

Relação entre o *disclosure* de indicadores de desempenho não financeiros e o valor de mercado das empresas de capital aberto

Bruno José Patrício Romão

Universidade Federal da Paraíba, Brasil

Antônio André Cunha Callado

Universidade Federal Rural de Pernambuco, Brasil

O desenvolvimento deste artigo objetiva verificar a relação entre a evidenciação de indicadores de desempenho não financeiros e o valor de mercado das empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores do Brasil (B3). Nesse sentido, foram analisados os relatórios de sustentabilidade, anual, da administração e de *release* de resultados de 109 empresas com ações listadas na B3, a fim de constituir o percentual de divulgação de indicadores não financeiros (DINF) de cada organização que integrou a amostra de pesquisa. Para alcance do objetivo traçado realizaram-se os procedimentos metodológicos de análise de conteúdo, e posteriormente um teste de mediana (Kruskal-Wallis), utilizou-se ainda gráfico na forma *box-plot* para construir a percepção acerca da diferença existente entre os grupos. Os resultados apontam que, num aspecto geral, as empresas com maiores níveis de divulgação de indicadores não financeiros de desempenho, tendem a possuir um valor de mercado maior do que aquelas empresas que praticam uma divulgação mais superficial.

Palavras-chave: teoria do *disclosure*, indicadores não financeiros, valor de mercado



<https://doi.org/10.18800/contabilidad.202301.005>

Contabilidad y Negocios (18) 35, 2023, pp. 117-138 / e-ISSN 2221-724X

Relación entre la divulgación de indicadores de rendimiento no financieros y el valor de mercado de las empresas que cotizan en bolsa

El desarrollo de este artículo tiene por objeto verificar la relación entre la evidencia de indicadores de rendimiento no financieros y el valor de mercado de las empresas de capital abierto enumeradas en la Bolsa de Valores de Brasil (B3). En ese sentido, se analizaron los informes de sostenibilidad anual de la administración y de *release* de resultados de 109 empresas con acciones en la B3, con el fin de constituir el porcentaje de divulgación de indicadores no financieros (DINF) de cada organización que haya integrado la muestra de investigación. Para alcanzar el objetivo trazado, se realizaron los procedimientos metodológicos de análisis de contenido y, posteriormente, una prueba de mediana (Kruskal-Wallis). Además, se utilizó un gráfico en la forma box-Plot para construir la percepción sobre la diferencia existente entre los grupos. Los resultados indican que, en un aspecto general, las empresas con mayores niveles de información sobre los indicadores de resultados no financieros tienden a tener un valor de mercado mayor que las empresas con una información más superficial.

Palabras clave: teoría del *disclosure*, indicadores no financieros, valor de mercado

Relationship between the disclosure of non-financial performance indicators and the market value of publicly traded companies

The development of this article aims to verify the relationship between the disclosure of non-financial performance indicators and the market value of publicly traded companies listed in the Brazilian Stock Exchange (B3). For this, the sustainability, annual, management and results release reports of 109 companies with shares listed on B3 were analyzed, in order to constitute the percentage of disclosure of non-financial indicators (DINF) of each organization that made up the research sample. To achieve the outlined objective, methodological content analysis procedures were carried out and later a median test (Kruskal-Wallis), a box-plot graph was also used to build the perception about the difference between the groups. The results show that, in general, companies with higher levels of disclosure of non-financial performance indicators tend to have a higher market value than those companies that practice more superficial disclosure.

Keywords: disclosure theory, non-financial indicators, market value

1. INTRODUÇÃO

O papel da contabilidade, de maneira geral, é disponibilizar aos tomadores de decisões informações com o melhor nível de qualidade possível (Iudícibus, 2010), para assim reduzir o risco de erro e aumentar os resultados que impulsionam o crescimento da empresa (Horngren et al., 2006). Com as mudanças nos cenários competitivos nas últimas décadas, mercados mais ativos e *stakeholders* mais atentos (Dias, 2008), os gerentes conferem maior atenção aos sistemas contábeis e relatórios financeiros para avaliar o desempenho da organização. Essa flexibilidade incorpora ainda a utilização de indicadores financeiros e não financeiros de desempenho (Burns & Scapens, 2000).

Hendriksen e Van Breda (1999) indicam que a mensuração do desempenho pode ser apreciada do ponto de vista monetário (com valores obtidos das demonstrações contábeis) ou sob a perspectiva de indicadores não financeiros. Porém, o ideal é a harmonização entre estas duas vertentes, o que aumenta a qualidade da informação tornando-a um diferencial para a empresa.

Confirmando a visão de Hendriksen e Van Breda (1999) aponta para a fragilidade da medição de desempenho que comporta apenas aspectos financeiros. A utilização de indicadores não financeiros de desempenho, possibilita uma visão para além das informações contidas nas demonstrações financeiras (Milost, 2013) ampliando as capacidades da organização em tomar decisões e gerar valor.

O desempenho apresentado sob a ótica dos indicadores financeiros só pode ser alcançado de forma substancial se estiver relacionado às dimensões não financeiras (Fischmann & Zilber, 2000). Com a dinâmica empresarial contemporânea, o processo decisório com base em elementos exclusivamente financeiros é uma falha gerencial (Kotane & Kuzmina-Merlino, 2011). No cenário atual dos negócios, o procedimento de tomada de decisão demanda pelo aparato de indicadores que compreendam o panorama dos clientes, produtos e inovação, ou seja, outros que não sejam puramente financeiros (Callado, Callado & Andrade, 2008).

Diversos estudos associam o desempenho organizacional ao valor de mercado (Bastos et al., 2009; Oliveira et al., 2017) variam em abordagem, mas possuem um foco predominante em indicadores financeiros. Ao contrário desse fato a presente pesquisa se propõe a expandir o campo dos estudos acerca dos indicadores utilizados para mensuração de desempenho, voltando o olhar para os indicadores não financeiros.

Dentro desse contexto, observando a lacuna existente a respeito dos indicadores não financeiros e a possibilidade da constatação de seu uso pelas empresas através

do *disclosure* voluntário, a seguinte problemática foi levantada: Qual a relação entre a evidenciação de indicadores de desempenho não financeiros e o valor de mercado das empresas de capital aberto listadas na B3? Para alcance de resposta que satisfaça a questão norteadora da pesquisa, o objetivo deste trabalho está em verificar a relação entre a evidenciação de indicadores de desempenho não financeiros e o valor de mercado das empresas de capital aberto listadas na B3.

A concepção do presente estudo justifica-se com a finalidade de contribuir para o desenvolvimento da literatura acerca da mensuração de desempenho sob a ótica dos indicadores não financeiros e seu alinhamento para geração de valor de mercado nas empresas, e como esses indicadores são importantes tanto para a tomada de decisão gerencial, como para os usuários externos da informação. A motivação para desenvolvimento desta pesquisa está pautada na necessidade de uma maior abordagem voltada para os indicadores não financeiros, pois conforme trazem (Kotane & Merlino, 2011) os métodos baseados em cálculos para obtenção de dados financeiros não são capazes de identificar todos os fatores que contribuem para o desenvolvimento da entidade. A utilização dos indicadores não financeiros possui importância também por apontarem um panorama de desempenho futuro (Bomfim et al., 2013).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. Teoria do *disclosure*

A temática acerca do *disclosure* ganhou ênfase na área contábil por voltado do século XX devido a uma crescente busca dos usuários por informações com características diferentes das comumente disponibilizadas pelas entidades (Oliveira et al., 2017). Devemos compreender de forma primária que o *disclosure* é um meio utilizado para atingir os objetivos da contabilidade no que tange a garantia de informações próprias para cada usuário (Iudícibus & Lopes, 2004), neste artigo utilizaremos o termo “*disclosure*” como sinônimo de “evidenciação” e “divulgação”. *Disclosure* é o ato de expor, ou seja, tornar público os aspectos internos de uma organização, referente à suas informações empresariais (Murcia & Dos Santos, 2009). Tanto os usuários internos quanto os externos se beneficiam da divulgação de informações por parte da empresa (Forte et al., 2015).

Não podemos considerar a existência de uma teoria unificada da evidenciação contábil, tendo em vista que o *disclosure* é realizado de formas variadas e sob as perspectivas próprias de cada entidade, além de levar em consideração os campos da contabilidade, finanças e da economia (Verrecchia, 2001), nota-se que não existe um padrão sobre como divulgar os indicadores não financeiros, cada empresa utiliza de discricionariedade própria para fornecer as informações (Kotane e Kuzmina-Merlino, 2011).

A evidenciação pode conter informações acerca de indicadores financeiros (ROE, ROA, EBITDA), como também indicadores de desempenho não financeiros, tais como processos estratégicos e ações internas. A utilização de índices puramente financeiros não é capaz de apresentar um panorama completo acerca da situação organizacional de forma total (Forte et al., 2015). Os relatórios anuais são ferramentas utilizadas pelas empresas para evidenciar seus resultados não financeiros (Dorestani & Rezaee, 2011).

Cabe salientar que o *disclosure* pode ocorrer de forma voluntária ou obrigatória (De Santana et al., 2017). O *disclosure* obrigatório remete a divulgação de informações exigidas por lei sob a fiscalização de órgãos reguladores (Lima, 2007), o *disclosure* voluntário, por sua vez, comporta informações além daquelas exigidas de forma regulamentada, cabe aos gestores decidirem sobre quais informações adicionais irão divulgar de acordo com julgamento próprio (Forte et al., 2015). Nesse sentido o foco do presente trabalho está na divulgação voluntária, pois se utilizará dos relatórios anuais para verificação do nível de utilização dos indicadores de desempenho não financeiros.

As informações referentes a indicadores de desempenho se encaixam no âmbito do *disclosure* voluntário, tornando informações usadas para tomada de decisão interna como parâmetro para que os *stakeholders* possam também realizar um processo decisório mais seguro (Sánchez et al., 2011). Esse tipo de divulgação leva aos investidores informações a respeito dos fatores críticos de sucesso da organização, bem como uma percepção acerca de sua estratégia (Piacentini, 2004).

Ao praticar a divulgação voluntária de informações a organização deve atentar para proporcionar ao usuário a compreensão das atividades realizadas internamente, seus aspectos e riscos, para que fique clara a real condição da empresa, possibilitando ao usuário tanto interno quanto externo visualizar uma capacidade preditiva (Dantas et al., 2008). Fornecer informações voluntárias se torna um diferencial competitivo para as empresas que o fazem (Sánchez et al., 2011).

Diversas informações advindas de indicadores não financeiros utilizadas internamente pelos gestores para avaliar o desempenho da organização, tais como: satisfação dos clientes, qualidade dos produtos, participação no mercado, retenção de clientes, inovação, entre outros (Callado, Callado & Almeida, 2008), são também disponibilizadas ao público através da evidenciação voluntária. Sendo assim, através da análise de relatórios anuais divulgados pelas empresas, podemos obter uma percepção a respeito da mensuração de desempenho dessas entidades. Contudo, as práticas de divulgações adotadas pelas empresas implicam em custos, à medida que esses custos aumentam a qualidade da evidenciação nos relatórios diminui (Salotti & Yamamoto, 2005).

2.2. Indicadores de desempenho

Mensurar o desempenho organizacional é um passo fundamental para que a empresa opere de forma eficiente verificando se os objetivos traçados podem de fato ser alcançados (Chaves et al. 2008). Porém, esse processo é complexo pela variedade de aspectos que deve englobar, e pela quantidade de métodos existentes (Ribeiro et al., 2012).

Por meio da medição de desempenho a empresa pode dispor de informações que trazem um panorama acerca de suas metas, proporcionando uma visibilidade também a respeito de seu posicionamento no mercado, seja do ponto de vistas dos clientes, ou nas perspectivas produtivas (Callado et al., 2011). Os indicadores de desempenho fazem parte de do sistema de avaliação da empresa, sendo as informações que possibilitam aos gerentes avaliar o desempenho da organização (Holanda, 2007).

Através dos indicadores de desempenho podemos receber um *feedback* sobre a situação econômica e financeira da organização, conferindo ao gestor maior segurança na tomada de decisões (Oliveira et al., 2017). De forma geral os indicadores expressam o sucesso ou fracasso das metas estabelecidas para alcance da estratégia traçada. Os sistemas de mensuração de desempenho (SMD) além de auxiliar na implementação dessa estratégia, também revisa os resultados em uma busca por falhas que possam vir a serem corrigidas (Gonzaga et al., 2015), se necessário objetivos e metas da empresa podem e devem ser realinhadas (Vargas et al., 2016).

Os SMD são responsáveis pelo estabelecimento dos indicadores de desempenho a serem abordados pela empresa, podendo ser financeiros ou não financeiros (Ahmad & Zabri, 2016). Ao final da década de 80 os estudos acerca da medição de desempenho ganharam volume, tendo em Kaplan e Norton com o desenvolvimento do *Balanced Scorecard* (BSC), os principais defensores da inclusão de indicadores não financeiros. Diversos pesquisadores propuseram sistemas para alcance à mensuração do desempenho empresarial (Fitzgerald et al., 1991; Kaplan & Norton, 1992; Keegan et al., 1989; Lynch & Cross, 1991; Neely et al., 2001).

Como visto na literatura existe uma opção maior por parte das empresas pela utilização de indicadores de desempenho financeiros (Callado, Callado & Almeida, 2008; Kotane & Kuzmin-Merlino, 2011; Pace et al., 2003) porém, os indicadores não financeiros apresentam uma visão para o futuro podendo auxiliar no alcance de indicadores financeiros mais satisfatórios, então é necessário que haja integração entre ambos (Kaplan & Norton, 1992; Neely et al., 1997). A opção pelo uso dos indicadores de desempenho não são exclusivamente para mensurar como a empresa está se comportando, mas também auxiliar como uma ferramenta para melhorar o desempenho (Hammer, 2007).

Os indicadores financeiros são expressos normalmente em moeda (Vargas et al., 2016) podendo ser extraídos das demonstrações financeiras e indicando geralmente grau de liquidez, rentabilidade e endividamento (Fischmann & Zilber, 2000). Essa abordagem econômica e financeira alcançada através da análise de demonstrações é a mais comumente utilizada para proceder à avaliação de desempenho, focam na maximização do lucro e na geração de valor para os investidores (Horváthová et al., 2015).

Apesar de serem amplamente utilizados pelas empresas como indícios do desempenho organizacional, os indicadores financeiros possuem falha quanto a sua capacidade preditiva, ou seja, apresenta um panorama já ocorrido na empresa, comprometendo a tomada de decisão estratégica quando utilizados de forma isolada (Horváthová et al., 2015).

Com isso, pode-se inferir que mesmo indicando, em aspectos monetários, como estão as reais condições da organização, os indicadores financeiros não são instrumentos de medição suficientes para serem utilizados como base exclusiva na avaliação de desempenho (Ribeiro et al., 2012). Cabe ainda salientar que mesmo limitadas as medidas financeiras expressam um resultado concreto da utilização de outras medidas adotadas pela organização (Callado, Callado & Andrade, 2008).

Para preencher a lacuna existente com a utilização quase exclusiva de indicadores financeiros, surgem os indicadores de desempenho não financeiros (Bernard, 1999). Importantes indicadores a respeito das condições operacionais, produtivas e demais atividades de uma empresa são encontrados em dados não financeiros, como indicadores de qualidade, satisfação de clientes, inovação, que revelam a situação econômica e perspectivas de futuro para a empresa de uma forma mais completa que utilizando unicamente os relatórios financeiros como base (Kotane & Kuzmina-Merlino, 2011).

Os indicadores não financeiros apresentam uma visão de futuro para a organização, por se apropriar de fatores comportamentais, culturais, e outras perspectivas que influenciam o interior da empresa e as necessidades a serem alcançadas (Vargas et al., 2016). Esse tipo de indicador apresenta um panorama mais nítido da entidade (Marquezan et al., 2013).

Existe o argumento de que a utilização de medidas não financeiras é mais dispendiosa e trabalhosa, tendo em vista a dificuldade de se obter informações sobre aspectos intangíveis, portanto talvez esse seja um dos motivos pelos quais as empresas empregam maior atenção aos indicadores financeiros, uma vez que estes podem ser facilmente obtidos nas demonstrações financeiras (Dempsey et al., 1997).

A utilização de indicadores não financeiros na avaliação do desempenho organizacional, de forma sistemática, provoca mudanças, fortalece o negócio e impulsionam

as atividades operacionais da organização, provocando desta forma alterações e evolução na própria perspectiva financeira da entidade (Fischmann & Zilber, 2000). O elenco de métricas não financeiras o qual as empresas devem adotar é carregado de subjetividade, muitos possuem dificuldade em sua implantação, desta forma deve-se optar por aqueles que possuam alinhamento interno com as estratégias organizacionais possibilitando o alcance dos objetivos organizacionais (Benin et al., 2019).

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1. Universo e amostra

Afim de alcançar o objetivo delineado nesta pesquisa, serão apresentados os trajetos metodológicos utilizados durante o processo de desenvolvimento do estudo. Para tal, serão indicados o universo e a amostra estudados. Posteriormente serão apontadas as variáveis a serem investigadas. Em etapa final apresentar-se-á os procedimentos realizados para coleta e tratamento dos dados.

Conforme Vergara (1997), o universo de pesquisa, ou população, engloba os elementos característicos do objeto de estudo. A amostra é uma parcela do universo utilizado, e deve ser selecionada de modo que venha a ser representativa deste. Nesse sentido, o presente estudo definiu como universo todas as empresas que possuem ações negociadas na bolsa de valores do Brasil (Brasil, Bolsa, Balcão - B3), excetuando-se aquelas que integram o setor financeiro, por possuírem um tratamento contábil e estrutura organizacional distintos das demais.

Assim, o universo de estudo se configurou em 309 empresas. Realizou-se ainda cálculo do tamanho da amostra representativa para uma população finita, a margem de erro utilizada foi de 5%, valor usual para pesquisas sociais de acordo com Richardson (1999), alcançando nesse contexto uma amostra formada por 172 empresas, selecionadas de forma aleatória através de sorteio. No entanto, foram excluídas ainda as entidades que não possuíam todos os dados necessários disponíveis na base utilizada, como também aquelas que se encontravam em situação de recuperação judicial. Reduzindo a amostra final para 109 empresas.

3.2. Variáveis, coleta, e análise dos dados

Para contemplar o objetivo de pesquisa levantando nesse estudo, fez-se necessário verificar o delineamento da relação entre o *disclosure* de indicadores não financeiros de desempenho e o valor de mercado das companhias listadas na B3. A variável Valor de Mercado (VM) foi coletada através da base de dados *Economática*®.

O nível de *disclosure* dos indicadores não financeiros de desempenho foi formulado através da técnica de análise de conteúdo. Com esse intuito, foram explorados os relatórios de sustentabilidade, relatórios anuais, relatórios da administração, e relatórios de apresentação de resultados, os quais são tidos como possíveis fontes para as empresas divulgarem voluntariamente ao seu público informações que são concebidas para serem utilizadas internamente (Marquezan et al., 2013). Utilizaram-se os relatórios referentes ao ano de 2018, sendo os mais atuais disponíveis na data de desenvolvimento deste estudo. Nesse procedimento verificou-se a presença dos indicadores não financeiros utilizados por Marquezan et al. (2013); Vargas et al. (2016). Tais indicadores são apresentados na tabela 1 a seguir e as palavras buscadas referentes a cada indicador (termos de busca) estão explanadas no anexo A.

Tabela 1. *Indicadores de desempenho não financeiros*

Categoria	Indicador
Qualidade	1. Ações realizadas para melhoria na prestação de serviço, produção, comércio
Perspectiva ambiental	2. Recuperação de áreas de preservação ambiental 3. Redução no consumo de recursos naturais 4. Relacionamento com <i>stakeholders</i>
Perspectiva do cliente	5. Número de clientes 6. Índice de satisfação dos clientes 7. Atendimento ao cliente
Perspectivas de produtos/serviços	8. Pontos de venda 9. Volume vendido 10. Gestão de fornecedores
Perspectiva social	11. Número de projetos sociais 12. Abrangência dos projetos sociais
Processos	13. Melhorias no processo 14. Utilização da capacidade instalada 15. Horas de treinamento de funcionário 16. Captação de matéria-prima, processamento 17. Logística
Pessoas	18. Número de empregados, rotatividade, escolaridade, faixa etária, número de empregados por gênero, horas de treinamento, mulheres em cargo de gerência/diretoria
Imagem	19. Relativo à exposição da imagem da empresa. Reconhecimentos, prêmios e certificações por institutos, universidades, revistas, etc.

Nota. Tirado de "Indicadores não financeiros de avaliação de desempenho: análise de conteúdo em relatórios anuais digitais", por L. H. F. Marquezan, C. A. Diehl, & J. R. Alberton, 2013, *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2), p. 54; e de "Indicadores não financeiros de avaliação de desempenho: análise de conteúdo em relatórios de administração de empresas de telecomunicações", por S. B. D. Vargas, C. A. Diehl, P. R. R. Ayres, & A. F. Monteiro, 2016, *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 11(1), p.93.

Através da técnica de *checklist*, por meio de palavras-chave identificadoras de cada categoria exposta acima, e posterior análise de contexto a fim de relacionar o termo encontrado com a categoria de pesquisa, foi verificada a quantidade de indicadores que constavam em cada relatório. Em seguida, o montante encontrado era dividido pelo total de indicadores utilizados na pesquisa (19), sendo o resultado obtido desta divisão considerado como o *disclosure* de indicadores não financeiros (DINF). Com base nos resultados obtidos através da análise dos relatórios, as empresas foram classificadas em grupos de acordo com nível de evidenciação que apresentaram, conforme tabela 2.

Tabela 2. Grupos por nível de *disclosure* dos indicadores não financeiros de desempenho

DINF	Nível de <i>disclosure</i>
0%	Nenhum indicador
1% até 25%	Baixo
26% até 50%	Moderado
51% até 75%	Bom
76% até 100%	Ótimo

Nota. Tomado de “Evidenciação das informações ambientais das empresas do setor de energia elétrica do Brasil”, por F. E. Pereira, L. de Moraes, J. R. Luz, & J. R. M de Carvalho, 2015, *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 3(2), p. 65; *Análise da evidenciação de informações socioambientais por empresas do segmento de papel e celulose no Brasil, a partir da NBC T-15* [Apresentação em conferência], por A. C. Faria, & R. R. da Silva Pereira, 2009, XVI Congresso Brasileiro de Custos. Associação Brasileira de Custos (Abc), Fortaleza, Brasil, p. 6.

Com a finalidade de testar estatisticamente a relação entre o DINF e o VM das empresas que compõe a amostra, utilizou-se o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis à um nível de significância de 5%. Testaram-se as seguintes hipóteses:

H0: O valor de mercado entre os grupos é semelhante.

H1: O valor de mercado entre os grupos é diferente.

Para o teste de Kruskal-Wallis, um *p-value* inferior a 5% indica rejeição da hipótese nula, ou seja, existe diferença significativa entre as medianas dos grupos. Por outro lado, um *p-value* acima de 5% indica que os valores dos grupos são semelhantes.

4. APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

Com base nos procedimentos metodológicos destacados na seção anterior, obtiveram-se os dados da pesquisa, os quais possibilitam a verificação do tipo de relação existente entre as variáveis propostas no estudo. A tabela 3 apresenta a estatística descritiva, que permite uma análise preliminar acerca do delineamento das variáveis utilizadas na amostra. Pode-se observar que existe discrepância acentuada entre os valores médio e mediano para a variável valor de mercado, esse fato ocorre devido à grande variedade de empresas e setores utilizados nesse estudo, por esse motivo o teste de mediana reflete com maior fidelidade a realidade dos dados.

Tabela 3. Estatística descritiva para variáveis utilizadas

Variável	Média	Mediana	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
VM ¹	14.237.426,00	2.646.391,00	45.124.630,00	3.835,03	316.085.347,00
DINF	43,56%	42,19%	33,69%	0%	100%

N = 109

Nota. Valores em milhares de reais¹. Elaborado com base nos dados da pesquisa de 2019.

Observando os resultados para a variável *disclosure* de indicadores não financeiros (DINF) podemos inferir que: (i) a média geral de divulgação de indicadores não financeiros indica um nível de divulgação “moderado” (43,56%), conforme classificação apresentada (tabela 2), a medida mediana encontra-se em um percentual um pouco inferior (42,19%); (ii) houveram empresas que não divulgaram em seus relatórios nenhum dos indicadores não financeiros investigados nesse estudo (0%), ao passo que outras os evidenciaram em sua totalidade (100%), esse fato pode estar relacionado a utilização ou não dos relatórios de sustentabilidade e anual por parte da empresa, tendo em vista que estes possuem uma maior carga de informações relacionadas a aspectos não financeiros do que os relatórios de administração que focam, de maneira geral, em aspectos financeiros do desempenho. Visando apresentação do perfil de indicadores não financeiros por categoria mais evidenciados, e consequentemente utilizados, pelas empresas que integram o estudo, elaborou-se a tabela 4 disposta a seguir.

Tabela 4. Quantidade de indicadores não financeiros evidenciados pelas empresas da amostra

Categoria	Indicadores	Quantidade	(%)	
Qualidade	Ações realizadas para melhoria na prestação de serviço, produção, comércio	76	8,06%	
Perspectiva Ambiental	Recuperação de áreas de preservação ambiental	49	5,20%	
	Redução no consumo de recursos naturais	54	5,73%	
	Relacionamento com <i>stakeholders</i>	45	4,77%	
Perspectiva do Cliente	Número de clientes	38	4,03%	
	Índice de satisfação dos clientes	34	3,61%	
	Atendimento ao cliente	47	4,98%	
Perspectiva de produtos/ serviços	Pontos de venda	25	2,65%	
	Volume vendido	49	5,20%	
	Gestão de fornecedores	47	4,98%	
Perspectiva Social	Número de projetos sociais	60	6,36%	
	Abrangência dos projetos sociais	55	5,83%	
Processos	Melhorias no processo	67	7,10%	
	Utilização da capacidade instalada	Horas de treinamento de funcionário	40	4,24%
			52	5,51%
	Captação de matéria-prima, processamento	26	2,76%	
	Logística	42	4,45%	
Pessoas	Número de empregados, rotatividade, escolaridade, faixa etária, número de empregados por gênero, horas de treinamento, mulheres em cargo de gerência/ diretoria.	74	7,85%	
Imagem	Relativo à exposição da imagem da empresa. Reconhecimentos, prêmios e certificações por institutos, universidades, revistas, etc.	63	6,68%	
Total		943	100%	

O indicador mais evidenciado pelas empresas que compõe a amostra foi aquele que remete às melhorias na qualidade de produtos e/ou serviços (8,06%), seguido pela

categoria referente à “Pessoas” (7,85%). O indicador menos observado foi “Pontos de vendas” da categoria “Perspectiva de produtos/serviços” (2,65%). Pesquisas anteriores (Marquezan et al., 2013; Vargas et al., 2016) apresentaram resultados semelhantes quanto a utilização destes indicadores, o que pode apontar que de maneira geral as empresas brasileiras tendem a dar mais importância a qualidade do produto disponibilizado ao cliente ou do serviço prestado, bem como a preservar e monitorar seu capital humano, ou seja, as pessoas que compõe e integram a empresa.

Afim de testar a relação que é objetivo deste estudo, utilizou-se o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis (tabela 5). Esse teste permite encontrar a resposta estatisticamente significativa a respeito da diferença de mediana entre os grupos de pesquisa. Nesse artigo os resultados obtidos para o *disclosure* de indicadores não financeiros foram segregados em cinco grupos, conforme apresentado anteriormente (tabela 2). Assim, o resultado nos leva a rejeição da hipótese nula, indicando que os valores de mercado componentes dos grupos são significativamente diferentes ao nível de 0,01%.

Tabela 5. Teste Kruskal-Wallis não paramétrico de diferença entre as médias dos grupos de acordo com a divulgação de indicadores não financeiros

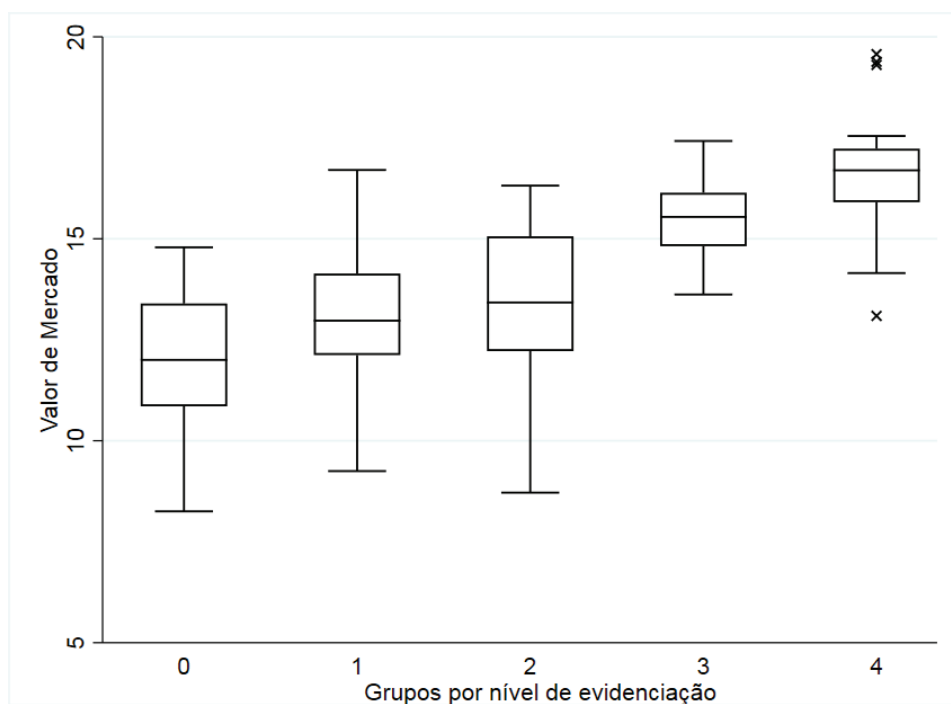
Grupo	Observações
Nenhum indicador	13
Baixo	34
Moderado	11
Bom	24
Ótimo	27
<i>p-value (0,0001)</i>	

Com o intuito de contemplar a relação existente entre o VM e o DINF, utilizou-se gráfico no formato *box-plot* (figura 1), afim de uma melhor apreciação dos resultados o VM foi apresentado em seu valor de logaritmo, uma vez que devido à grande variabilidade dos valores para esta variável (tabela 3) utilizá-la em seu valor natural comprometeria a interpretação gráfica. Cabe salientar que a utilização do valor logarítmico em detrimento do valor natural não influencia os resultados para a significância estatística obtida através do teste não paramétrico de Kruskal-Wallis.

Assim, pode-se notar que conforme o nível de divulgação aumenta, passagem de um grupo para o outro, os valores de mercado seguem essa mesma tendência, ou seja, quando mais elevado o nível de divulgação de aspectos não financeiros do desempenho pela empresa, maior tende a ser o seu valor de mercado. Resultados semelhantes foram encontrados no estudo de Oliveira et al. (2017), no entanto foram testadas apenas as relações entre valor de mercado e a perspectiva financeira do desempenho.

Nesse sentido, o grupo das empresas que não evidenciaram a utilização de nenhum indicador não financeiro de desempenho (0) é aquele cujas empresas componentes possuem na mediana os valores de mercado mais baixos. Por outro lado, o grupo cujas empresas apresentaram um nível de divulgação “ótimo” (4), contempla os valores de mercado mais elevados na mediana. Entre os grupos com baixo nível de divulgação (1) e como nível moderado (2) observa-se que, fugindo a regra dos demais, o limite superior do grupo 1 é maior do que aquele apresentado pelo grupo 2. Contudo, na mediana os valores de mercado do grupo 2 ainda são superiores aos do grupo imediatamente anterior a ele. Desta forma, pode-se observar uma tendência crescente, onde quanto maior o nível de divulgação/utilização de aspectos não financeiros na gestão da organização, maior será seu valor de mercado.

Figura 1. Diferenças do valor de mercado entre os níveis de evidênciação de indicadores não financeiros



0 Nenhum indicador

1 Baixo

2 Moderado

3 Bom

4 Ótimo

x outliers

Assim, a interpretação conjunta dos resultados apresentados nessa seção permite a inferência de forma empírica e estatisticamente significativa, de que existe relação entre a evidenciação de indicadores não financeiros nos relatórios das empresas que compõe a amostra com o valor de mercado das mesmas. Os achados nessa pesquisa corroboram com o que prega a teoria do *disclosure*, além de fortalecer as ideias presentes na literatura do desempenho organizacional de que os elementos não financeiros devem ser utilizados em consonância com aqueles exclusivamente financeiros, possibilitando uma maior visão sobre o desempenho real da organização.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo verificar a relação entre o *disclosure* de indicadores não financeiros de desempenho e o valor de mercado das empresas listadas na B3, fundamentado sob a ótica da teoria do *disclosure* voluntário. Para tal, utilizou-se uma abordagem metodológica quantitativa precedida pela análise de conteúdo aplicada aos relatórios divulgados pelas empresas que compuseram a amostra, afim de constituir o índice representativo para o nível de *disclosure* de indicadores não financeiros.

As empresas foram classificadas em grupos de acordo com o nível de divulgação que atingiram. Além disso, realizou-se ainda o teste não paramétrico de Kruskal-Wallis (tabela 5), afim de testar a significância das diferenças de medianas entre os grupos da pesquisa. Os resultados descritivos indicam que, de forma geral, as empresas praticam um nível de divulgação de indicadores não financeiros de desempenho considerado como “moderado” (43,56%).

Através do teste Kruskal-Wallis, foi possível rejeitar a hipótese nula ao nível de 0,01%, indicando que os valores de mercado incorridos em cada grupo são significativamente diferentes. Por meio do gráfico *box-plot* (figura 1), pôde-se inferir que existe relação entre o *disclosure* de indicadores não financeiros e o valor de mercado das empresas que compõe a amostra, ou seja, quanto maior o nível de divulgação dessa modalidade de indicador praticado pela empresa, maior tende a ser o seu valor de mercado.

Considerando que as entidades de fato utilizem em seu processo gerencial (internamente) os indicadores não financeiros que divulgam em seus relatórios elaborados para o usuário externo da informação, os resultados incorridos nesta pesquisa indicam que a utilização de aspectos não financeiros na avaliação do desempenho organizacional se configura em um diferencial positivo na ampliação de seu valor de mercado.

Trabalhos posteriores podem buscar estreitar o entendimento sobre a relação dos indicadores não financeiros de desempenho com o valor de mercado das organizações, realizando um estudo mais explanatório, almejando adicionar novos elementos à análise incorrida nesse estudo. Podendo ainda verificar as diferenças ou semelhanças no valor mercado daquelas empresas que utilizam de forma equilibrada os indicadores financeiros e não financeiros para avaliar seu desempenho organizacional.

Contribución de autores:

Romão, B.J.P.: Conceptualización, Metodología, *Software*, Validación, Análisis formal, Investigación, Curación de datos, Escritura – borrador original, Escritura, revisión y edición, Visualización, Supervisión. **Callado, A.A.C.:** Conceptualización, Metodología, *Software*, Análisis formal, Escritura, revisión y edición, Supervisión.

Bruno José Patrício Romão (Romão, B.J.P.)

Antônio André Cunha Callado (Callado, A.A.C.)

Declaración de conflicto de Intereses

El (los) autor(es) declara(n) que, durante el proceso de investigación, no ha existido ningún tipo de interés personal, profesional o económico que haya podido influenciar el juicio y/o accionar de los investigadores al momento de elaborar y publicar el presente artículo.

REFERÊNCIAS

- Ahmad, K., & Zabri, S. M. (2016). The effect of non-financial performance measurement system on firm performance. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(6S), 50-54.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., David, M., & Rotta, U. A. S. (2009). A relação entre o retorno das ações e as métricas de desempenho: evidências empíricas para as companhias abertas no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 16(3), 65-79. <https://doi.org/10.5700/rege373>
- Benin, M. M., Diehl, C. A., & Figueira-Marquezan, L. H. (2019). Determinantes da evidência de indicadores não financeiros de desempenho por clubes brasileiros de futebol. *Estudios Gerenciales*, 35(150), 16-26. <https://doi.org/10.18046/j.estger.2019.150.2884>
- Bernard, R. R. S. (1999, Setembro). *The rise of non-financial measures* [Apresentação em conferência]. 23 Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração. ANPAD, Foz do Iguaçu, Brasil.
- Bomfim, P. R. C. M., Macedo, M. A. da S & Marques, J. A. V. da C., (2013). Indicadores financeiros e operacionais para a avaliação de desempenho de empresas do setor de petróleo e gás. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(1), 112-131.
- Burns, J., & Scapens, R. W. (2000). Conceptualizing management accounting change: An institutional framework. *Management Accounting Research*, 11(1), 3-25. <https://doi.org/10.1006/mare.1999.0119>
- Callado, A. A. C., Callado, A. L. C., & de Andrade, L. P. (2008). Padrões de utilização de indicadores de desempenho não financeiros: Um estudo exploratório nas empresas de Serra Talhada/PE. *ABCustos*, 3(2), 1-26. <https://doi.org/10.47179/abcustos.v3i2.45>
- Callado, A. L. C., Callado, A. A. C., & Almeida, M. A. (2008). A utilização de indicadores de desempenho não financeiros em organizações agroindustriais: um estudo exploratório. *Organizações Rurais & Agroindustriais*, 10(1), 35-48.
- Callado, A. L. C., Soares, R. D., Callado, A. A. C., & Holanda, F. M. D. A. (2011). Rentabilidade e indicadores de desempenho: uma análise do setor hoteleiro segundo as perspectivas do *balanced scorecard*. *Pasos. Revista de Turismo y Patrimonio Cultural*, 9(1), 57-65. <https://doi.org/10.25145/j.pasos.2011.09.006>
- Chaves, G. D. L., Alcântara, R. L. C., & Assumpção, M. R. P. (2008). Medidas de desempenho na logística reversa: o caso de uma empresa do setor de bebidas. *Relatórios de pesquisa em Engenharia de Produção*, 8(2), 1-23.

- Dantas, J. A., Zendersky, H. C., Santos, S. C., & Niyama, J. K. (2008). A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. *Revista Economia & Gestão*, 5(11), 56-76.
- De Santana, L. M., Góis, A. D., De Luca, M. M. M., & de Vasconcelos, A. C. (2015). Relação entre *disclosure* socioambiental, práticas de governança corporativa e desempenho empresarial. *Revista Organizações em Contexto*, 11(21), 49-72. <https://doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v11n21p49-72>
- Dempsey, S. J., Gatti, J. F., Grinnell, D. J., & Cats-Baril, W. L. (1997). The use of strategic performance variables as leading indicators in financial analyst's forecasts. *Journal of Financial Statement Analysis*, 2(4), 61-80. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2346>
- Dias, T. F. (2008). *Avaliação de indicadores operacionais: estudo de caso de uma empresa do setor ferroviário* [Trabalho de conclusão de curso, Universidade Federal de Juiz de Fora]. Repositório Institucional UFJF. https://www2.ufjf.br/engenharia-deproducao/files/2014/09/2008_3_Thiago.pdf
- Dorestani, A., & Rezaee, Z. (2011). Key performance indicators and analysts' earnings forecast accuracy: An application of content analysis. *Asian Academy of Management Journal of Accounting & Finance*, 7(2), 79-102.
- Ferreira, M. P., De Abreu, A. F., de Abreu, P. F., Trzeciak, D. S., Apolinário, L. G., & da Cunha, A. D. A. (2008). Gestão por indicadores de desempenho: resultados na incubadora empresarial tecnológica. *Production*, 18(2), 302-318. <https://doi.org/10.1590/S0103-65132008000200008>
- Faria, A. C., & Da Silva Pereira, R. (2009, 3 a 5 de novembro). Análise da evidenciação de informações socioambientais por empresas do segmento de papel e celulose no Brasil, a partir da NBC T-15 [Apresentação em conferência]. XVI Congresso Brasileiro de Custos. Associação Brasileira De Custos (ABC), Fortaleza, Brasil.
- Fischmann, A. A., & Zilber, M. A. (2000). Utilização de indicadores de desempenho para a tomada de decisões estratégicas: um sistema de controle. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 1(1), 10-25. <https://doi.org/10.1590/1678-69712000/administracao.v1n1p10-25>
- Fitzgerald, L., Johnston, R., Brignall, T. J., Silvestro, R., & Voss, C. (1991). *Performance measurement in service businesses* (Vol. 69). Chartered Institute of Management Accountants.
- Forte, S. H. A. C., Perez, M. A., Bessa, F. R., & de Oliveira, O. V. (2015). Práticas de *disclosure* voluntário de informações estratégicas e de índices financeiros de empresas do nordeste brasileiro: uma análise a partir do modelo de Murcia. *RACE-Re-*

- vista de Administração, Contabilidade e Economia*, 14(2), 597-622. <https://doi.org/10.18593/race.v14i2.6030>
- Gonzaga, R. P., Da Cruz, A. P. C., Pereira, C. A., & Da Luz, A. T. M. (2015). Associação entre missão institucional declarada por empresas brasileiras e seus indicadores de desempenho. *Contabilidade Vista & Revista*, 26(1), 15-34.
- Hammer, M. (2007). The process audit. *Harvard Business Review*, 85(4), 1-17.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade*. Atlas.
- Holanda, F. M. D. A. (2007). *Indicadores de desempenho: uma análise nas empresas de construção civil do município de João Pessoa-PB* [Dissertação de mestrado, Universidade de Brasília]. Repositório Universidade de Brasília. <https://repositorio.unb.br/handle/10482/2416>
- Horngren, C. T., Sundem, G. L., & Stratton, W. O. (2006). *Contabilidade gerencial*. Pearson.
- Horváthová, J., Mokrišová, M., Suhányiová, A., & Suhányi, L. (2015). Selection of key performance indicators of chosen industry and their application in formation of creditworthy model. *Procedia Economics and Finance*, 34, 360-367. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01641-X](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01641-X)
- Iudícibus, S. D., & Lopes, A. B. (2004). *Teoria avançada da contabilidade*. Atlas.
- Iudícibus, S. D. (2010). *Teoria da contabilidade*. Atlas.
- Kaplan, R. S., & Norton, D. P. (1992). The balanced scorecard: Measures that drive performance. *Harvard Business Review*, 83(7), 71-79.
- Keegan, D. P., Eiler, R. G., & Jones, C. R. (1989). Are your performance measures obsolete? *Strategic Finance*, 70(12), 45.
- Kotane, I., & Kuzmina-Merlino, I. (2011). Non-financial indicators for evaluation of business activity. *European Integration Studies*, (5), 213-219. <https://doi.org/10.5755/j01.eis.0.5.1099>
- Lima, G. A. S. F. D. (2007). *Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras* [Tese de doutorado, Universidade de São Paulo]. Biblioteca Digital USP. <https://doi.org/10.11606/t.12.2007.tde-26112007-165145>
- Lynch, R., & Cross, K., (1991). *Measure up! Yardsticks for continuous improvement*. MA. Blackwell Publishing.
- Marquezan, L. H. F., Diehl, C. A., & Alberton, J. R. (2013). Indicadores não financeiros de avaliação de desempenho: análise de conteúdo em relatórios anuais digitais. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 16(2), 46-61.

- Milost, F. (2013). Information power of non-financial performance measures. *International Journal of Business Management & Economic Research*, 4(6), 823-828.
- Murcia, F. D. R., & dos Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPEC)*, 3(2), 72-95. <https://doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>
- Murcia, F. D. R., Rover, S., Lima, I., Fâvero, L. P., & Lima, G. (2009). 'Disclosure Verde' nas demonstrações contábeis: características da informação ambiental e possíveis explicações para a divulgação voluntária. *Revista Contabilidade, Gestão e Governança*, 11(1-2), 260-278.
- Neely, A., Adams, C., & Crowe, P. (2001). The performance prism in practice. *Measuring Business Excellence*, 5(2), 6-13. <https://doi.org/10.1108/13683040110385142>
- Neely, A., Richards, H., Mills, J., Platts, K., & Bourne, M. (1997). Designing performance measures: A structured approach. *International Journal of Operations & Production Management*, 17(11), 1131-1152. <https://doi.org/10.1108/01443579710177888>
- Oliveira, J. F. D. R., Viana Junior, D. B. C., Ponte, V. M. R., & Domingos, S. R. M. (2017). Indicadores de desempenho e valor de mercado: uma análise nas empresas listadas na BMFBOVESPA. *Revista Ambiente Contábil-Universidade Federal do Rio Grande do Norte*, 9(2), 240-258. <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2017v9n2ID10787>
- Pace, E. S. U., Basso, L. F. C., & Silva, M. A. D. (2003). Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 37-65. <https://doi.org/10.1590/S1415-65552003000100003>
- Pereira, F. E., de Moraes Luz, J. R., & de Carvalho, J. R. M. (2015). Evidenciação das informações ambientais das empresas do setor de energia elétrica do Brasil. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 3(2), 60-72. <https://doi.org/10.18405/recfn20150204>
- Piacentini, N. (2004). *Evidenciação contábil voluntária: uma análise da prática adotada por companhias abertas brasileiras* [Dissertação de mestrado, Universidade do Vale do Rio dos Sinos]. Repositório Digital da Biblioteca da Unisinos. <http://www.repositorio.jesuita.org.br/handle/UNISINOS/2784>
- Ribeiro, M. G. C., Da Silva Macedo, M. Á., & Da Costa Marques, J. A. V. (2012). Análise da relevância de indicadores financeiros e não financeiros na avaliação de desempenho organizacional: um estudo exploratório no setor brasileiro de distribuição de energia elétrica. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 6(15), 60-79. <https://doi.org/10.11606/rco.v6i15.52657>
- Richardson, M. (1999). *Fundamentos da metodologia científica*. Atlas.

- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 53-70. <https://doi.org/10.15728/bbr.2005.2.1.4>
- Sánchez, I. M. G., Domínguez, L. R., & Álvarez, I. G. (2011). Corporate governance and strategic information on the internet: A study of Spanish listed companies. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 24(4), 471-501. <https://doi.org/10.1108/09513571111133063>
- Vargas, S. B. D., Diehl, C. A., Ayres, P. R. R., & Monteiro, A. F. (2016). Indicadores não financeiros de avaliação de desempenho: análise de conteúdo em relatórios de administração de empresas de telecomunicações. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 11(1), 84-102. https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v11i1.13374
- Vergara, S. C. (1997). *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. Atlas.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1-3), 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)

ANEXOS

Anexo A

Exemplo do checklist utilizado para a análise de conteúdo

CATEGORIA	EXEMPRESA "Y"	Divulga - 1 Não divulga - 0	TERMOS DE BUSCA
Qualidade	ações realizadas para melhoria na prestação de serviço/produção/ comércio		melhoria / modern / melhor/ produto/ serviço
Perspectiva Ambiental	Recuperação de áreas de preservação ambiental		Recuperação d / área / ambient / degrad
	Redução no Consumo de recursos Naturais		Água/ energ redução d / consumo
Perspectiva do Cliente	Relacionamento com stakeholders		Relaciona / stake / partes i / relaç
	Número de clientes/consumidores		número de c /clientes /consumidor final
	índices de satisfação de clientes		satisfação d / satisf
Perspectiva de Produtos/Serviços	Atendimento ao cliente		Atendimento a /cliente
	Pontos de venda		pontos / vendas / receita
	volume vendido		vendas / receita
Perspectiva Social	Gestão de Fornecedoros		Gestão de Fornecedoros/fornecedoros
	Número de projetos sociais		Projeto / programa / comunidade
Processos	abrangência dos projetos sociais		Projeto / programa / comunidade
	Melhorias no processo		Melhorias n / processo /opera / modern
	utilização da capacidade instalada		utiliza / capacidade/ instal
	Horas de treinamento de funcionários		treinamento/horas/colaborador
Pessoas	captação de matérias-primas, processamento		matéria/processamento/captação
	Logística		Logística
	Número de empregados, rotatividade, escolaridade, faixa etária, número de empregados por gênero, mulheres em cargo de gerência/diretoria.		empregados ou colaboradores/ Quadro de empregados/empregados
Imagem	reconhecimentos, prêmios e certificações por institutos, universidades, revistas, pesquisas de imagem, compliance das normas etc.		Prêmios/Certificações/reconhecimento
	ÍNDICE DE DISCLOSURE	resultado	

Fecha de recepción: 4/12/2020

Fecha de aceptación: 21/6/2022

Contacto: brunojosp@gmail.com