosure*, o que pode indicar outras influências comuns a este setor na variável cotação das ações, cenário econômico, mercado externo, entre outros, da mesma forma o estudo específico seria necessário para identificar ou comprovar as determinantes que influenciaram a cotação das ações nestes setores e períodos.

## REFERÊNCIAS

AZZOLIN, José Laudelino. **Análise das Demonstrações Contábeis**. Curitiba: Iesde Brasil, 2012.

CATAPAN, Anderson; et al. O EFEITO DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS NO MERCADO DE CAPITAIS: UM ESTUDO BIBLIOMÉTRICO no período de 2000 A 2009. **Revista de contabilidade e controladoria**. Curitiba. Volume 2 p. 47 – 60. Agosto 2010.

DANTAS, José Alves; et al. A DUALIDADE ENTRE OS BENEFÍCIOS DO *DISCLOSURE* E A RELUTÂNCIA DAS ORGANIZAÇÕES EM AUMENTAR O GRAU DE EVIDENCIAÇÃO. **E & G Economia e Gestão**. Belo Horizonte. Volume 5 p. 56 – 76. Dezembro 2005.

FILHO, José Franciso Ribeiro, LOPES, Jorge e PEDERNEIRAS, Marcleide. **Estudando teoria da contabilidade**. 1. Ed. São Paulo: Atlas, 2009

FONSECA, Joao Jose Saraiva da. **Apostila de metodologia da pesquisa científica**. 2002. 94 f. Apostila de estudo, Ceara, 2002.

GERHARDT, Tatiana Engel e SILVEIRA, Denise Tolfo. **Métodos de Pesquisa**. 1. Ed. Porto Alegre: UFRGS Editora, 2009.

GONDRIGE, Enalto de Oliveira. **Fatores Explicativos do *Disclosure* Voluntário das empresas Brasileiras de Capital Aberto: Um Estudo Sob a Perspectiva da Estrutura de Governança Corporativa e de Propriedade**. 2010. 137 f. Dissertação, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2010.

IUDICIBUS, Sergio de. **Teoria da Contabilidade**. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2000.

LOPES, Jorge Expedito de Gusmão et al. UM ESTUDO DA RELAÇÃO ENTRE O LUCRO CONTÁBIL E O *DISCLOSURE* DAS COMPANHIAS ABERTAS DO SETOR

DE MATERIAIS BÁSICOS. **BASE – Revista de Administração e contabilidade da Unisinos**. São Leopoldo. Volume 7 p. 208 – 220. Setembro 2010.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. GOVERNANÇA CORPORATIVA: NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DAS INFORMAÇÕES E SUA RELAÇÃO COM A VOLATILIDADE DAS AÇÕES DO IBOVESPA. **Revista de Contabilidade e Finanças USP**. São Paulo. Edição comemorativa p 65 – 79, Setembro 2006.

MURCIA, Fernando Dal-ri. **Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário de companhias abertas no Brasil**. 2009. 182 f. Tese. Universidade de São Paulo. São Paulo 2009.

NAKAMURA, Wilson Toshio; GOMES, Elizabeth Alves; ANTUNES, Maria Thereza Pompa; MARÇAL, Emerson Fernandes. **Estudo sobre os Níveis de *Disclosure* Adotados pelas Empresas Brasileiras e seu Impacto no Custo de Capital**. 2006 17 f. Artigo. 30 Encontro ANPAD. Salvador. 2006.

RAMPAZZO, Lino. **Metodologia Científica**. 3. Ed. São Paulo: Edições Loyola, 2005.

ROVER, Suliani; TOMAZZIO, Eduarda Cardeal; MURCIA, Fernando Dal-ri; BORBA, José Alonso; EXPLICAÇÃO PARA A DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA AMBIENTAL NO BRASIL UTILIZANDO A ANÁLISE DE REGRESSÃO EM PAINEL. **Revista de Administração – USP/SP**. São Paulo. Volume 47. P. 217 – 230. 2012

SANTANA, Ana Larissa Alencar, MACHADO, André; OS IMPACTOS DA DIVULGAÇÃO FINANCEIRA NA PRECIFICAÇÃO DAS AÇÕES DAS INDÚSTRIAS AGROPECUÁRIAS PARTICIPANTES DA BOVESPA. **Ciências Sociais Aplicadas em Revista – Unioeste/MCR**. Marechal Candito Rondon. Volume 8 p. 107 – 124. 2008.

SILVA, Tiago Lucimar da; ALBERTON, Luiz; VICENTE, Ernesto Fernando Rodrigues. PRÁTICAS DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO DAS EMPRESAS DO

SETOR ELÉTRICO: UMA ANÁLISE A PARTIR DO MODELO DE MURCIA. **Revista Catarinense de ciências contábeis**. Florianópolis. Volume 12 p. 48 -62. Julho 2013.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. GOVERNANÇA CORPORATIVA E A REAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS À DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES CONTÁBEIS. **Revista Contabilidade Financeira**. São Paulo. Numero 42, p. 35 – 49. Setembro 2006.

UEMA, Renato Kiyotaka. **Disclosure: fundamental para transparência no sistema financeiro – recomendações internacionais**. 2000. 18 f. Monografia. Departamento de Normas do Sistema Financeiro - DENOR Banco Central do Brasil, Brasília, 2000