UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

FATORES DETERMINANTES DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO DE COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL

Fernando Dal-Ri Murcia

Orientador: Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos

SÃO PAULO
2009

Prof. Dra. Suely Vilela
Reitora da Universidade de São Paulo

Prof. Dr. Carlos Roberto Azzoni
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária

Prof. Dr. Edgard Bruno Cornachione Junior
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

FERNANDO DAL-RI MURCIA

FATORES DETERMINANTES DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO DE COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL

Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para a obtenção do título de Doutor em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos

SÃO PAULO

2009

Tese defendida e aprovada no Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, pela seguinte banca examinadora:

FICHA CATALOGRÁFICA

Murcia, Fernando Dai-Ri
Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil / Fernando Daí-Ri Murcia. -- São Paulo, 2009.
181 p.

Tese (Doutorado) – Universidade de São Paulo, 2009
Bibliografia.

1. Sociedade por ações 2. Contabilidade societária 3. Contabilidade ambiental 4. Demonstração financeira I.Universidade de São Paulo. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. II. Título.

CDD – 657.95

Dedico este trabalho aos meus pais, Sônia e Nelson, pelo apoio, confiança e incentivo ao longo de toda a minha vida.

AGRADECIMENTOS

Ao meu orientador, Prof. Dr. Ariovaldo dos Santos, um agradecimento especial, pela orientação, pelo conhecimento transmitido, pela confiança e pelas oportunidades ao longo desses últimos anos.

Ao Professor Gerlando Lima, pelas relevantes contribuições e pelo auxílio na realização desta pesquisa.

Ao Professor Antônio Gledson, pelas críticas e sugestões que contribuíram para a melhoria deste trabalho.

Ao Professor Gilberto Martins e a todos os participantes do LXVII Fórum de Discussão Metodológica, pelas contribuições acerca do projeto inicial desta pesquisa.

Aos colegas do Projeto Revista Exame – Maiores e Melhores, em especial a Nivaldo, Paulo e Carol, pelo auxílio na realização deste trabalho e pela amizade.

Aos Professores José Alonso Borba, Márcio Machado e Suliani Rover, um agradecimento especial pelas contribuições e auxílio na condução desta pesquisa.

Ao Professor Aquino, pela revisão ortográfica e gramatical deste trabalho.

Aos professores, à coordenação e a toda a equipe do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade de São Paulo (PPGCC-USP).

Ao Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), pela bolsa de estudos.

À Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI), pelo apoio na realização de pesquisas e participação em eventos.

A todos os meus colegas de curso no Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Universidade de São Paulo (PPGCC-USP), em especial a: Adriana Cristina, Bia Morgan, Cris Benetti, Giovani Brito, Gilmar Ribeiro, José Elias, Josué Braga, Jorge Bispo, Renê Pimentel e Romildo Morais, pelo companheirismo e constante troca de informações.

Aos meus amigos, Artur Roberto, Jesusmar Andrade, Márcia Reis e Sérgio Mendel, pelo apoio e incentivo nesta empreitada.

À minha namorada Flávia, obrigado pela compreensão e companheirismo nessa etapa.

À minha família, pelo apoio, suporte e incentivo.

A Deus, sempre presente, pela saúde, família e amigos.

Quanto mais aumenta nosso
conhecimento, mais evidente fica
nossa ignorância.
(John Kennedy)

RESUMO

O objetivo geral do presente trabalho é identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário de companhias abertas no Brasil. A pesquisa está fundamentada na Teoria do *Disclosure* Discricionário (VERRECCHIA, 2001), que fornece os subsídios teóricos e analíticos para se verificar em que circunstâncias os gestores e/ou as empresas estariam dispostos a divulgar (ou não) informações de maneira voluntária. A amostra do estudo é composta pelas 100 maiores companhias abertas e não financeiras. A análise do nível de *disclosure* voluntário das empresas foi realizada a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), dos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008 por meio da análise de conteúdo. Para isso, elaborou-se uma métrica, a partir de 27 estudos anteriores, composta por 92 itens de caráter voluntário e dividida em três grandes grupos: econômico (43), social (15) e ambiental (34). Do mesmo modo, as informações acerca das operações com instrumentos financeiros derivativos, também, foram examinadas no mesmo período, com o objetivo de analisar o impacto da Deliberação CVM Nº 566/08 e da Instrução CVM Nº 475/08 no *disclosure* das empresas. A última parte do trabalho envolveu a elaboração de um modelo de regressão com dados em painel que objetivou testar as hipóteses levantadas na literatura acerca dos fatores que determinam o nível de *disclosure* voluntário das empresas. A análise exploratória dos dados constatou que existe associação entre o nível de *disclosure* das empresas e o setor de atuação, conforme o teste Qui-quadrado e a Análise de Correspondência. Com relação ao *disclosure* de operações com derivativos, constata-se que: (i) o quadro de análise de sensibilidade não foi evidenciado por qualquer empresa em 2006 e 2007, sendo que, em contrapartida, 90% das empresas analisadas o evidenciaram em 2008 e (ii) a maioria das empresas divulgou o valor justo dos seus derivativos, mas não divulgou os critérios de avaliação e mensuração utilizados para cômputo desses valores. Finalmente, no que diz respeito às hipóteses testadas por meio do modelo de regressão com dados em painel, constata-se, ao nível de significância de 90%, que: (i) as variáveis 'Setor' e 'Origem do Controle' são significativas para todos os três modelos de *disclosure* testados: econômico, socioambiental e total; (ii) a variável 'Rentabilidade' é significativa no modelo de *disclosure* econômico e no modelo de *disclosure* total; (iii) a variável 'Q de Tobin' é significativa no modelo de *disclosure* socioambiental e no modelo de *disclosure* total; (iv) as variáveis 'Endividamento' e 'Auditoria' são significativas, apenas, no modelo de *disclosure* econômico e (v) as variáveis 'Tamanho', 'Governança', 'Emissão de Ações', 'Crescimento' e 'Concentração do Controle' não são, estatisticamente, significativas em nenhum dos três modelos de *disclosure.*

ABSTRACT

The central objective of this work is to identify the factors that explain the level of voluntary disclosure of Brazilian public companies. The theory underpinning this work is the Discretionary-based Disclosure (VERRECCHIA, 2001), which provides analytical and theoretical support to investigate the circumstances in which managers and/or companies would have incentives to disclose (or not) voluntarily information. Sample is composed by the top 100 largest non-financial public companies. Information has been gathered from Financial Statements for the years ended in 2006, 2007 and 2008 with the use of content analysis. For these, a framework based on 27 studies has been elaborated. This disclosure framework contains a total of 92 voluntary items, divided in three groups: economic (43), social (15) and environmental (34). Information regarding operations with derivatives has also been examined in order to analyze the impact of Deliberation CVM Nº 566/08 and Instruction CVM Nº 475/08 on company's disclosure. Finally, a panel data model has been elaborated in order to test the work's hypotheses regarding the factors that determine the level of voluntary disclosure. Exploratory analysis evidenced that there is association between the level of disclosure and industries, according to Qui-square test and Correspondence Analysis. Regarding disclosure of derivative operations, main findings are: (i) the sensitivity analysis table has not been disclosed by any company in 2006 and 2007, but for 90% of companies in 2008; (ii) great majority of company has disclosed the fair value of derivatives, but has not disclosed the criteria for valuing these instruments. Finally, findings, regarding the study´s hypotheses, which have been tested with a panel data model, at a significance level of 90%, have evidence that: (i) 'Sector' and 'Origin of Control' are statically significant in all three models tested: economic, social-environmental, and total;(ii) 'Profitability' is relevant in the economic model and in the total model;(iii) Tobin's Q is relevant in the social-environmental model and in the total disclosure model, (iv) 'Leverage' and 'Auditing Firm' are relevant, only, in the economic disclosure model; (v) 'Size', 'Governance', 'Stock Issuing', 'Growth Opportunities' and 'Concentration of Control' are not statistically significant in any of the three models of disclosure.

SUMÁRIO

LISTA DE TABELAS..... 5
1 INTRODUÇÃO..... 6
1.1 Problema de pesquisa..... 7
1.2 Hipóteses de pesquisa.....7
1.3 Objetivos do trabalho 9
1.4 Justificativa.....9
1.5 Estrutura do trabalho..... 12
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....13
2.1 *Disclosure* e contabilidade..... 13
2.2 A importância do *disclosure* para o mercado de capitais.....18
2.3 *Disclosure* na ótica da governança corporativa.....24
2.4 *Disclosure* e as escolhas contábeis.....30
2.5 Regulação na contabilidade: *disclosure* obrigatório.....36
2.5.1 *Disclosure* de operações com instrumentos financeiros derivativos.....43
2.6 *Disclosure* voluntário..... 48
2.6.1 Benefícios do *disclosure* voluntário..... 50
2.6.2 Custos do *disclosure*.....54
2.6.3 Teoria do *disclosure* discricionário..... 56
2.7 Características do ambiente brasileiro.....62
2.7.1 Ambiente legal e institucional no Brasil.....62
2.7.2 Influência do Estado na contabilidade.....66
2.7.3 Governança corporativa no Brasil..... 67
2.8 Estudos similares em outros países.....71
3 METODOLOGIA.....75
3.1 Técnica para coleta dos dados: análise de conteúdo..... 75
3.2 Métrica para análise do *disclosure* de operações com derivativos.....77
3.3 Métrica para análise do *disclosure* voluntário.....79
3.4 Documento para análise do *disclosure* voluntário: demonstrações contábeis.....90
3.5 Seleção da amostra de empresas e período do estudo.....92
3.6 Formulação das hipóteses de pesquisa..... 93
3.6.1 Auditoria..... 94
3.6.2 Nível de rentabilidade..... 96
3.6.3 Desempenho no mercado de capitais..... 97
3.6.4 Internacionalização..... 98
3.6.5 Tamanho.....100
3.6.6 Governança corporativa..... 101
3.6.7 Nível de endividamento..... 102
3.6.8 Concentração do controle acionário.....103
3.6.9 Oferta de ações.....104
3.6.10 Oportunidade de crescimento.....106
3.6.11 Setor..... 107
3.6.12 Origem do controle..... 107
3.7 Técnicas estatísticas.....108
3.7.1 Análise de correspondência (ANACOR).....109
3.7.2 Análise de regressão com dados em painel..... 110
3.8 Restrições..... 114
3.8.1 Restrições com relação à coleta e análise do *disclosure* das empresas..... 114

3.8.2 Restrições com relação à amostra de empresas e período de tempo do estudo.....115
3.8.3 Restrições com relação às hipóteses, *proxies* e técnica estatística utilizada.....116
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....119
4.1 Análise do *disclosure* das operações com instrumentos financeiros derivativos.....119
4.2 Análise das práticas de *disclosure* voluntário.....123
4.2.1 Práticas de *disclosure* voluntário: informações econômicas.....124
4.2.2 Práticas de *disclosure* voluntário: informações sociais.....128
4.2.3 Práticas de *disclosure* voluntário: informações ambientais.....129
4.2.4 *Ranking* das empresas com maiores e menores níveis de *disclosure* voluntário e análise setorial.....133
4.3 Análise de regressão com dados em painel: fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário.....141
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES.....149
Referências.....155

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da Amostra Final de Empresas Analisadas 119
Tabela 2 – *Disclosure* de Informações Qualitativas sobre Derivativos 120
Tabela 3 – *Disclosure* de Informações Quantitativas sobre Derivativos 121
Tabela 4 – *Disclosure* dos Valores dos Derivativos 121
Tabela 5 – *Disclosure* do Quadro Demonstrativo de Análise de Sensibilidade dos Derivativos 122
Tabela 6 – Informações acerca do Ambiente de Negócios 124
Tabela 7 – Informações sobre a Atividade Operacional 125
Tabela 8 – Informações Estratégicas..... 125
Tabela 9 – Informações Financeiras..... 126
Tabela 10 – Índices Financeiros..... 127
Tabela 11 – Informações sobre Governança Corporativa..... 127
Tabela 12 – Informações Financeiras Sociais..... 128
Tabela 13 – Aspectos dos Produtos e Serviços..... 128
Tabela 14 – Informações sobre Colaboradores..... 129
Tabela 15 – Políticas Ambientais..... 130
Tabela 16 – Gestão e Auditoria Ambiental..... 130
Tabela 17 – Impacto dos Produtos e Processos no Meio Ambiente 131
Tabela 18 – Energia..... 131
Tabela 19 – Informações Financeiras Ambientais 132
Tabela 20 – Educação e Pesquisa Ambiental..... 132
Tabela 21 – Mercado de Crédito de Carbono 132
Tabela 22 – Outras Informações Ambientais..... 133
Tabela 23 – *Ranking* das Empresas com Maiores e Menores Níveis de *Disclosure* Voluntário de Informações Econômicas..... 134
Tabela 24 – *Ranking* das Empresas com Maiores e Menores Níveis de *Disclosure* Voluntário de Informações Sociais..... 134
Tabela 25 – *Ranking* das Empresas com Maiores e Menores Níveis de *Disclosure* Voluntário de Informações Ambientais..... 135
Tabela 26 – *Ranking* das Empresas com Maiores e Menores Níveis de *Disclosure* Voluntário de Informações Econômicas e Sócio-Ambientais..... 136
Tabela 27 – Tabela de Correspondência: *Disclosure* Socioambiental versus Setor de Atuação 137
Tabela 28 – Teste Qui–Quadrado: *Disclosure* Socioambiental *versus* Setor de Atuação 137
Tabela 29 – Tabela de Correspondência: *Disclosure* Econômico *versus* Setor de Atuação...138
Tabela 30 – Tabela de Correspondência: *Disclosure* Total *versus* Setor de Atuação.....140
Tabela 31 – Matriz de Correlação das Variáveis do Estudo..... 142
Tabela 32 – Modelo de Painel: *Disclosure* Econômico..... 145
Tabela 33 – Modelo de Painel: *Disclosure* Socioambiental..... 146
Tabela 34 – Modelo de Painel: *Disclosure* Total.....147

1 INTRODUÇÃO

A assimetria informacional entre os controladores e usuários externos da companhia cria a demanda para o *disclosure* corporativo, que é o canal de transmissão das informações da empresa para o mercado. Nesse cenário, o *disclosure* tem uma função facilitadora: é realizado de forma a auxiliar o processo decisório dos usuários.

Note-se que, desde o escândalo da *Enron* nos Estados Unidos, o *disclosure* tem ganhado ainda mais importância (AKHTARUDDIN, 2005). De acordo com Shin (2003), uma das políticas utilizadas pelos órgãos reguladores nos momentos de crise e turbulência nos mercados internacionais é justamente exigir o aumento do *disclosure* corporativo.

Nesse cenário, a contabilidade possui um papel extremamente importante, pois as demonstrações contábeis são a principal forma de *disclosure* das informações corporativas. De acordo com Artur Levitt (1988, p. 80), ex-presidente da *Securities Exchange Comission* (SEC), "o sucesso de um mercado de capitais é diretamente dependente da qualidade das normas contábeis e do *disclosure*, pois esses fornecem confiança aos investidores de que as demonstrações contábeis são confiáveis." Logo, percebe-se que a integridade do *disclosure* corporativo é o coração para o bom funcionamento do mercado de capitais, à medida que fornece confiança ao investidor

De uma maneira geral, nota-se que o *disclosure* de algumas empresas excede o requerido por lei. Isso ocorre porque os controladores da empresa possuem informações adicionais cuja divulgação não é obrigatória, tendo a opção de divulgá-las em determinados casos.

Evidências empíricas apontam que empresas com melhor *disclosure* possuem menor custo de capital próprio (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002; FRANCIS; KRURANA; PEREIRA, 2005; ALENCAR, 2007), menor custo de capital de terceiros (SENGUPTA, 1998; LIMA, 2007), ações mais liquidas (WELKER, 1995; HEALY; HUNTTON; PALEPU, 1999; LEUZ; VERRECCHIA, 2000; ZHOU, 2004) e são mais acompanhadas por analistas (HEALY; HUNTTON; PALEPU, 1999; LANG; LUNDHOLM, 2000).

Contudo, percebe-se que divulgar informações de maneira voluntária, igualmente, acarreta custos para a empresa, como, por exemplo: custos de preparação e certificação (auditoria) das demonstrações contábeis, custos de oportunidade do pessoal envolvido nesse trabalho (LEUZ; WYSOCKI, 2008), custos de propriedade (VERRECHIA, 2001) e, especificamente no Brasil, os custos de publicação dos balanços no Diário Oficial dos Estados e também nos jornais de grande circulação.

Dentro desse cenário, caracterizado por custos e benefícios, a Teoria da Divulgação baseada no Julgamento, também conhecida como a Teoria do *Disclosure* Discricionário (VERRECCHIA, 2001), provê o arcabouço conceitual para examinar os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar informações de maneira voluntária. Assumindo uma perspectiva de racionalidade econômica, essa Teoria fornece os subsídios teóricos e analíticos que permitem verificar em quais circunstâncias os gestores estariam dispostos a divulgar determinada informação (DYE, 2001).

Nessa linha de pensamento, a evidenciação de informações voluntárias poderia ser explicada por características da própria empresa. Consequentemente, seria possível identificar o nível de *disclosure* voluntário das empresas a partir de algumas dessas características (tamanho, endividamento etc.).

No cenário nacional, um dos poucos trabalhos fundamentados na Teoria do *Disclosure* Discricionário foi desenvolvido por Salotti (2005), que buscou avaliar os motivos da divulgação voluntária da Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) no mercado de capitais brasileiro, nos anos de 2000 a 2004. Seus resultados evidenciaram que a divulgação da DFC pode ser explicada pela divulgação dessa mesma demonstração no período anterior, desempenho da empresa, percepção dos *outsiders*, custos de divulgação e nível de assimetria informacional.

Dentro da ótica do trabalho de Salotti (2005) e com apoio da Teoria do *Disclosure* Discricionário, igualmente seria possível explicar, não apenas a divulgação da DFC, mas também todas as informações divulgadas, voluntariamente, pelas empresas, mediante a utilização de um índice que avalie o nível de *disclosure* voluntário das empresas.

No cenário internacional, trabalhos que buscaram identificar o nível de *disclosure* voluntário das empresas já foram realizados em diversos países, como, por exemplo: Bangladesh (AHMED; NICHOLLS, 1994; AKHATARUDDIN, 2005), França (DEPOERS, 2000), Hong Kong (WALLACE; NASER, 1995), Japão (COOKE, 1992), Malásia, (HOSSAIN; TAN; ADAMS, 1994), México (CHO; WONG-BOREN, 1997), República Checa (PATTON; ZELENKA, 1997), Suécia (COOKE, 1989) e Suíça (RAFFOUNIER, 1995).

Já no cenário nacional, apesar da existência de diversos estudos exploratórios sobre as práticas de evidenciação das empresas brasileiras, nota-se a carência de estudos, fundamentados na Teoria do *Disclosure* Discricionário, que procurem fornecer explicações para o nível de *disclosure* das empresas de uma forma mais ampla.

Dentro desse contexto, o presente trabalho busca estudar o tema da divulgação voluntária de informações no cenário nacional, apoiando-se na literatura existente, de modo a preencher essa lacuna.

1.1 Problema de pesquisa

Com base nos argumentos expostos nos parágrafos anteriores, o presente trabalho tem o seguinte problema de pesquisa:

Quais fatores explicam o nível de *disclosure* voluntário de companhias abertas no Brasil?

1.2 Hipóteses de pesquisa

A partir do problema de pesquisa foram formuladas 12 hipóteses:

H1: Empresas auditadas por '*Big Four*' possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas auditadas por 'outras empresas de auditoria'.

H2: Empresas com maior nível de rentabilidade possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com menor nível de rentabilidade.

H3: Empresas com melhor desempenho no mercado de capitais possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com pior desempenho no mercado de capitais.

H4: Empresas que possuem títulos e valores mobiliários negociados na Bolsa de Nova York (NYSE) possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas que negociam apenas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

H5: Empresas maiores possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas menores.

H6: Empresas que aderem aos Níveis de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas que não aderem a esses níveis.

H7: Empresas com maiores níveis de endividamento possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com menor nível de endividamento.

H8: Empresas com o controle acionário mais diluído possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com controle acionário mais concentrado.

H9: Empresas que emitiram ações nos anos de 2007, 2008 e 2009 possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas que não emitiram ações nesse período.

H10: Empresas com maiores oportunidades de crescimento possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com menores oportunidades de crescimento.

H11: Empresas do setor elétrico possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas de outros setores.

H12: Empresas com controle estatal possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com controle privado.

1.3 Objetivos do trabalho

Para responder ao problema de pesquisa, o trabalho tem como objetivo geral:

Identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário de companhias abertas no Brasil.

Consequentemente, para atingir o objetivo geral, tem-se os seguintes objetivos específicos:

i Aprimorar as métricas de avaliação do *disclosure* voluntário existentes na literatura;

ii Descrever as principais práticas de *disclosure* voluntário de companhias abertas no Brasil;

iii Analisar o impacto da normatização contábil no nível de *disclosure* de companhias abertas no Brasil no tocante às operações com instrumentos financeiros derivativos;

iv Identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário de informações de caráter econômico de companhias abertas no Brasil;

v Identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário de informações de caráter socioambiental de companhias abertas no Brasil.

1.4 Justificativa

Uma questão comum que envolve a realização de uma pesquisa com uma amostra de empresas de apenas um país é: Por que pesquisar o Brasil? Qual a justificativa? O que é especial nesse país que não se pode aprender pesquisando outros países? (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008).

Primeiramente, note-se que o Brasil é um país emergente, com uma economia em crescimento. De acordo com Lopes e Walker (2008), a economia brasileira é grande e vem se desenvolvendo de maneira rápida, sendo que, a partir de 1994, o cenário nacional pode ser

caracterizado pela estabilidade macroeconômica, baixos níveis de inflação, controle dos gastos públicos, taxa de câmbio flutuante e abertura para capital estrangeiro. Do mesmo modo, mais do que um país emergente, o Brasil é um "BRIC" (grupo de países emergentes mais importantes formados por Brasil, Rússia, Índia e China), o maior país da América Latina e a 9ª economia do mundo (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008).

De uma maneira geral, esses mercados proporcionam um cenário único para estudos do impacto do *disclosure* na assimetria informacional, já que possuem características diferentes dos mercados mais desenvolvidos (Estados Unidos, Reino Unido etc.) em que a maioria dos estudos é conduzida.

Por outro lado, o Brasil possui todas as características associadas com a baixa relevância da informação contábil: *enforcement* fraco, incentivos para manipulação da informação contábil em razão da influência fiscal, mercado de capitais volátil e instável, e padrões de governança corporativa pobres (LOPES; WALKER, 2008). Do mesmo modo, em ambientes caracterizados pela baixa transparência, espera-se que exista grande variabilidade no *disclosure,* já que algumas empresas possuem incentivos para prover mais informações do que a média (LOPES; ALENCAR, 2008).

Em suma, o cenário brasileiro apresenta-se como um ambiente único para a condução de um teste empírico da Teoria do *Disclosure* Discricionário já que é um dos principais países emergentes do mundo, que possui uma contabilidade influenciada por fatores institucionais, um mercado caracterizado por baixa transparência, no qual se espera que haja grande variabilidade no *disclosure* das empresas.

No âmbito da regulação contábil, o estudo discute um tema que ainda não é consenso entre os órgãos normatizadores: o reconhecimento, a mensuração e o *disclosure* das operações com instrumentos financeiros derivativos. No cenário norte-americano, por exemplo, a competência do *Financial Accounting Standards Board* (FASB) para normatizar essa matéria chegou a ser questionada em razão da demora de mais de uma década para elaborar um pronunciamento especifico sobre o assunto: o SFAS-133 (LOPES; LIMA, 2001).

Recentemente, em razão da crise financeira iniciada nos Estados Unidos, a regulamentação dos derivativos está, novamente, sendo questionada. Para Henry Paulson (2009), ex-

Secretário do Tesouro dos Estados Unidos e Presidente da *Goldman Sachs*, a crise expôs sérias falhas em muitos aspectos do sistema financeiro, sendo que existirão propostas para uma regulamentação mais efetiva em áreas como os derivativos.

Do mesmo modo, as operações com esses instrumentos financeiros já são um problema "real" enfrentado pelas empresas brasileiras. Aparentemente, tinha-se no Brasil, a impressão de que o uso indevido dos derivativos era problema apenas das empresas estrangeiras como *Procter and Gamble, Barings, Orange County, Savings and Loans, Banesto* e *Long Term Capital Management.*

Contudo, recentes escândalos evidenciaram que esse problema atinge, também, o cenário nacional, e os prejuízos incorridos no ano de 2008 por algumas empresas brasileiras, como a Sadia e a Aracruz, em decorrência da utilização "indevida" dos derivativos, possuem magnitude semelhante aos maiores já registrados no mundo. Na Sadia, conforme mencionado no Relatório da Administração "as operações com derivativos geraram uma despesa financeira de R$ 2,5 bilhões em 2008, sendo que já foram realizados R$ 705,9 milhões (efeito caixa) e o restante, R$ 1,8 bilhão, foi reconhecido nas demonstrações financeiras de acordo com a Lei nº 11.638/07, com efeito apenas contábil". Em decorrência disso, a Sadia teve um prejuízo de R$ 2,484 bilhões em 2008, o maior de sua história de 64 anos.

Assim, devido à relevância do tema, o estudo do *disclosure* das empresas torna-se interessante à medida que pode fornecer *insights* para o processo de divulgação de informações contábeis como um todo. A idéia é que os órgãos reguladores poderiam ajustar a regulação do *disclosure* com base nos resultados observados nas pesquisas. Nessa ótica, a compreensão das razões que levam as empresas a divulgar ou não determinadas informações pode auxiliar no debate da regulação contábil trazendo inferências acerca dos possíveis efeitos nas empresas, bem como dos possíveis *lobbies* contra ou a favor das normas contábeis (LEUZ; WYZOCKI, 2008).

No âmbito acadêmico, nota-se que o estudo do *disclosure* é importante para a literatura existente como uma forma de aumentar o conhecimento acerca de problemas fundamentais como, por exemplo, a ligação entre a divulgação de informações e o funcionamento do mercado de capitais Do mesmo modo, o entendimento das razões que levam as empresas a

divulgar informações também auxilia o usuário na interpretação das informações que ele recebe (PATTON; ZELENKA, 1997).

Do mesmo modo, o *disclosure* como área de pesquisa abrange, além da Contabilidade, as áreas de Finanças e Economia. Além disso, como a divulgação das demonstrações contábeis também é foco da regulação, tal tema de pesquisa, igualmente, interage com a área do Direito. Nesse sentido, o presente trabalho apresenta-se como uma contribuição da área da Contabilidade, para a discussão de um tema, que permeia diversas áreas do conhecimento.

Finalmente, o presente trabalho utiliza-se de um recorte de pesquisa diferenciado, ainda não testado na literatura. A grande maioria dos estudos anteriores analisa o *disclosure* voluntário como um todo ou analisa apenas parte dele (Ex: apenas informações ambientais ou informações de caráter econômico). No presente estudo, o nível de *disclosure* das empresas foi analisado de forma mais ampla, considerando as dimensões ambientais, sociais e econômicas. Do mesmo modo, a maioria dos estudos sobre os fatores determinantes do nível de *disclosure* analisa as empresas em apenas um período. Já o presente trabalho analisa três anos, levando em conta também o aspecto temporal, por meio de um modelo de dados em painel.

1.5 Estrutura do trabalho

O restante deste trabalho está estruturado da seguinte forma. O capítulo 2 trata da fundamentação teórica acerca do *disclosure* e sua interação com temas relacionados. No capítulo 3, são descritos os aspectos metodológicos utilizados para a consecução dos objetivos e também as restrições do trabalho. O capítulo 4 evidencia as análises dos resultados e o capítulo 5 apresenta os aspectos conclusivos da pesquisa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O segundo capítulo deste trabalho está estruturado da seguinte forma. A seção 2.1 aborda a relação entre o *disclosure* e a contabilidade. As seções 2.2 e 2.3 discutem o *disclosure* na ótica do mercado de capitais e da governança corporativa, respectivamente. A seção 2.4 trata das escolhas existentes na contabilidade. A seção 2.5 foca a regulação contábil, abordando, também, as novas normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no tocante ao *disclosure* das operações com instrumentos financeiros derivativos. A seção 2.6 trata do *disclosure* voluntário, com enfoque na Teoria do *Disclosure* Discricionário. Finalmente, a seção 2.7 apresenta algumas características do ambiente brasileiro e a seção 2.8 ilustra os trabalhos similares, realizados em outros países.

2.1 *Disclosure* e contabilidade

O objetivo principal da contabilidade é permitir que seus usuários sejam capazes de avaliar a situação econômico-financeira da companhia, seja num sentido estático ou acerca de tendências futuras (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007). Nesse contexto, nota-se que a informação contábil contribui para a redução da assimetria informacional existente entre os usuários internos (gestores, executivos etc.) e os usuários externos da empresa (acionistas, credores, governo etc.)

Normalmente, os usuários internos possuem mais informações acerca da companhia que os usuários externos e, consequentemente, podem aumentar a utilidade das informações contábeis por meio da identificação de certos eventos e seus possíveis efeitos na empresa (FASB, 1978). Logo, é possível afirmar que a relevância das demonstrações contábeis depende, fundamentalmente, da utilidade das informações que produz e divulga aos seus usuários.

Essa visão, acerca da utilidade da contabilidade, caracterizada como sua capacidade de reduzir a assimetria informacional, também é enfatizada pelos órgãos reguladores. Em 2006, por exemplo, o *Financial Accounting Standards Board* (FASB), com a colaboração do

International Accounting Standards Board (IASB), elaborou uma publicação intitulada "Visões Preliminares acerca de um Novo (Melhorado) Arcabouço Conceitual para a Divulgação Contábil" (*Preliminary Views on an Improved Conceptual Framework for Financial Reporting).* Nesse documento, percebe-se que ambos concordam que o principal objetivo da divulgação contábil é fornecer informações relevantes para a tomada de decisão dos usuários.

De uma maneira geral, a divulgação de informações não relevantes é custosa e desnecessária, podendo, ainda, confundir o usuário, já que poder tirar sua atenção das informações relevantes. Logo, divulgar um volume excessivo de informações sem se preocupar com a relevância pode confundir o usuário em vez de auxiliá-lo.

Entende-se como informação relevante, aquela capaz de fazer diferença nas decisões dos usuários. De acordo com o FASB (2006), isso ocorre de duas maneiras: (i) auxiliando o usuário na avaliação dos efeitos potenciais de transações passadas, presentes e futuras nos fluxos de caixa futuros (valor preditivo) e/ou (ii) confirmando ou corrigindo suas avaliações anteriores (valor confirmatório).

A lógica é de que a informação relevante faz com que a decisão do usuário seja alterada pela sua utilização, ou seja, o usuário toma uma decisão diferente da que teria tomado sem a informação. Assim, pode-se dizer que o valor da informação para o usuário é justamente a diferença entre o nível de utilidade esperada anterior e posterior ao *disclosure* contábil. De acordo com Dobler (2005), um agente racional utilizará determinada fonte de informação se a utilidade esperada líquida (benefícios menos os custos para adquirir, processar e interpretar a informação) for maior do que não a utilizado.

Dentro desse contexto, o objetivo principal da contabilidade, de prover informações úteis a seus usuários, é atingido mediante a divulgação (*disclosure*) das demonstrações contábeis aos usuários externos (IUDÍCIBUS, 2000). Constata-se, assim, que o *disclosure* é a última fase do ciclo contábil, caracterizado, inicialmente, pelos processos de reconhecimento e mensuração.

Ressalte-se que o *disclosure* não deve ser confundido com a informação, já que seu sentido é mais amplo, abrangente (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Segundo Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990), o *disclosure* pode ser definido como a divulgação de informações

contábeis quantitativas (expressa por meio de números) e/ou qualitativas (expressa por meio de sentenças) pelos canais formais ou informais que objetivam fornecer informações úteis aos usuários. Saliente-se que para o presente trabalho, as palavras evidenciação, divulgação e *disclosure* significam tornar algo evidente, público – no caso, as informações contábeis –, e serão tratadas como sinônimas.

Pode-se dizer que o *disclosure* detalhado de todas as informações que permitam a avaliação da situação patrimonial e das mutações desse patrimônio e que possibilitem inferências sobre o futuro da empresa é vital para a consecução do objetivo da contabilidade. A ideia é que o *disclosure* claro e completo possibilita ao usuário maior confiança na tomada de decisão.

De acordo com o SFAC Nº 1 – *Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises*, o *disclosure* contábil deve incluir interpretações e explicações com o objetivo de auxiliar os usuários a entender a informação financeira divulgada (FASB, 1978). Note-se, assim, que as práticas de *disclosure* complementam a função dos números contábeis de prover informações acerca da situação econômico-financeira da companhia.

Segundo Medeiros e Quinteiro (2005), o *disclosure* está intimamente ligado às características qualitativas da informação contábil como compreensibilidade, relevância, materialidade, credibilidade e comparabilidade. Ressalte-se que o *disclosure* corporativo não é limitado às informações financeiras, pois existem, também, informações acerca de produtos, consumidores, empregados, pesquisa e desenvolvimento, estratégia, governança corporativa, meio ambiente etc. Nesse contexto, pode-se dizer o *disclosure* de informações não financeiras e acerca do futuro da empresa é uma implicação da adoção de uma abordagem informacional para a contabilidade. (BEAVER, 1998)

Percebe-se, igualmente, que o conceito de *disclosure* também está intimamente relacionado ao conceito de transparência corporativa, definida por Bushman, Piotroski e Smith (2004) como a disseminação de informação relevante e confiável acerca da *performance* operacional, *performance* financeira, oportunidades de investimento, governança, valores e risco. Constata-se assim, que o conceito de transparência está relacionado com a disseminação de informação via canais formais, como as demonstrações financeiras ou ainda por intermédio da mídia, dos *sites*, dos jornais, das revistas etc.

A ideia subjacente é de que empresas com melhor *disclosure* são mais transparentes. Entretanto, é importante salientar que a transparência corporativa é um caminho (*journey*) e não um destino (*destination*) já que nenhuma empresa, de país algum, é inteiramente transparente (ALAM, 2007).

Note-se que, nos últimos anos, a demanda por informações tem aumentado dramaticamente sendo que os casos de fraude, no começo do milênio, nos Estados Unidos colocaram ainda mais pressão nos órgãos reguladores para melhorar a qualidade do *disclosure* corporativo (BERETTA; BOZZOLAN, 2007).

Para Da-Silva e Magalhães Filho (2005), a sociedade tem exigido um maior grau de transparência por parte das companhias. Essa exigência baseia-se no fato de que os *stakeholders* formam uma imagem da empresa com base naquilo que eles conseguem ver. Assim, o *disclosure* deverá permitir que o usuário possa realizar julgamentos adequados

Nesse sentido, parece existir consenso de que, para satisfazer as necessidades dos usuários, as demonstrações contábeis necessitam expandir a visão tradicional de trazer informações apenas sobre o passado das empresas. Afinal, o interesse dos usuários é, fundamentalmente, o futuro das empresas.

Contudo, não se sabe de fato quais informações são, efetivamente, demandadas pelos usuários das demonstrações contábeis. Do mesmo modo, decidir que informação deve ser divulgada é uma tarefa complexa, pois a contabilidade possui diversos usuários. Nesse cenário, percebe-se que é preciso identificar, primeiramente, quem são os usuários da informação contábil.

Conceitua-se como usuário toda pessoa física ou jurídica que tenha interesse na situação e no progresso da empresa (IUDÍCIBUS; MARTINS; GELBCKE, 2007). Como exemplo de possíveis usuários das demonstrações contábeis, tem-se: investidores, credores, governo, órgãos reguladores, clientes, concorrentes e sindicatos.

De certa forma, o usuário tido como padrão é capaz de selecionar e interpretar as informações contábeis. Consequentemente, percebe-se que as demonstrações contábeis não são elaboradas para um usuário leigo. Pelo contrário, assume-se que o usuário das demonstrações contábeis tem amplo conhecimento de contabilidade.

Do mesmo modo, as informações contábeis são direcionadas àqueles que possuem um razoável entendimento das atividades econômicas e operacionais da empresa (FASB, 1978). A ideia subjacente é que, para interpretar um balanço necessita-se de um amplo conhecimento de contabilidade e também da atividade econômica da empresa; caso contrário, as inferências podem ficar comprometidas.

Segundo Barth, Beaver e Landsman (2001), o principal usuário da informação contábil são os investidores em ações, sendo que o foco principal das demonstrações contábeis na ótica dos órgãos reguladores é a avaliação de empresas (*valuation*).

Contudo, investidores que adotam uma estratégia de diversificação, investindo em diferentes empresas não conseguem coletar e avaliar toda informação relevante sobre as empresas de seu *portfolio*. Do mesmo modo, existem investidores que não possuem as qualificações necessárias para analisar as demonstrações contábeis, optando por contratar intermediários, como, por exemplo, analistas de investimentos. A decisão de se contratar um analista de investimentos poderia ser vista como uma compra de um produto de alta qualidade, no caso, uma informação superior (BEAVER, 1998).

Nesse cenário, note-se que os analistas são responsáveis por analisar as demonstrações contábeis juntamente com outros tipos de informação com o objetivo de fazer recomendações e/ou decisões de investimento para os investidores. Lang e Lundholm (1996) afirmam que os analistas de investimentos são os principais usuários das informações contábeis.

Entretanto, esse fato não é consenso na área contábil. Segundo Houlthausen e Watts (2001), muitos pesquisadores têm se assumido que o *valuation* é a principal função da informação contábil e que o principal usuário é o investidor, sem considerar outras funções importantes que as demonstrações contábeis possuem, como, por exemplo, servir de base na formação de contratos com gestores, credores, governo etc.. A ideia é que as demonstrações contábeis são um rico conjunto de variáveis que servem para uma vasta gama de contratos, pois enfatizam resultados que são passiveis de verificação.

Nesse ambiente, percebe-se que os órgãos reguladores são forçados a levar em conta as múltiplas demandas dos usuários da informação contábil nas suas decisões (HOULTHAUSEN; WATTS, 2001). Do mesmo modo, o que é uma informação

extremamente relevante para determinado usuário pode ser irrelevante ou ainda destruidora de valor (informações confidenciais, estratégicas) para outro usuário ou ainda para a empresa que a divulga.

Logo, órgãos reguladores enfrentam um *trade-off* na hora de decidir por determinada norma contábil como, por exemplo, a mensuração dos ativos a valor justo, que poderia ser útil para os usuários interessados em encontrar o valor intrínseco da firma (investidores), mas, ao mesmo tempo, prejudicial àqueles que preferem uma contabilidade mais conservadora (credores).

Com base nos argumentos expostos nos parágrafos anteriores, constata-se que é por meio do *disclosure* que a contabilidade atinge seu objetivo maior: prover informações úteis aos usuários externos da empresa, de modo a reduzir a assimetria informacional. Verifica-se, também, que para cumprir esse objetivo a informação contábil deve ser relevante, assumindo-se como padrão um usuário conhecedor das normas contábeis. Finalmente, percebe-se que pelo fato de as demonstrações contábeis possuírem diversos usuários, muitas vezes existe um conflito e, também, um dilema acerca do tipo de informação que deveria ser divulgada pelas empresas.

Finalmente, o *disclosure* contábil é extremamente importante para o mercado de capitais, pois problemas de assimetria podem comprometer seu funcionamento. A próxima seção discute esses aspectos.

2.2 A importância do *disclosure* para o mercado de capitais

Um dos traços distintos das empresas modernas é a separação entre empreendedores e fornecedores de capital, já que os indivíduos com bons projetos e capacidade para geri-los não são, necessariamente, aqueles que possuem os recursos para implementá-los. Nesse cenário, surge o mercado de capitais, que é justamente um intermediário que oferece serviços às empresas e aos investidores, sendo que sua sobrevivência depende de quão bem consegue responder às demandas desses usuários.

Uma característica do mercado de capitais é a separação entre poupadores e empreendedores e a ótima alocação da poupança para as oportunidades de investimento é seu grande desafio (HEALY; PALEPU, 2001). De acordo com a Teoria Econômica Neoclássica, o mercado de capitais fornece uma conexão crucial entre consumidores e produtores (STIGLITZ, 1981).

Nesse ambiente, as empresas, administradas pelos gestores (ou acionistas controladores), estão interessadas em captar recursos dos acionistas. Entretanto, para que um contrato de investimento em uma empresa seja celebrado, faz-se necessário o estabelecimento de um preço justo estipulado a partir de diferentes tipos de informações (situação econômico-financeira, projetos futuros etc.) sobre as empresas.

Assim, percebe-se que disponibilidade de informações é um elemento-chave para a alocação eficiente de recursos e crescimento da economia. A ideia é que a ausência de informações confiáveis impede a alocação de capital humano e financeiro na economia (BUSHMAN; SMITH, 2001), sendo que o funcionamento eficiente do mercado de capitais depende, significativamente, do fluxo de informações entre a companhia e seus *stakeholders*. Logo, percebe-se que um mercado de capitais líquido e abrangente demanda que as empresas que emitem títulos e valores mobiliários divulguem informações acuradas sobre suas operações.

Contudo, a informação é imperfeita, sua obtenção possui custo, existe assimetria de informação e o nível dessa assimetria é afetado pela ação das companhias e dos indivíduos (STIGLITZ, 2000). Consequentemente, uma das principais barreiras que impedem o desenvolvimento de certos mercados de capitais é o custo para se tornar bem informado (YOUNG; GUENTHER, 2003).

Pode-se dizer que um investidor racional, que tem consciência de sua desvantagem informacional perante os controladores, apenas optará em investir na empresa caso suas incertezas sejam reduzidas a um nível satisfatório ou caso seja pago, adequadamente (prêmio), por incorrer nos riscos decorrentes da falta de informação.

Esse argumento baseia-se no problema de assimetria informacional existente entre usuários internos da empresa (gestores, acionistas controladores etc.) e usuários externos (acionistas minoritários, credores etc.). Como o próprio nome já diz, assimetria significa algo não simétrico, desigual, mais especificamente informações acerca da empresa. Isso acontece

porque os usuários internos estão mais bem informados, pois possuem acesso privilegiado às informações já que estão dentro da companhia.

George Akerlof, que recebeu o Prêmio Nobel de Economia em 2001, foi o primeiro pesquisador (ou talvez o mais importante) a modelar a assimetria informacional, no seu trabalho denominado "*The Market for Lemons*", em 1970. Nele, o autor apresenta um exemplo no mercado de carros usados, em que não existe informação sobre os carros e que o preço oferecido pelos compradores é um valor médio entre os carros disponíveis nesse mercado. Segundo esse autor, isso ocorre devido à assimetria informacional existente entre os vendedores e compradores, sendo que esses últimos não conseguem avaliar se os carros são bons ou ruins (*lemons*), atribuindo, assim, um preço médio.

Dentro desse exemplo, os vendedores dos carros bons sairiam do mercado, pois não teriam incentivos para vender seus carros a preços inferiores (valor médio entre os carros ruins e bons). Em contrapartida, os preços praticados seriam vantajosos para vendedores de carros ruins (*lemons*). Analiticamente, Akerlof (1970) demonstra que o problema de assimetria informacional pode levar ao colapso do mercado, no qual os vendedores de bons carros abandonariam o mercado, pois não obteriam preços justos. Esse problema decorrente da existência de assimetria informacional é conhecido como seleção adversa.

No mercado de capitais, a seleção adversa implica que duas ações de empresas de "qualidades" diferentes seriam negociadas com o mesmo preço. Consequentemente, o problema da seleção adversa decorrente da assimetria informacional prejudica o acesso das empresas ao crédito, o que pode resultar no abandono de diversos projetos potencialmente rentáveis impedindo a alocação eficiente dos recursos na economia.

Ressalte-se que a existência de assimetria informacional não se limita a gestores e investidores, já que esse mesmo fenômeno pode estar presente também entre os investidores. De acordo com Beaver (1998), a assimetria entre investidores é caracterizada pela presença de investidores mais bem informados e investidores menos informados. Nesse ambiente, os investidores mais bem informados possuem incentivos para obter retornos anormais negociando com os investidores menos informados.

Na essência, os investidores menos informados têm medo que os investidores mais bem informados queiram negociar apenas porque o preço dos títulos está muito alto (ou muito baixo), em razão justamente das informações "privilegiadas" que não possuem (LEUZ; WYSOCKI, 2008).

Nesse cenário, investidores menos informados buscam uma proteção contra possíveis perdas resultantes de negociações com outros agentes mais bem informados, diminuindo o preço que estão dispostos a pagar por um título e/ou aumentando o preço exigido para vender seus títulos. Isso acaba diminuindo o número de transações no mercado e, consequentemente, sua liquidez.

De acordo com Brown e Hillegeist (2008), essa forma de proteção dos preços no processo de negociação introduz um diferencial entre o preço oferecido e o preço procurado (*bid-ask spread)* no mercado secundário. O *bid-ask spread* é reconhecido como um importante aspecto da liquidez do mercado, pois, se a ação possui maior liquidez, o investidor poderá negociá-la mais rapidamente e sem concessões (ATTIG *et al*, 2006).

Assim, a assimetria informacional e a seleção adversa reduzem o número de ações que os investidores menos informados estão dispostos a negociar. Logo, a existência de investidores com informações privadas (ou privilegiadas) cria o problema da seleção adversa no mercado (BROWN; HILLEGEIST, 2008), o que, consequentemente, reduz sua liquidez (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991).

Outro fenômeno decorrente do problema de assimetria informacional é o risco moral decorrente do fato de que o comportamento daqueles que controlam a companhia não pode ser completamente observado (HOLMSTRON, 1979). A ideia é que, uma vez que os investidores decidem investir na empresa, as ações dos gestores não podem ser totalmente observadas, o que pode gerar problemas de expropriação (HEALY; PALEPU, 2001).

Nesse cenário, o gestor poderia utilizar suas informações privilegiadas para maximizar seu próprio interesse à custa dos investidores. Atos de risco moral não envolvem apenas fraudes e gerenciamento de lucros, mas, sim, qualquer ação que não seja do interesse dos investidores, como, por exemplo, assumir maiores riscos em projetos (BEAVER, 1998).

Em suma, constata-se que a assimetria informacional gera altos custos de transação e baixa liquidez. Consequentemente, as políticas que reduzam essa assimetria auxiliam no desenvolvimento do mercado de capitais (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991), sendo que o *disclosure* corporativo surge como uma peça fundamental para amenizar os problemas de seleção adversa e de risco moral (HEALY; PALEPU, 2001).

A ideia subjacente é de que o *disclosure* reduz a assimetria aproximando os níveis de informação entre os participantes do mercado, visto que uma informação que antes era privada, pois apenas os controladores e/ou aqueles com informação privilegiada tinham-lhe acesso, torna-se pública. Dessa forma, o nível de assimetria informacional diminui à medida que se aumenta o nível de divulgação, ou seja, possuem uma relação inversa.

De maneira geral, o *disclosure* "nivela" as informações entre os participantes do mercado. De acordo com Leuz e Wysocki (2008), isso acontece de duas maneiras. Primeiramente, com mais informações públicas disponíveis torna-se mais difícil e mais caro conseguir informações privadas. Logo, existirão menos investidores com informações privilegiadas. Em segundo lugar, o *disclosure* reduz a incerteza acerca do valor da companhia, que, consequentemente, reduz a vantagem informacional que os investidores mais informados teriam. Nessa ótica, ambos os efeitos tendem a reduzir a proteção de preços imposta por investidores menos informados, gerando mais liquidez no mercado.

Do mesmo modo, a divulgação de informações contábeis aumenta a eficiência do mercado, na medida em que provê informações úteis que possibilitam aos investidores avaliar decisões de investimento (BUSHMAN; SMITH, 2001). A lógica é que a disponibilidade de informações diminui o grau de incerteza dos investidores a respeito dos resultados futuros da empresa.

Nessa ótica, o *disclosure* reduz o risco de os investidores tomarem decisões equivocadas auxiliando-os na alocação de seus recursos dentre as diversas opções disponíveis no mercado (BUSHMAN; SMITH, 2001).

A ideia é que o *disclosure* permite uma avaliação dos investimentos de maneira mais precisa o que, de certa maneira, alocaria os recursos escassos de maneira mais eficaz (WEIL, 2002). De acordo com Orens e Lybaert (2008), como o *disclosure* reduz a assimetria informacional, investidores e analistas conseguem tomar melhores decisões. Do mesmo modo, se o

disclosure corporativo de boa qualidade aumenta a visibilidade da empresa e/ou reduz o custo do processamento da informação, também poderia incentivar a procura dos investidores pelas ações da empresa (BROWN; HILLEGEIST, 2008).

Dentro dessa linha de pensamento, o *disclosure,* também, poderia contribuir para o desenvolvimento das empresas no Brasil. De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), demonstrações contábeis levantadas segundo os melhores postulados da relevância e evidenciação, com o máximo possível de objetividade e consistência, podem contribuir para o fortalecimento e expansão das empresas nacionais.

Do mesmo modo, a divulgação de mais informações pelas empresas presentes no cenário nacional, também, poderia incentivar investimentos estrangeiros no Brasil. De uma maneira geral, investidores estrangeiros optam por investir em empresas listadas em bolsas de valores estrangeiras (outros mercados que não os de seus países de origem), buscando maior retorno ou menor risco. Ora, isso parece natural, pois caso não esperassem obter esses benefícios, maior retorno ou menor risco, continuariam a investir apenas em empresas listadas nas bolsas de seus respectivos países.

Dentre os custos de se investir em outros países, encontram-se os custos de se obterem informações acerca das empresas estrangeiras (YOUNG; GUENTHER, 2003). Ora, como o *disclosure* de qualidade reduz o custo de se tornar informado, também aumenta a mobilidade do capital internacional incentivando investimentos nas empresas presentes no Brasil.

Finalmente, o *disclosure*, ainda pode mitigar os efeitos do problema do risco moral, porque faz com que as ações dos gestores se tornem públicas, funcionando como um importante mecanismo de controle. Aspectos relacionados ao controle do comportamento dos gestores, proteção dos direitos dos acionistas, dentre outros, são especificamente tratados nas pesquisas sobre governança corporativa, tema que também se relaciona com a divulgação de informações contábeis. Assim, a próxima seção discute os conceitos relacionados à governança corporativa e sua ligação com o *disclosure*.

2.3 *Disclosure* na ótica da governança corporativa

Sob o ponto de vista da teoria contratual da firma, a empresa é vista como um conjunto de contratos, onde cada participante (empregados, acionistas, fornecedores etc.) contribui com algo (trabalho, capital, bens) e recebem algo em troca (salários, dividendos, dinheiro) (LOPES, 2004). De acordo com Fama (1980), a firma é um grupo cujos membros agem de acordo com seus próprios interesses, mas que estão cientes de que seus destinos dependem da sobrevivência da empresa.

Nesse cenário, quando um investidor (principal) estabelece um contrato com um gestor (agente) para realizar um serviço em seu lugar (administrar a companhia), atribuindo-lhe autoridade para tomar decisões, tem-se um relacionamento de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Note-se que o investidor é o dono da empresa, pois fornece o capital de risco. Contudo, a administração dos recursos fica a cargo do gestor. Nesse contexto, o gestor da empresa possui responsabilidade de utilizar, eficientemente, e de maneira rentável, os recursos da companhia (FASB, 1978).

Contudo, na prática, esse relacionamento é influenciado pelo chamado problema ou conflito de agência. Como os contratos entre gestores e provedores de capital são incompletos, pois não é possível se especificarem todas as ações a serem tomadas em razão da incerteza acerca do futuro e os gestores possuem informação privilegiada acerca da empresa, existe oportunidade para o comportamento oportunístico.

Segundo John Galbraith (2004), ex-diretor do *Federal Reserve System* (FED) e professor da Universidade de Harvard, nas empresas modernas, quem detem o poder real não são os donos do capital, mas, sim, os administradores. Nesse cenário, note-se que, embora o gestor deva contar a verdade, não há como forçá-lo a contar toda a verdade (SHIN, 2003).

Assim, quando os investidores financiam as empresas, confrontam-se com o risco de que o retorno sobre seu investimento não acontecerá devido à expropriação (LA PORTA *et al*, 2000). Nesse sentido, percebe-se que a essência do problema da agência é justamente a separação entre a propriedade e o controle (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Logo, esse problema surge porque o agente (gestor) está propenso a agir de acordo com seus próprios interesses, que podem não ser consistentes com os interesses do principal (acionista).

Percebe-se que os conflitos de agência ocorrem, principalmente, em razão dos diferentes incentivos econômicos que gestores e os provedores de capital possuem. Caso se assuma que tanto os gestores quanto os provedores de capital buscam maximizar seu próprio bem estar, existe uma boa razão para se acreditar que nem sempre os gestores irão agir de acordo com os melhores interesses daqueles que proveem o capital. (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Assim, os problemas de agência manifestam-se, principalmente, mediante escolhas que não maximizem o valor dos acionistas.

Nesse ambiente, note-se que aqueles que controlam as empresas, podem utilizar seu poder para expropriar os minoritários. Logo, o problema da agência, no contexto empresarial, trata, basicamente, das dificuldades que os provedores de capital enfrentam devido à possibilidade de expropriação pelos gestores.

Dentre alguns exemplos dessa expropriação por parte dos controladores têm-se: compensação excessiva; venda de ativos para empresas relacionadas com valor abaixo do mercado; implementação de projetos poucos lucrativos e/ou demasiadamente arriscados; manipulação dos preços de transferência; empréstimos pessoais ou ainda apropriação indevida de ativos da empresa.

Assim, apesar da competição entre as empresas ser uma força que promove a eficiência do mercado, não se espera que, por si, só consiga resolver o conflito de interesses entre provedores de capital e gestores (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Logo, são necessários mecanismos que dificultem a adoção de medidas que beneficiem, exclusivamente, os controladores. A ideia é que, devido ao conflito de agência, o investidor deve cercar-se do maior número possível de instrumentos para evitar que seja expropriado pelo gestor.

Nesse cenário, como um possível remédio para os conflitos de agência, surge a governança corporativa, que, segundo Shleifer e Vishny (1997), trata justamente dos mecanismos que os provedores de capital (acionistas e credores) utilizam para assegurar o retorno do seu investimento. Assim, pode-se dizer que a governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência.

A ideia é justamente estabelecer mecanismos para controlar o comportamento oportunístico daqueles que controlam a empresa. Logo, a governança corporativa pode ser vista como o

conjunto de meios pelos quais os gestores são disciplinados a agir no interesse dos provedores de capital.

De maneira geral, baixa governança corporativa prejudica a captação de recursos nos mercados de capitais, forçando empresas a se financiarem internamente e/ou em bancos governamentais (SHLEIFER; VISHNY, 1997). Contrariamente, quando os investidores são protegidos da expropriação, eles pagam mais pelos títulos, o que torna mais atrativo para as empresas emiti-los, encorajando, assim, o desenvolvimento do mercado de capitais (LA PORTA *et al*, 2000).

Assim, quando o ambiente legal de um país protege potenciais investidores contra a expropriação pelos controladores, os primeiros estão mais propensos a financiar as empresas, o que expande o tamanho de um mercado de capitais (LA PORTA *et al*, 1997). Nesse contexto, para que uma empresa consiga captar recursos no mercado por valores atrativos, faz-se necessário estabelecer uma reputação de pouca expropriação aos investidores, caso contrário a captação pode se tornar muito cara (LA PORTA *et al*, 2000).

Nesse cenário, as demonstrações contábeis possuem um importante papel de monitoramento. Pode-se dizer que as atividades de monitoramento são aquelas realizadas pelos investidores com o objetivo de assegurar que os gestores limitem suas atividades de acordo com o contrato. A ideia é que melhorias no processo de monitoração dos gestores tendem a reduzir as ações oportunísticas.

O raciocínio é de que o *disclosure* de informações sobre o desempenho da companhia possui valor, pois permite um julgamento mais acurado das ações do agente (gestor) (HOLMSTRON, 1979). Nesse ambiente, gestores tenderiam a investir menos em projetos que destruíssem (ou diminuíssem) o valor da companhia (HOPE; DE FRANCO; LAROCQUE, 2008). Assim verifica-se que o *disclosure* aumenta a eficiência na alocação de recursos.

Do mesmo modo, a utilização de informações divulgadas pela contabilidade na formação de contratos, também, pode minimizar o comportamento oportunístico dos agentes. Quando não é possível para o principal (investidor) observar as decisões do agente (gestor), pressupõe-se que o primeiro utilizará informações, mesmo que incompletas ou imperfeitas (*disclosure* corporativo), para mitigar os problemas de risco moral. Nessa linha de pensamento, percebe-

se que a contabilidade fornece *input* direto para a formação de contratos entre os provedores de capital e os controladores. O uso da informação contábil nos *covenants* de dívidas e na compensação de executivos são exemplos de sua utilidade na redução de problemas de agência.

A ideia subjacente à remuneração com base nos lucros, por exemplo, é fazer com que o gestor atue como se ele fosse o dono da empresa, sendo que, com a apuração de lucro, ele também se beneficiará. Já os credores, igualmente, se cercam de uma variedade de proteções legais como, por exemplo: o direito a um ativo colateral; o direito de liquidar a empresa no caso de não-pagamento da dívida; o direito a votar na reorganização da empresa etc.. Isso ocorre, pois, sabendo-se que os gestores podem assumir riscos maiores que os desejados, os credores impõem restrições com vistas a controlar o comportamento dos gestores da empresa.

Nessa mesma linha de pensamento, a política de dividendos, também, funciona como um mecanismo para a diminuição dos custos de agência, pois caso os lucros não sejam pagos aos acionistas na forma de dividendos, os gestores poderiam se apropriar desses valores por meio da utilização de projetos que destruam valor. A lógica da distribuição de dividendos é que uma parte dos recursos é retornada aos investidores, o que, consequentemente, diminui o volume de recursos que poderiam ser utilizados para a expropriação pelos gestores. Isso talvez explique por que a distribuição de dividendos é obrigatória no Brasil, ou seja, a lei veio proteger o acionista minoritário contra possíveis expropriações dos controladores.

Percebe-se, assim, que as demonstrações contábeis proveem um conjunto de informações verificáveis acerca da *performance* dos gestores da empresa, o que gera uma ligação central entre a contabilidade e a governança corporativa (SLOAN, 2001). De acordo com Alam (2007), a função de governança que as demonstrações contábeis possuem contribui, diretamente, para a *performance* econômica da empresa, disciplinando gestores, por exemplo, a abandonar projetos não lucrativos.

Do mesmo modo, note-se que, se o principal (investidor) consegue estimar de maneira mais confiável os esforços dos gestores, ele poderá estabelecer melhores formas de remuneração que alinhem seus interesses. A lógica é que o *disclosure* auxilia no estabelecimento de metas e objetivos para a gestão, de maneira a alinhar os interesses dos provedores de capital.

Nesse contexto, o *disclosure* pode ser visto como uma atividade que limita a transferência de recursos dos minoritários para os controladores na medida em que as torna mais visíveis funcionando como um mecanismo de proteção contra a expropriação (LA PORTA *et al*, 2000). De acordo com Bushman e Smith (2001), o *disclosure* é um importante elemento da governança corporativa já que permite aos investidores e outras partes externas à empresa monitorar a *performance* e também compromissos contratuais.

A ideia central é que o *disclosure* pode alterar o comportamento dos gestores. Logo, o ponto extremante interessante é que o *disclosure* não altera a percepção, apenas, dos usuários da informação, mas, também daqueles que a divulgam, ou seja, dos gestores da empresa. Assim, percebe-se que o *disclosure* é um importante meio de monitoração dos gestores, de maneira a torná-los mais responsáveis por seus atos

A ideia é que a transparência faz com que os gestores direcionem suas atividades para o interesse dos investidores. De acordo com Bens e Monahan (2004), um *disclosure* de melhor qualidade aumenta a precisão das informações sobre as decisões operacionais e de investimentos efetuadas pelos gestores.

Nessa linha de pensamento, um comprometimento com um melhor *disclosure* tende a reduzir a propensão dos gestores a investir em projetos que destruam (ou diminuam) o valor da empresa De acordo com Bens e Monahan (2004), trata-se do chamado efeito de monitoração do *disclosure* (*monitoring effect*).

Para Healy e Palepu (2001), o *disclosure* reduz os custos de agência já que provê aos *stakeholders* um efetivo instrumento de monitoração. Nesse sentido, percebe-se que o *disclosure* também pode ser visto com um mecanismo de proteção aos direitos dos minoritários, que não possuem acesso privilegiado às informações da companhia.

Evidências empíricas (LA PORTA *et al*, 1997; LA PORTA *et al*, 2002) enfatizam a importância da proteção aos investidores para o desenvolvimento do mercado de capitais. Fatores associados à proteção dos direitos dos minoritários, como, por exemplo, um *disclosure* de boa qualidade, contribuem para o desenvolvimento do mercado. Ressalte-se que a presença de investidores minoritários constitui uma condição importante para a manutenção

da liquidez do mercado, sendo que sua participação está condicionada à eficácia da proteção aos seus direitos (regras claras, *disclosure* de informação relevante, *enforcement* etc.).

Por outro lado, a falta de transparência das empresas e a adoção de condutas incorretas com os acionistas minoritários vêm sendo, constantemente, apontadas como as origens para o mau funcionamento do mercado acionário, acarretando graves consequências para a economia (SROUR, 2007). Em geral, investidores reconhecem o risco de expropriação e penalizam as firmas que não divulgam informações sobre suas operações (LA PORTA *et al*, 2000).

Percebe-se, que em países nos quais as leis não protegem os direitos dos investidores, os mercados são menos desenvolvidos (LEAL; OLIVEIRA, 2007). Nesse cenário, note-se a importância do *disclosure,* pois, embora não seja o único elemento, é sem dúvida essencial para a proteção dos minoritários.

Finalmente, com base nos argumentos apresentados nessa seção, verifica-se que a contabilidade e a governança corporativa estão intimamente relacionadas, principalmente no que diz respeito à proteção aos usuários externos das empresas. Constata-se que as demonstrações contábeis fornecem informações que são base para uma vasta gama de contratos que visam reduzir os conflitos de agência. Do mesmo modo, o *disclosure* auxilia os usuários externos no processo de monitoramento da gestão, fazendo com que os controladores evidenciem suas ações, o que tende a reduzir a expropriação.

Da mesma maneira, conforme discutido nesta seção e na anterior, percebe-se que o *disclosure* é extremamente importante para o desenvolvimento do mercado de capitais. Neste cenário, a contabilidade passa a possuir impacto na sociedade de forma mais ampla (LOPES, 2002).

Entretanto, é necessário ressaltar que a prática da contabilidade é realizada por indivíduos e está longe de ser uma disciplina exata. Pelo contrário, note-se que os processos de reconhecimento, mensuração e *disclosure* envolvem julgamento. Assim, um aspecto fundamental no estudo do *disclosure* é justamente entender a discricionariedade inerente à prática decorrente das escolhas contábeis.

2.4 *Disclosure* e as escolhas contábeis

De acordo com Arthur Levitt (1998), ex-presidente da *Security Exchange Comission* (SEC), desde que esse órgão foi criado, em 1944, a abordagem tem sido de requerer que as empresas que querem ter seus títulos negociados no mercado norte-americano obedeçam às exigências de *disclosure* como uma forma de prevenir divulgações incompletas e tendenciosas

Contudo, a prática contábil nem sempre é determinada pela normatização, pois: (i) a execução prática é mais detalhada do que as normas; (ii) as normas tardam a capturar as inovações da prática e (iii) nem sempre as empresas implementam as normas (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

Segundo Welker (1995), apesar dos esforços dos órgãos reguladores, as companhias possuem discricionariedade na determinação do escopo, conteúdo, período e forma de evidenciar informações aos usuários externos. Percebe-se que, apesar de apresentar certas restrições quanto à elaboração, contabilização e evidenciação da informação econômico-financeira, a lei societária apresenta certo grau de arbitrariedade quanto à escolha dos procedimentos contábeis (COSENZA; GRATERON, 2003). Consequentemente, a existência de critérios múltiplos nas normas e práticas contábeis possibilita aos administradores escolherem alternativas válidas com o objetivo de apresentarem informações desejadas (PAULO, 2006).

Assim, a elaboração e a divulgação das demonstrações contábeis envolvem um julgamento que decorre das escolhas contábeis existentes. Uma escolha contábil é qualquer decisão cujo objetivo seja influenciar o resultado da contabilidade, incluindo não apenas as demonstrações contábeis, mas, também, outros documentos derivados da contabilidade como, por exemplo, as declarações de imposto de renda (FIELDS; LYS; VICENT, 2001).

Pode-se dizer que tais escolhas acontecem nas três etapas do processo contábil:

- Reconhecimento: Escolha de como se reconhecer determinado evento econômico ou ainda não reconhecê-lo. Por exemplo, reconhecer um instrumento financeiro como disponível para venda ou mantido até o vencimento, reconhecer ou não um passivo ambiental etc.;
- Mensuração: Escolha de qual método de avaliação utilizar. Por exemplo, PEPS ou média ponderada para a avaliação do estoques, linear ou exponencial para a depreciação etc. e

- Divulgação: Escolha de se evidenciar ou não determinada informação de caráter voluntário. Por exemplo, projeção de lucros futuros, EBITDA, etc..

Nesse ambiente, os gestores da entidade podem utilizar procedimentos que maximizem seus próprios interesses e/ou o valor de mercado da entidade. De uma maneira geral, conceituam-se esses procedimentos como gerenciamento de resultados ou, ainda, contabilidade criativa, maquiagem de balanços, *earnings management*, *window dressing*, *cooking the books*, *income smoothing* etc.

A ideia subjacente ao gerenciamento de resultados é que, como os gestores podem interferir no processo de geração e divulgação das informações contábeis e como os horizontes de tempo entre eles e os acionistas podem ser conflitantes, eles tenderão a buscar melhores resultados no curto prazo (HERMALIN; WEISBACH, 2008). No cenário nacional, uma prática já documentada é a utilização da reserva de reavaliação para melhorar a relação Passivo/Patrimônio Líquido (LOPES; WALKER, 2008).

Contudo, é importante ressaltar que uma escolha contábil pode ter várias motivações: aumentar o lucro para aumentar a remuneração; aumentar o lucro para atender às projeções de analistas de mercado; aumentar o lucro para melhorar a relação Passivo/Patrimônio Líquido devido à *covenants* de dívidas; diminuir o lucro para pagar menos impostos; diminuir o lucro para não despertar a atenção da mídia e dos sindicatos etc..

Consequentemente, a grande dificuldade inerente a detecção do gerenciamento dos lucros é justamente conseguir identificar as diferentes motivações que os gestores possuem e os diferentes procedimentos utilizados para atingir seus objetivos.

Segundo a abordagem positiva da contabilidade, as empresas elegem suas políticas de evidenciação contábil tentando minimizar custos contratuais e seus gestores buscam defender interesses individuais (WATTZ; ZIMMERMAN, 1986). Por isso, a qualidade da informação contábil depende dos incentivos que os gestores possuem e não apenas das normas ou leis (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

No caso específico do *disclosure*, a existência de assimetria informacional permite aos gestores, em muitos casos, discricionariedade da hora de decidir o que divulgar. Assumindo

que os processo de regulação (exigência de se divulgar determinadas informações e *enforcement* dessas exigências) e auditoria (baseado em testes substantivos e no processo de amostragem) são imperfeitos, os gestores, por vezes, têm o poder de decidir o que divulgar (HEALY; PALEPU, 2001). Corroborando essa afirmação, recentes escândalos corporativos reforçam a ideia de que os gestores possuem incentivos para influenciar, significativamente, a tempestividade do *disclosure* corporativo (KOTHARI; SHU; WYSOCKI, 2008).

De acordo com Fisher e Verrecchia (1998), como o mercado não consegue observar de maneira completa os incentivos dos gestores, não consegue tampouco ajustar, perfeitamente, suas expectativas em relação a esses vieses. Do mesmo modo, não é possível eliminar por completo as manipulações que os gestores realizam, pois isso seria muito custoso (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Logo, percebe-se que gestores possuem discricionariedade com relação ao *disclosure* corporativo.

Nesse cenário, os gestores e/ou as empresas possuem incentivos econômicos para fornecer informações confiáveis, mas, também, possuem incentivos para fornecer informações enviesadas. Para Beaver (1998), os gestores possuem diversos incentivos pessoais na escolhas dos procedimentos de *disclosure.* Segundo Watts e Zimmerman (1986), antes de tomar uma decisão contábil, os gestores avaliam os possíveis impactos no seu próprio bem estar.

Nessa ótica, percebe-se que as empresas dificilmente disponibilizam informações por razões filantrópicas. Pelo contrário, a racionalização econômica é justamente o que motiva o *disclosure* (GRUNING, 2008). Logo, o *disclosure* corporativo não é realizado no vácuo, pelo contrário, resulta de uma decisão que a empresa toma de como se comunicar com seus *stakeholders* (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003). Assim, o *disclosure* pode refletir uma decisão estratégica dos gestores, que buscam maximizar seu próprio interesse.

Essa decisão estratégica pode ser caracterizada como a propensão de se obterem benefícios específicos com o *disclosure*, por meio do gerenciamento do processo de divulgação das informações corporativas (GIBBINS; RICHARDSON; WATERHOUSE, 1990). Em alguns casos, os gestores podem possuir incentivos para ofuscar o resultado real da empresa, gerando malefícios aos usuários externos (GOTO; WATANABE; XU, 2007). Consequentemente, quanto maior a magnitude das interferências (gerenciamento, por exemplo) em um sistema de

informações (demonstrações contábeis), menor sua utilidade para os investidores (GROSSMAN; STIGLITZ, 1980).

A ideia subjacente é que os gestores observam os resultados das operações, mas os investidores observam apenas o *disclosure,* pois se encontram fora da companhia. Logo, em alguns casos, o gestor tem discrição para divulgar ou reter o que ele observa. Isso acontece porque uma parte das informações que ele possui no momento do *disclosure* não é verificável no momento em que essa divulgação ocorre.

Nesse cenário, embora seja sabido que os gestores possuam informação privilegiada e que, em certos casos, teriam incentivos para não divulgá-la, investidores podem não conseguir avaliar a natureza e a magnitude dessas informações. Do mesmo modo, se o mercado, efetivamente, não sabe que os gestores possuem determinada informação, esses últimos podem decidir por não evidenciá-la e mascarar a situação real da companhia.

De maneira geral, gestores acreditam que os investidores não conseguem identificar (entender) o gerenciamento de informações contábeis (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Nesse contexto, surge o fluxo incompleto de informações caracterizado pela não divulgação de determinada informação (MENINI, 2008). Consequentemente, a diversidade das práticas de *disclosure* produz variação no nível de assimetria informacional entre os usuários externos da empresa (WELKER, 1995).

Contudo, não seria razoável supor que as companhias estivessem dispostas a gerar e divulgar informações contábeis que contrariassem seus interesses, quando fosse viável e lícito escolher práticas que gerassem informações compatíveis com tais interesses (CARDOSO; MARTINEZ, 2006). A ideia é que o gerenciamento das demonstrações contábeis é uma prática inerente à contabilidade, visto que as normas proporcionam julgamento, decorrente das escolhas contábeis.

Uma das maneiras de se tentar conter os incentivos que gestores possam ter para melhorar a situação econômico-financeira de uma empresa é o principio (ou convenção) do conservadorismo, que implica que notícias ruins sejam divulgadas e reconhecidas de maneira mais tempestiva que notícias boas. De acordo com Houlthausen e Watts (2001), isso faz com que os recursos se mantenham na empresa e, nesse sentido, é um mecanismo de controle para

os credores. Assim, o conservadorismo funciona como uma restrição à liberdade dos gestores (LOPES, 2004). No caso das remunerações baseadas no lucro, por exemplo, o conservadorismo difere a compensação até o ponto em que todos os efeitos dos esforços dos gestores sejam refletidos nesse resultado (HOULTHAUSEN; WATTS, 2001).

Entretanto, de acordo com Kothari, Shu e Wysocki (2007), embora as demonstrações contábeis sejam consideradas "conservadoras", existem poucas evidências de que existe conservadorismo nas práticas de *disclosure* das empresas. Logo, a divulgação de notícias positivas acontece de forma mais tempestiva do que a divulgação de notícias ruins.

Nesse contexto, percebe-se que o gerenciamento dos processos de reconhecimento, mensuração e *disclosure* são inerentes à prática contábil. De uma maneira geral, seria ingênuo pensar que as empresas elaboram e divulgam demonstrações contábeis de forma imparcial. Afinal, caso isso fosse verdade, não haveria a necessidade da validação das demonstrações por uma terceira parte independente: os auditores.

Segundo Beaver (1998), a auditoria independente surge com o objetivo de certificar as demonstrações contábeis, justamente em razão da existência de incentivos pessoais que interferem na sua elaboração. Lopes e Martins (2005) caracterizam o processo de auditoria como um mecanismo informacional que tem por objetivo fornecer um "atestado" de fidedignidade para as demonstrações contábeis, preparadas pelos usuários internos da empresa. Na ótica de Porter, Simon e Hatherly (2003), a auditoria independente é necessária para a:

- Redução do conflito de interesse entre aqueles que preparam e aqueles que utilizam os relatórios contábeis;
- Diminuição do número de possíveis erros decorrentes da preparação dos relatórios contábeis;
- Representação dos sócios, que não podem estar pessoalmente presentes, por intermédio de uma terceira parte: auditores independentes;
- Verificação dos relatórios contábeis por uma terceira parte independente com *expertise* e competência, no intuito de validar as complexas transações das entidades.

Assim, note-se que o auditor necessita fundamentar sua opinião mediante evidências passíveis de verificação. Com base nessas evidências, o auditor independente deverá expressar uma

opinião (parecer) sobre a veracidade das informações contidas nas demonstrações contábeis em conformidade com os princípios contábeis geralmente aceitos (PORTER; SIMON; HATHERLY, 2003).

O Instituto Brasileiro de Auditores Independentes (IBRACON), por meio da NPA Nº 1, "Parecer dos Auditores Independentes sobre Demonstrações Contábeis", define que o auditor independente deve obter evidências dos seguintes aspectos:

- Se as demonstrações contábeis foram preparadas de acordo com as práticas contábeis adequadas e condizentes com os princípios fundamentais;
- Se as demonstrações contábeis atendem aos principais requisitos legais, regulamentares e societários;
- Se o conjunto das informações apresentadas pelas demonstrações contábeis é condizente com o conhecimento do auditor sobre os negócios e as práticas operacionais da entidade;
- Se existe apropriada divulgação de todos os assuntos relevantes para uma adequada apresentação das demonstrações contábeis.

Contudo, são comuns discussões entre profissionais e pesquisadores da área contábil sobre a "real" independência dos auditores no Brasil, onde quem contrata os auditores são os acionistas majoritários, que são justamente os responsáveis por gerir as empresas. Ora, nesse cenário, o auditor deverá certificar as demonstrações preparadas por aqueles que o contrataram e que são, também, responsáveis pelo pagamento de seus honorários. Assim, em muitos casos, a independência do auditor poderia ficar comprometida.

Finalmente, com base nos argumentos apresentados nessa seção, constata-se que o processo de elaboração e divulgação das demonstrações contábeis envolve julgamento, sendo que controladores podem buscar se autobeneficiarem, o que, muitas vezes, poderia implicar na não divulgação de determinada informação relevante. Nesse ambiente, cabe ao auditor independente o papel de expressar um parecer sobre essas demonstrações, papel esse que, frequentemente, pode estar comprometido em razão de possíveis conflitos de interesse.

Outra forma de buscar reduzir as possibilidades de não divulgação de determinada informação é justamente torná-la obrigatória mediante uma lei ou norma contábil. Os aspectos acerca da

regulação na contabilidade, mais especificamente o *disclosure* obrigatório, serão discutidos a seguir.

2.5 Regulação na contabilidade: *disclosure* obrigatório

A regulação pode ser entendida como um conjunto de normas coercitivas emanadas do Estado ou órgão regulador, relativas à determinada atividade ou área do conhecimento (POHLMANN; ALVES, 2004). Mais especificamente na área da Contabilidade, a regulação é um conjunto de leis, normas e princípios geralmente aceitos que tratam do conteúdo, da forma e da periodicidade das demonstrações contábeis (LEV, 1988).

De maneira geral, órgãos reguladores mencionam que normas contábeis de alta qualidade resultam na melhora da confiança do investidor, o que diminui o custo de captação, aumenta a liquidez e contribui para o desenvolvimento do mercado de capitais (LEVITT, 1998).
Mas até que ponto uma norma ou lei deve exigir a divulgação de informações aos investidores? De acordo com Lev (1988), como não se sabe com certeza que informações, são efetivamente, relevantes para os usuários e também devido à vasta gama de usuários que as demonstrações contábeis possuem, não está claro qual critério os órgãos reguladores deveriam utilizar para decidir o que deveria ser divulgado pelas companhias.

Pode-se dizer que, mesmo sem obrigatoriedade, empresas teriam incentivos para, voluntariamente, divulgar informações desde que os benefícios esperados superassem os custos. A ideia subjacente, baseada no conceito do *unraveling argument* (MILGROM, 1981), é de que sem o *disclosure* de informações, investidores não conseguem distinguir entre as boas e más empresas. Assim, eles ofereceriam um valor que reflete a média entre o valor das ações das empresas boas e más.

Logo, as empresas com valor acima da média possuem incentivos para evidenciar informações privadas acerca de seu verdadeiro valor. Isso ocorre porque existe um custo de ser avaliado como um “abacaxi” (AKERLOF, 1970). De acordo com Stiglitz (1981), se algumas empresas divulgarem informações e outras não, o mercado assumirá que as empresas que não o fazem tiveram um retorno baixo.

Esse argumento baseia-se na premissa de que a não divulgação seria pior para a empresa, em razão dos problemas de seleção adversa. Consequentemente, se os gestores podem divulgar informações de maneira a auxiliar os usuários na avaliação da empresa, eles o farão.

Nesse cenário, empresas de capital aberto consomem recursos para divulgar informações para investidores continuamente, mesmo sem obrigatoriedade. Do mesmo modo, o *disclosure* obrigatório e o *disclosure* voluntário são, algumas vezes, substitutos (DYE, 1985b). Logo, um aumento no nível do *disclosure* obrigatório pode substituir práticas que, anteriormente, eram voluntárias. (Ex: Demonstração dos Fluxos de Caixa).

Assim, percebe-se que os custos e benefícios da normatização do *disclosure* contábil não são óbvios, pois, como, inevitavelmente, empresas arcam com os custos da retenção, elas possuem incentivos para divulgar informações voluntariamente (BUSHEE; LEUZ, 2005). Nesse contexto, note-se que, mesmo que não existisse obrigatoriedade, algumas empresas ainda divulgariam informações, desde que os benefícios superassem os custos, pois, segundo Leuz e Wysocki (2008), nesses casos as companhias já teriam incentivos para isso.

Mas e quando isso não ocorre? Bom, assumindo-se uma racionalidade econômica por parte dos gestores, na ausência de obrigatoriedade, não haveria *disclosure* de determinada informação quando os custos de sua divulgação fossem superiores aos seus benefícios. Ora, nesse cenário, existiria um *gap* entre o que as empresas estão dispostas a evidenciar e o que os usuários, efetivamente, demandam e essa seria, justamente, a razão da regulação: <u>exigir as informações que os usuários necessitam e que as empresas não estão dispostas a divulgar voluntariamente</u>.

Assim, uma das possíveis justificativas para a regulação é sua função como mecanismo de comprometimento, já que obriga a empresa a divulgar informações nos tempos bons ou ruins (BUSHEE; LEUZ, 2005). Consequentemente, a regulação seria justificada como uma forma de "forçar" a empresa a divulgar informações mesmo quando isso trouxesse mais malefícios do que benefícios. A ideia é que o *disclosure* deve ser obrigatório para as informações que as empresas não têm intenção de divulgar voluntariamente. Nessa ótica, os defensores da regulação do *disclosure* argumentam que as empresas não estão dispostas a aumentar o nível de divulgação de suas informações, a não ser quando obrigadas

Do mesmo modo, gestores controlam o processo de divulgação de informações, sendo que as demonstrações contábeis são a principal fonte de informação corporativa para os investidores. Nesse contexto, o mercado, livremente, não seria capaz de impor uma disciplina adequada para a divulgação de informações, o que penalizaria os usuários menos favorecidos. A ideia é que, apesar da existência de controles – como, por exemplo, a compensação de executivos com base nas ações da empresa, mecanismos de governança corporativa etc. –, os problemas decorrentes do conflito de agência demandam por uma lei (norma) regulando o *disclosure* das empresas.

De acordo com Lev (1998), um mecanismo descentralizado e não regulado de divulgação, que objetive aumentar a equidade do mercado não é disponível nos dias atuais. A equidade pode ser definida como uma igualdade de oportunidade, que implica igualdade de acesso a informações relevantes para os usuários, que pode ser caracterizada por um estado de distribuição simétrico entre os usuários. Assim, a necessidade da regulação do *disclosure* deriva da existência de assimetria informacional, sendo que cabe ao órgão regulador exigir que a empresa forneça informações que, de alguma maneira, reduzam tal assimetria.

Assim, um dos objetivos da regulação é a redução da assimetria informacional. Percebe-se, também, a necessidade de se protegerem os investidores menores (menos informados) e o remédio mais efetivo contra a existência de assimetria informacional é justamente remover a vantagem que os investidores mais bem informados possuem, mediante a exigência de divulgação de informações pelas empresas, que aumenta o bem-estar do mercado como um todo.

Verifica-se, assim, que, dentre as justificativas para regulação está a preocupação com a saúde financeira dos investidores menos informados (HEALY; PALEPU, 2001). Segundo Levitt (1988, p. 81), "nos Estados Unidos, busca-se construir e manter um mercado de capitais de sucesso através de um sistema de *disclosure* amplo e justo como uma forma de garantir a confiança dos investidores".

Do mesmo modo, o *disclosure* tem inúmeras consequências econômicas como, por exemplo, efeitos na distribuição de riqueza, na alocação do risco entre investidores e na alocação de recursos entre as empresas (BEAVER, 1998) e na economia (AKERLOF, 1970).

Nesse ambiente, o mercado não regulado geraria investidores com informações desiguais. Dentro desse cenário, a regulação assume um papel de justiça, já que seria injusto não proteger os menos informados dos mais informados. Logo, uma das visões acerca da regulação atesta que sua função é justamente proteger e beneficiar o mercado ou maior parte dele.

Alguns outros autores argumentam que a regulação elimina o trabalho duplicado dos investidores e a provável ineficiência. A razão desse argumento é que, caso não existisse um documento formal que agregasse diversas informações, no caso as demonstrações contábeis, os investidores teriam que procurar, processar e compilar as informações de diferentes fontes, o que seria custoso e poderia gerar informações duplicadas.

Percebe-se, assim, que a exigência de *disclosure* obrigatório tem como vantagem a padronização da informação. A ideia é que, como o investidor geralmente compara certo número de empresas antes de realizar um investimento, a padronização das informações relevantes da empresa economiza tempo e dinheiro ao investidor.

Finalmente, é mais fácil para uma empresa se defender judicialmente se não existe uma regra (norma, lei) que especifique o que deveria ser divulgado (SHLEIFER, 2005). Shleifer (2005) ressalta, ainda, que empresas mais ricas, mais bem conectadas, mais bem representadas, possuem maior influência em uma disputa judicial quando comparadas a pequenos investidores. Logo, uma possível solução para esse problema seria a exigência de obrigatoriedade de *disclosure* (LEUZ; WYSOCKI, 2008).

De acordo com Shleifer (2005), determinada sociedade (país) possui quatro opções no que diz respeito à regulação do *disclosure* contábil:

- <u>Abordagem da Solução de Mercado</u>: não há medida alguma, sendo baseado na premissa de que as empresas possuem incentivos para evidenciar informações fidedignas acerca de suas operações;
- <u>Abordagem da Solução Judicial</u>: o processo de emissão de títulos torna-se um contrato, sendo que eventuais disputas entre investidores e empresas seriam resolvidas nos tribunais de justiça;

- Abordagem do Órgão Regulador: cria-se um agente regulador que demanda o que deve ser evidenciado pelas empresas, inspeciona o *disclosure* e penaliza aqueles que não obedeçam às regras;
- Abordagem Estatal: o governo estatiza o processo de emissão de títulos e os agentes públicos são responsáveis pela venda desses títulos.

A maioria dos países capitalistas adota a "abordagem do órgão regulador". Nos Estados Unidos, a jurisdição do FASB é a elaboração de normas (*standards*) e da SEC é o *disclosure*. Contudo, muitas das normas do primeiro contem exigências de divulgação (informação por segmento, por exemplo), sendo que o segundo, também, influencia a elaboração das normas (BEAVER, 1998). Nesse país, a SEC adota um processo de revisão que objetiva avaliar se as práticas de *disclosure* das empresas são adequadas e, em caso de práticas inadequadas, são requeridas ações corretivas (FROST; POWNALL, 1994), como, por exemplo, a exigência de republicação dos balanços.

Já no cenário nacional, que diz respeito às companhias abertas, cabe à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) o poder de normatizar (e fiscalizar) a divulgação das demonstrações contábeis. Com relação à elaboração das normas contábeis para as companhias brasileiras, foi criado, recentemente, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC).

É mister salientar que a regulação contábil não envolve apenas as leis, normas e pronunciamentos contábeis, mas, também, as exigências de cumprimento dessa legislação. Assume-se que as exigências de *disclosure* deveriam ser acompanhadas de um *enforcement* eficiente. Nesse contexto, as práticas de *disclosure* das empresas, também, dependem do monitoramento e do *enforcement* dos órgãos reguladores e, quanto mais efetivas forem essas ações, mais adequado em termos do cumprimento das leis será o *disclosure* das empresas.

Segundo Dobler (1995), a baixa divulgação das informações sobre riscos na Alemanha, por exemplo, mesmo após essa prática ter deixado de se tornar voluntária para se tornar obrigatória, pode ter sido causada por um *enforcement* ineficiente. Do mesmo modo, em países em desenvolvimento, existem incentivos para o não cumprimento do *disclosure* obrigatório justamente em razão do baixo *enforcement* (AHMED; NICHOLLS, 1994). Em Bangladesh, por exemplo, evidências empíricas demonstram que as empresas não atendem às exigências de divulgação estipuladas pelos órgãos reguladores (ALAM, 2007).

Já no cenário americano, a aprovação da *Sarbanes-Oxley Act of 2002* (SOX ou SARBOX), aumentou o *enforcement*, na medida em que obriga as empresas listadas na bolsa de valores norte-americana e subsidiárias a demonstrarem maior transparência na evidenciação contábil (WELLS, 2005). Pode-se dizer que a SOX foi uma resposta aos escândalos contábeis nos Estados Unidos, envolvendo companhias como *Enron* e *WorldCom*. Ressalte-se que essa lei, também, teve impacto no *disclosure* das empresas, visto que aumentou as penalidades aos executivos que não divulgarem informações relevantes.

Dentre alguns dos principais objetivos da SOX, destacam-se:

- Estabelecer melhores padrões de governança corporativa e atribuir uma maior *accountability* para as empresas e seus gestores;
- Determinar penalidades criminais e civis para os fraudadores das demonstrações contábeis;
- Melhorar a qualidade e <u>transparência das demonstrações contábeis</u> (WELLS, 2005, grifo não consta do original).

Contudo, é importante salientar que órgãos reguladores não estão imunes às pressões. De acordo com Ball (2006), a contabilidade é influenciada por forças econômicas e políticas. A ideia é que determinados grupos (auditores, gestores, analistas, Estado, contadores etc.) podem realizar *lobbies* a favor ou contra determinada norma contábil. Nesse cenário, assume-se que grupos maiores e mais coesos possuem maior influência no processo político de *lobby* da regulação contábil (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

De uma maneira geral, os movimentos de *lobby* contra determinada norma contábil poderiam surgir em decorrência de grupos contrários à divulgação de determinadas informações, por exemplo. Obviamente, quanto mais um determinado grupo for contrário a essa exigência, mais incentivos ele teria para realizar *lobbies* contra a aprovação da norma. Naturalmente, a aprovação ou não da norma levará em conta diversos aspectos, sendo que a influência do grupo lobista no processo de normatização vai depender de seu poder de barganha.

Um exemplo clássico disso foi o FAS Nº 123, considerado uma das normas mais controversas da história do FASB, em que houve um grande *lobby* para que não se divulgasse o valor das opções de ações utilizadas para a compensação dos executivos. No cenário nacional, caso similar ocorreu com as doações e subvenções: lobistas eram contrários à contabilizações

dessas operações no resultado da empresa. Outro exemplo que serve para ilustrar a influência política na contabilidade foi o *lobby* realizado pelos governadores dos Estados brasileiros a fim de garantir a continuidade da exigência de publicação das demonstrações contábeis nos Diários Oficiais dos Estados.

Nesse contexto, como os usuários da informação contábil tendem a ser menos coesos que outros grupos, possuem pouco poder de barganha. Do mesmo modo, os benefícios da informação para os usuários são difusos e custos reais ou percebidos para os outros agentes são concentrados.

A convergência para as normas internacionais de contabilidade, conhecidas como as *International Financial Reporting Standards* (IFRS), ilustra bem o conceito acima, já que sua adoção em diversos países resultou muito mais de um processo político do que uma demanda por parte dos usuários.

Segundo Ball (2006), essa convergência refere-se ao processo de diminuir as diferenças entre o IFRS e as normas contábeis de países que possuem suas próprias normas. A justificativa para essa convergência das normas e do *disclosure* corporativo baseia-se no argumento de que a padronização reduziria o custo de processamento da informação para os usuários visto que forneceria uma linguagem comum (HEALY; PALEPU, 2001).

Contudo, os incentivos dos contadores, gestores, auditores, órgãos reguladores, investidores, analistas, são eminentemente locais, o que gera dúvidas acerca da uniformidade prometida pelo IFRS (BALL, 2006). Assim, esses incentivos levantam dúvidas de que a mudança para uma norma global (IFRS) produziria melhor comparação entre as demonstrações contábeis de diferentes países ou que melhoraria o padrão de *disclosure* das empresas (DASKE *et al*, 2007). Nesse contexto, independentemente da utilização de normas internacionais, ainda existirão diferenças na qualidade das demonstrações contábeis (BALL, 2006).

De acordo com Leuz e Wysocki (2008), sem um entendimento dos elementos institucionais de determinado país, as normas contábeis globais – mais especificamente a adoção do IFRS –, dificilmente atingirão os objetivos de harmonização e convergência. Nessa ótica, a diversidade global dos aspectos econômicos e institucionais dos diferentes países pode limitar a efetividade de um conjunto de normas internacionais.

Segundo Ball (2006), a aplicação diferenciada do IFRS parece inevitável, pois existem algumas importantes dimensões no qual o mundo ainda permanece mais "local" do que "global", como por exemplo: a extensão da influência do Estado na economia, sistemas legais, tamanho e abrangência do mercado de capitais, mecanismos de governança, influência fiscal, controle acionário das empresas, dentre outros.

Do mesmo modo, como as normas contábeis envolvem uma inerente subjetividade, a qualidade do *disclosure* continuará a ser influenciada por diversos fatores institucionais do país como, por exemplo, o *enforcement* dos órgãos reguladores, as instituições legais, a auditoria, as características operacionais da empresa e as estruturas de governança (DASKE *et al*, 2007).

A ideia é que os mecanismos de monitoração funcionam de maneira diferente entre países, sendo que o IASB é um órgão normatizador e não possui poder de *enforcement*. Para Ball (2006), o IABS pode incentivar as empresas adotar o *label* IFRS, mas não tem como exigir essa prática.

Em suma, com base nos aspectos mencionados nessa seção, constata-se que a regulação contábil é uma forma de garantir que as empresas divulguem informações, mesmo quando não possuam incentivos para isso. A obrigatoriedade, também, se justifica como uma forma de fornecer informações padronizadas aos usuários. Entretanto, percebe-se que o processo de regulação contábil não está imune a *lobbies* de partes interessadas e normas globais tenderão a ser influenciadas pelas especificidades locais.

A seguir, são discutidos alguns aspectos relacionados à regulação do *disclosure* das operações com instrumentos financeiros derivativos, que é um dos focos da pesquisa empírica deste estudo.

2.5.1 *Disclosure* de operações com instrumentos financeiros derivativos

Os instrumentos financeiros podem ser divididos em primários, que resultam da transação original da companhia – compra, venda, emissão, lançamento ou contratação –, e secundários, que são resultantes de instrumentos financeiros primários (CARVALHO, 1996). Como os

instrumentos financeiros secundários derivam dos primários, são geralmente chamados de derivativos. De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), podem-se conceituar os derivativos como instrumentos financeiros que dependem do valor de outro ativo.

Uma definição mais completa para os derivativos pode ser encontrada no *Statement of Financial Accounting Standards Nº 133 – Accounting for Derivative Instrument and Hedging Activities*. De acordo com esse pronunciamento, derivativo é um instrumento financeiro, ou outro contrato, que possua as três seguintes características: (i) um ou mais ativos subjacentes e um ou mais valores nocionais ou provisão de pagamento ou ambos; (ii) investimento inicial nulo ou pequeno; (iii) os termos do contrato permitem ou exigem a liquidação financeira, que pode se dar por mecanismos fora do contrato.

De uma maneira geral, os derivativos podem ser classificados da seguinte maneira: (i) primeira geração: contratos a termo (*forward*), contratos a futuro, opções e *swaps* e (ii) segunda geração: *straddle*, *strangle, strap*, *butterfly*, *box* etc. (LOPES; LIMA, 2003).

Segundo Galdi e Lopes (2007), o crescimento da utilização dos derivativos pelas empresas está diretamente associado a alterações na economia mundial como, por exemplo, o fim do padrão do ouro, choque nos preços do petróleo, maior mobilidade de capital etc. Nesse ambiente, caracterizado por uma maior volatilidade das variáveis econômicas, a gestão de risco passou a ser um ponto fundamental para as companhias (LOPES; CARVALHO, 1999).

A gestão do risco por meio desses instrumentos advém da ideia de que os derivativos permitem que os usuários identifiquem, isolem e gerenciem, separadamente, os riscos fundamentais de preços inerentes. O raciocínio é que uma parte exposta a um risco indesejado pode passá-lo a outra mais habilitada a correr esse risco. De acordo com Amaral (2003), esses instrumentos permitem transferir os riscos tanto de mercado como de crédito para uma terceira parte.

Contudo, apesar do objetivo principal dos derivativos ser a proteção contra oscilações de preços, taxas de juros, câmbio etc., sua utilização indevida pode causar enormes prejuízos às empresas. Isso pode ocorrer em razão de suas características operacionais bastante peculiares que os diferenciam dos demais produtos financeiros: (i) velocidade das operações; (ii) grau de alavancagem e (iii) complexidade das operações (LOPES; LIMA, 2003).

A Aracruz, por exemplo, foi bastante afetada por operações com instrumentos financeiros derivativos no ano de 2008. Conforme evidenciado na Nota Explicativa 15 – Gerenciamento de Riscos e Instrumentos Financeiros do seu Balanço de 2008, "o resultado de operações com derivativos em 31 de dezembro de 2008 gerou uma perda de R$ 4,6 bilhões, resultantes principalmente das operações com *Swap* Taxa de Juros, *Sell Target Forward* e *Swap* Libor (Pré-Pagamento)". Em razão dessas operações, a empresa possui no passivo não circulante, uma dívida cujo montante é de R$ 5.287.523 mil (R$ 8.744.231 mil, no consolidado).

Em razão dessa perda, a Delloitte Touche Tohmatsu, empresa responsável pela auditoria dos balanços da Aracruz no exercício findo em 2008, mencionou a possibilidade da descontinuidade da empresa, conforme parágrafo de ênfase abaixo:

> As demonstrações financeiras acima referidas foram elaboradas na premissa da Companhia continuar no curso normal de seus negócios. Conforme divulgado na nota explicativa 2 (a), em decorrência dos prejuízos gerados em 2008 com operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos, houve um aumento substancial do passivo da Companhia em 31 de dezembro de 2008. Adicionalmente, conforme descrito no parágrafo 4 acima e na nota explicativa 14 (c) e (d), tratativas estão sendo mantidas com instituições financeiras credoras para renegociar as condições e prazos para pagamento da dívida. Os planos da Administração com relação a este assunto, bem como os planos para arcar com o ônus assumido em função da dívida com os instrumentos financeiros também estão descritos na nota explicativa 2 (a). A continuidade normal dos negócios da Companhia depende do sucesso na execução desses planos. As demonstrações financeiras não apresentam quaisquer ajustes que possam resultar do insucesso na execução de tais planos (ARACRUZ, 2008)

Outro exemplo de prejuízo com derivativos no cenário nacional no ano de 2008 ocorreu com a Vicunha Têxtil, sendo que seus auditores divulgaram o seguinte parágrafo de ênfase:

> Conforme divulgado na nota explicativa nº 1, em decorrência dos prejuízos gerados no segundo semestre de 2008 com operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos, a situação de liquidez de curto prazo da Companhia foi afetada. A Companhia tem monitorado e gerenciado junto às instituições financeiras, a obtenção e renovação dos empréstimos e financiamentos que fazem parte do capital de giro para melhorar essa situação de liquidez de curto prazo. As demonstrações financeiras não incluem nenhum ajuste relativo à recuperação e classificação dos ativos ou aos valores e classificação dos passivos que poderiam ser necessários em função do resultado dessas medidas.

Dentro desse cenário, percebe-se que, devido à importância que essas operações podem ter na saúde financeira da companhia, um *disclosure* ineficiente poderia levar aos usuários informações não verdadeiras a respeito da posição de risco assumida pela companhia (AMARAL, 2003). Do mesmo modo, como os prejuízos com esses instrumentos são notícias "ruins" para o mercado, os gestores, muitas vezes, não possuem incentivos para divulgar, voluntariamente, essas informações ao mercado. A ideia subjacente é de que "se a informação

é ruim e não existe uma norma que me obrigue a divulgá-la ao mercado, porque eu a divulgaria?"

Assim, percebe-se que a regulação das operações com derivativos, de modo a prover normas para o reconhecimento, mensuração dessas operações e também exigir um *disclosure* adequado, é fundamental para que a contabilidade consiga atingir seu objetivo principal: prover informações úteis a seus usuários.

No cenário nacional, pode-se dizer que a Instrução CVM Nº 235 de 23 de março de 1995 foi a primeira norma contábil emitida pela Comissão de Valores Mobiliários que dispunha sobre a divulgação, em nota explicativa, das operações com derivativos.

O Art. 1º da Instrução CVM Nº 235/05 mencionava que:

> Art. 1º - As companhias abertas que possuam instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial, devem evidenciar, em nota explicativa anexa às suas demonstrações financeiras e às informações trimestrais - ITR, o valor de mercado desses instrumentos financeiros, nos termos do artigo 3º desta Instrução.
>
> Parágrafo Único. Devem constar, ainda, em nota explicativa, os critérios e as premissas adotados para determinação desse valor de mercado, bem como as políticas de atuação e controle das operações nos mercados **derivativos** e os riscos envolvidos.

A Instrução CVM Nº 235/05 não tratava de maneira específica sobre os derivativos e sim, sobre instrumentos financeiros de uma forma geral. De fato, o foco central dessa instrução era a divulgação do valor de mercado dos instrumentos financeiros. Nesse sentido, a CVM Nº 235 não estabelecia regras específicas acerca do reconhecimento, mensuração e *disclosure* dos instrumentos financeiros derivativos.

Mais de treze anos depois, as normas contábeis para operações com derivativos foram finalmente definidas, tornando-se obrigatórias para as companhias abertas brasileiras por meio da publicação da Deliberação CVM Nº 566 de 17 de dezembro de 2008, que aprovou o pronunciamento técnico CPC 14 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis.

Note-se que o CPC 14 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação – visou, também, esclarecer o tratamento contábil preconizado pela Lei Nº 11.638/07 e pela Medida Provisória Nº 449/08 para instrumentos financeiros, considerando seu objetivo de convergência as normas internacionais. Nesse sentido, esse pronunciamento

técnico baseou-se na IAS 39 – *Financial Instruments Recognition and Measurement* e na IAS 32 – *Financial Instruments: Disclosure and Presentation.*

Dentre os principais pontos abordados pelo CPC 14, no que tange aos instrumentos financeiros derivativos, merece destaque o tópico acerca das operações de *hedge* (*hedge accounting*) e também, as exigências de *disclosure* em nota explicativa. Contudo, conforme mencionado no referido pronunciamento, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis entende que o processo de migração para as normas internacionais de contabilidade deverá ser realizado em duas etapas. Nesse sentido, o CPC 14 não aborda alguns itens presentes na IAS 39 e IAS 32 como, por exemplo, o desreconhecimento de ativos e passivos financeiros, derivativos embutidos etc..

Do mesmo modo, visando dar complementaridade à Deliberação CVM Nº 566, a Comissão de Valores Mobiliários aprovou, também, em 17 de dezembro de 2008, a Instrução CVM Nº 475, que dispõe sobre o *disclosure* de instrumentos financeiros em nota explicativa específica. Ressalte-se que a Instrução CVM Nº 475/08 revogou a Instrução CVM Nº 235/05.

Dentre as principais inovações trazidas pela Instrução CVM Nº 475/08, encontra-se o quadro demonstrativo de análise de sensibilidade com os possíveis riscos e cenários adversos que podem gerar prejuízos para a companhia. De acordo com a Nota Explicativa a essa instrução, "o quadro demonstrativo de análise de sensibilidade visa permitir que os usuários das demonstrações financeiras avaliem adequadamente o perfil de risco inerente as operações com instrumentos financeiros, principalmente os derivativos**".** Esse quadro, também, está em linha com a convergência das normas contábeis brasileiras para normas internacionais de contabilidade, emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), na medida em que essa informação, também, é requerida pela IFR7 – *Financial Instruments – Disclosure*.

Assim, sumarizando os aspectos mencionados nos parágrafos acima, as companhias abertas no Brasil, a partir do exercício findo em 2008, devem adequar seus balanços à Deliberação CVM Nº 566/08, que aprovou o CPC 14, e à Instrução CVM Nº 475/08. Ressalte-se que essas novas regras contábeis caminham no sentido da convergência para as normas internacionais de contabilidade, processo esse iniciado com a aprovação da Lei Nº 11.638/07.

Já no âmbito acadêmico, note-se a existência de alguns estudos que buscaram discutir aspectos relacionados à regulação das operações com instrumentos derivativos, como, por exemplo, os trabalhos de Carvalho (1999), Lopes (1999), Lopes e Carvalho (1999), e Lopes e Santos (2003). Do mesmo modo, outros estudos como, por exemplo, os trabalhos de Costa Junior (2003), Darós e Borba (2005) e Moreira, Niyama e Santana (2006) analisaram o *disclosure* das empresas no tocante aos instrumentos financeiros, em especial os derivativos.

Finalmente, no âmbito internacional, pode-se dizer que a pesquisa científica sobre o tema encontra-se em estágio mais consolidado. Nesse ambiente, merecem menção os trabalhos de Barth, Beaver e Landsman (1996), Skinner (1996), Seow e Tam (2002), entre outros, que abordaram aspectos relacionados à regulação dos derivativos na ótica do FASB, *disclosure* e valor preditivo dessas informações para o mercado de capitais.

2.6 *Disclosure* voluntário

Os gestores das companhias podem prover informações adicionais, via *disclosure* voluntário, quando considerarem que a divulgação é útil para os usuários externos (FASB, 1978). De acordo com Ball (2006), a incorporação de mais informações torna as demonstrações contábeis mais informativas, gerando vantagens para os investidores. Consequentemente, algumas empresas optam por complementar o *disclosure* obrigatório com informações específicas de suas operações, as quais não são requeridas pelas normas contábeis.
O *disclosure* voluntário é o *disclosure* que excede o que é recomendado pela lei e representa uma escolha livre (*free choice*) por parte dos gestores em divulgar informações adicionais para o processo decisório dos usuários (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995). Segundo Lanzana (2004), trata-se de uma importante ferramenta de diferenciação, já que possibilita às empresas fornecer informações acerca de seu desempenho, estratégia, visão de mercado, programas de investimento etc..

Contudo, em razão dos diversos incentivos pessoais que os gestores possuem, questiona-se, muitas vezes, a credibilidade do *disclosure* voluntário (HEALY; PALEPU, 2001). Note-se que esse tipo de *disclosure* pode não ser auditado, pois, frequentemente, é apresentado no Relatório da Administração. Do mesmo modo, percebe-se que algumas informações

voluntárias que os gestores divulgam só podem ser verificadas no futuro, como, por exemplo, perspectivas de novos investimentos (FERREIRA; RESENDE, 2007). Nesse contexto, o *disclosure* obrigatório é mais confiável que o *disclosure* voluntário, contudo tende a ser menos tempestivo, sendo que a credibilidade desse último depende dos incentivos que o gestor possui no momento da divulgação (GIGLER; HEMMER, 1998).

Para Verrecchia (2001), a confiabilidade do *disclosure* voluntário baseia-se na premissa dos altos custos judiciais e da erosão do nome da empresa associados com a manipulação de informação. Healy, Huntton e Palepu (1999) listam outro fator que tende a fazer com o que o *disclosure* voluntário seja confiável: a reputação dos gestores.

De uma maneira geral, o fato de os gestores saberem que, por muitas vezes, o *disclosure* voluntário de hoje será o *disclosure* obrigatório de amanha, reduz os incentivos para a manipulação, tornando-o mais confiável (HOULTHAUSEN; WATTS, 2001). Dentro desse cenário, o *disclosure* obrigatório pode ser utilizado para verificar a veracidade do *disclosure* voluntário em um período futuro (GIGLER; HEMMER, 1998). Segundo Healy e Palepu (2001), evidências empíricas demonstram que investidores percebem o *disclosure* voluntário como confiável.

De um ponto de vista normativo, a literatura evidencia três níveis de *disclosure*: (i) divulgação total: contempla a idéia de que todas as informações são relevantes e devem ser divulgadas; (ii) divulgação justa: que pressupõe o tratamento eqüitativo de todos os usuários; (iii) divulgação adequada: em que se divulgam, apenas, as informações consideradas relevantes para os usuários (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006).

É mister ressaltar que, no Brasil, nota-se, também, a figura da não divulgação, na medida em que companhias limitadas, por exemplo, não são obrigadas a divulgar nenhuma informação, sendo que algumas dessas companhias, efetivamente, não divulgam nem dados relativamente comuns, como, por exemplo, a receita de vendas ou o número de funcionários.

Nesse cenário, adotando-se uma perspectiva econômica, percebe-se que a relação custo/beneficio de se divulgar uma informação de forma voluntária resulta em um *disclosure* total, parcial ou nulo.

A ausência de custos de divulgação pressupõe uma divulgação completa (VERRECCHIA, 2001), mas à medida que os custos aumentam, o *disclosure* tende a reduzir (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Quando a empresa divulga, voluntariamente, uma informação, assume-se que os benefícios dessa divulgação superam seus custos (COOKE, 1992; VERRECCHIA, 2001, grifo não consta dos originais).

2.6.1 Benefícios do *disclosure* voluntário

Além de auxiliar os usuários externos no monitoramento dos gestores e contribuir para uma alocação mais eficiente dos recursos no mercado de capitais, a divulgação voluntária de informações, também, traz benefícios para as próprias empresas.

Primeiramente, note-se que o *disclosure* tem uma influência positiva sobre a liquidez das ações da empresa no mercado de capitais. Isso ocorre, pois, na ausência de informações, investidores se protegem contra o problema da seleção adversa diminuindo o preço que estão dispostos a pagar pelos títulos, o que reduz a possibilidade de negociação e, consequentemente, a liquidez das ações.

Evidências empíricas de que o *disclosure* aumenta a liquidez das ações da empresa no mercado de capitais são apresentadas por Welker (1995), que analisou 427 empresas de 28 diferentes setores, no período de 1983 a 1990, nos Estados Unidos. Estudo similar, conduzido na China (ZHOU, 2004), frequentemente, comprovou a influência positiva que o aumento do *disclosure* tem na liquidez das ações das empresas.

Em um estudo conduzido no mercado alemão, Leuz e Verrecchia (2000) examinaram uma amostra de empresas que, voluntariamente, adotaram práticas mais transparentes de evidenciação mediante a mudança do GAAP alemão para o US GAAP ou IFRS. Esses autores constataram que as ações dessas empresas apresentaram um menor *bid-ask spread* (medida de liquidez), sendo que, também, apresentaram um aumento no volume negociado quando comparadas com empresas que continuaram publicando suas demonstrações no GAAP alemão. Os resultados desses estudos são condizentes com a premissa de que melhores práticas de *disclosure* podem aumentar a liquidez das ações da empresa e sugerem que investidores requerem menor proteção de preço quando possuem mais informações acerca da companhia.

Outros estudos demonstram que um *disclosure* de melhor qualidade, também, reduz a volatilidade e o risco associado com ações da empresa. O trabalho de Medeiros e Quinteiro (2005) apresenta evidências empíricas da relação inversa entre o *disclosure* e a volatilidade dos retornos das ações para uma amostra de 30 empresas brasileiras no período de 2002 a 2004. De acordo com os resultados dessa pesquisa, melhores níveis de *disclosure* reduzem os riscos associados com as ações das empresas. Em um trabalho similar, Malacrida e Yamamoto (2006) analisaram uma amostra de 42 empresas pertencentes ao Ibovespa no ano de 2002 e também encontraram evidências de que um maior nível de *disclosure* resulta em uma menor volatilidade nos preços das ações.

Outra área relativa aos benefícios do *disclosure* voluntário bastante pesquisada pela comunidade acadêmica é sua relação com o custo de captação das empresas. Segundo Verrecchia (2001), os problemas de assimetria informacional, decorrentes de baixa evidenciação, podem influenciar, negativamente, o custo de captação das empresas.

A ideia é que investidores podem antecipar que encontrarão proteção nos preços nos momentos futuros, em decorrência do baixo nível de divulgação e, portanto, podem reduzir os preços que estão dispostos a pagar pelas ações da empresa no momento da oferta pública de ações (VERRECCHIA, 2001). Analogamente, seria como um comprador pagar um preço menor por um carro, pois, futuramente, quando decidisse vendê-lo, teria dificuldades, visto que o mercado para esse tipo de carro é ilíquido.

Por outro lado, o aumento no *disclosure* pode reduzir a assimetria informacional entre a firma e os investidores, o que resultaria na redução desse desconto, gerando um menor custo de capital para as empresas (LEUZ; VERRECCHIA, 2000). Evidências empíricas apontam que empresas com melhor *disclosure* tem menor custo de capital próprio (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002; FRANCIS; KRURANA; PEREIRA, 2005; ALENCAR, 2007) e de terceiros (SENGUPTA, 1998; LIMA, 2007).

Um dos primeiros trabalhos a documentar a relação entre o *disclosure* e o custo de capital foi realizado por Botosan (1997), que analisou uma amostra de empresas do setor de manufatura nos Estados Unidos. Seus resultados evidenciaram uma relação inversa entre o *disclosure* e o custo de capital próprio para as empresas que eram acompanhadas por poucos analistas. As

pesquisas conduzidas por Francis, Khurana e Pereira (2005) – que analisaram uma amostra de empresas de 34 países, incluindo dez brasileiras – e por Hail (2002) – que analisou uma amostra de 73 empresas suíças –, também, encontraram resultados semelhantes, ou seja, empresas com melhor *disclosure* possuem menor custo de capital próprio.

No cenário nacional, o trabalho de Alencar (2007), que analisou uma amostra de 50 empresas com maior liquidez na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA), durante os anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2005, igualmente, apresentou evidências empíricas da relação negativa entre o *disclosure* e o custo de capital próprio. De acordo com os resultados da pesquisa, essa relação ocorre de maneira mais acentuada para empresas que recebem menor cobertura por parte dos analistas de mercado e possuem estrutura de propriedade mais dispersa.

Já com relação ao custo de capital de terceiros, os resultados do trabalho de Sengupta (1998), que analisou uma amostra de 103 empresas norte-americanas, também, evidenciou que um melhor nível de *disclosure* resulta em um menor custo de capital. A ideia subjacente é que investidores individuais e instituições financeiras buscam avaliar o risco de não pagamento (*default*) com base nas informações disponíveis quando financiam as empresas (SENGUPTA, 1998). Assim, melhores níveis de *disclosure* reduzem as incertezas e, consequentemente, o risco de não pagamento, gerando menor custo de captação.

No cenário nacional, Lima (2007) analisou a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros utilizando uma amostra de 23 empresas no período de 2000 a 2004. Seus resultados, também, evidenciaram que existe uma relação inversa entre as variáveis analisadas, ou seja, quanto maior o nível de *disclosure* voluntário, menor o custo de capital.

Contudo, a pesquisa de Francis, Nanda e Olson (2008), que analisou uma amostra de 677 empresas norte-americanas, evidenciou que o efeito do *disclosure* no custo de capital das empresas é altamente reduzido, sendo que em alguns casos até desaparece, quando se considera a qualidade dos resultados contábeis da empresa. Assim, os estudos que não controlam os efeitos da qualidade da informação contábil podem encontrar uma relação significante, mas espúria, entre o *disclosure* e o custo de capital (FRANCIS; NANDA; OLSON, 2008).

Assim, note-se que os resultados empíricos da relação entre o *disclosure* e custo de capital das empresas ainda são controversos e ambíguos, sendo necessários mais estudos e evolução das *proxies* (LEUZ; WYSOCKI, 2008). Leuz e Verrecchia (2000), também, alertam que a magnitude da relação entre o *disclosure* e o custo de capital depende dos aspetos institucionais de cada país.

Outros estudos (HEALY; HUNTTON; PALEPU, 1999; LANG; LUNDHOLM, 2000) demonstram que a melhoria no nível de *disclosure* pode resultar no aumento do número de analistas que acompanham a empresa e, também, no aumento do número de investidores institucionais. Como os analistas de investimento utilizam, eminentemente, informações fornecidas pelas empresas, um melhor *disclosure* permite-lhes realizar projeções mais acuradas. Logo, isso os levaria a procurar por essas empresas, pois são remunerados pela acurácia de suas projeções. (LANG; LUNDHOLM, 2000)

Finalmente, outro beneficio de um *disclosure* de boa qualidade é a atração de investidores institucionais. Isso poderia acontecer pelas seguintes razões: (i) investidores institucionais poderiam ser atraídos pela liquidez decorrente do melhor *disclosure* e (ii) o *disclosure* de qualidade pode ser utilizado para monitorar as atividades dos gestores, constituindo-se em um importante mecanismo de governança corporativa (BUSHEE; NOE, 2000). Do mesmo modo, como empresas com melhor *disclosure* são mais acompanhadas por analistas, têm uma maior gama de possíveis investidores institucionais.

Assim, com base nos estudos apresentados, constata-se que empresas que possuem melhor *disclosure* podem usufruir de uma série de benefícios: menor custo de capital próprio, menor custo de capital de terceiros, ações mais liquidas e com menos volatilidade, mais acompanhamento por parte dos analistas e um maior número de investidores institucionais.

Ora, mas se existem tantos possíveis benefícios, por que, na prática, o *disclosure* de muitas empresas é reduzido? De acordo com uma perspectiva racional, muitas empresas divulgam poucas informações, pois existem custos com o *disclosure*.

2.6.2 Custos do *disclosure*

Se as empresas não divulgam todas as suas informações privadas, presume-se que existem custos com o *disclosure*. Obviamente, para as empresas, esses custos aumentam à medida que se aumenta o volume de informações divulgadas. Dentre os custos potenciais do *disclosure,* destacam-se, principalmente, o custo de preparação e divulgação, os custos de propriedade e os custos legais.

Primeiramente, note-se a existência dos custos do pessoal da empresa envolvido em todo o processo de *disclosure* das demonstrações contábeis. De uma maneira geral, os custos de preparação, certificação (auditoria) e disseminação das demonstrações contábeis podem ser medidos pela empresa de maneira mais direta. Contudo, Leuz e Wysocki (2008) alertam, também, para os custos de oportunidade daqueles envolvidos no processo do *disclosure*, já mais difíceis de serem medidos.

Especificamente no Brasil, existe, ainda, o custo de publicação das demonstrações contábeis das companhias abertas nos jornais de grande circulação e também no Diário Oficial dos Estados. Segundo Medeiros e Quinteiro (2005), esses custos tendem a ser altos, principalmente para empresas menores.

Para Verrechia (2001), o custo mais importante que influencia, negativamente, o *disclosure* é o custo de propriedade. De acordo com Leuz e Wysocki (2008), esses são os custos em que a companhia incorre devido à divulgação de informações que podem ser utilizadas por outras partes como, por exemplo, concorrentes.

A ideia é que os concorrentes podem utilizar informações divulgadas, voluntariamente, pelas empresas para seu beneficio próprio (VERRECCHIA, 1983), especialmente informações cuja confidencialidade pode ser importante para sua competitividade (CARVALHO, 2000). Um potencial concorrente, por exemplo, pode querer entrar em determinado mercado, influenciado pelas informações divulgadas pelas empresas presentes naquele setor (DYE, 1985b).

Por outro lado, a ameaça de competição nem sempre leva a companhia a não divulgar determinada informação, pois, em certos casos, empresas podem divulgar informações justamente com o objetivo de tentar impedir a entrada de novos competidores (LEUZ;

WYSOCKI, 2008). A ideia é que, caso uma empresa divulgasse que os lucros não são tão bons como esperado, o *disclosure* poderia influenciar, negativamente, a entrada de empresas naquele setor (DYE, 2001). Logo, constata-se que a divulgação de uma informação acerca do sucesso de determinado projeto ou produto pode fornecer informações para outras companhias acerca das suas chances de sucesso (ou fracasso) com projetos ou produtos similares (BEAVER, 1998).

De uma maneira geral, existem vários exemplos de como uma informação divulgada, voluntariamente, por uma companhia pode ser utilizada por um concorrente. Considere, por exemplo, a divulgação detalhada de informações acerca do custo dos produtos de uma empresa industrial. Pode-se dizer que para os investidores, saber qual é o custo da matéria-prima, da mão de obra direta e dos custos indiretos de fabricação, separadamente, é extremamente relevante. Contudo, é uma informação extremamente relevante, também, para os concorrentes da empresa. Talvez por isso, a grande maioria das empresas no Brasil não detalhe essa informação em nota explicativa.

Assim, se o *disclosure* de uma informação não é obrigatório, a empresa tem a opção de divulgá-la ou não. Nesse cenário, existe um *trade-off*, entre atender a necessidade de alguns usuários (investidores, por exemplo) e o custo de propriedade de divulgar essa informação aos concorrentes.

Nessa linha de pensamento, percebe-se que a hipótese por trás dos custos de propriedade é de que as empresas têm incentivos para não divulgar informações que reduzirão sua posição competitiva no mercado, mesmo que a não divulgação acarrete em outros custos para a empresa (HEALY; PALEPU, 2001).

Ressalte-se que existem outros exemplos de custos de propriedade que podem surgir a partir de um *disclosure* voluntário de informações como, por exemplo, custos relacionados à reação de sindicatos, fornecedores de matéria-prima, governo (mais especificamente com relação ao aumento de tributação) e clientes.

Considere, por exemplo, a divulgação detalhada das receitas da empresa por tipo de produto. Ora, se um cliente verificar que é responsável por uma parte significativa das vendas de um

determinado produto da empresa, seu poder de barganha para negociar melhores condições de compra (preços menores, prazos maiores, garantias) tende a aumentar.

Em suma, existem benefícios e custos com o *disclosure* voluntário, o que sugere a existência de um nível ótimo para cada empresa (LEUZ; WYSOCKI, 2008). Assim, é necessário identificar em que situações os benefícios superam os custos. Isso demanda uma teoria que ajude explicar o fenômeno do *disclosure* voluntário. A próxima seção trata desse assunto.

2.6.3 Teoria do *disclosure* discricionário

De acordo com Dobler (2005), existem três possíveis explicações para a nãodivulgação de determinada informação:

I. Não existe informação a ser divulgada.

Muitas vezes, não existe informação a ser divulgada. Considere, por exemplo, uma empresa que não evidenciou o impacto negativo de suas atividades no meio ambiente, ou seja, não contabilizou um possível passivo ambiental. Uma premissa racional poderia levar os usuários a acreditar que a empresa decidiu não divulgar essa informação. Contudo, existe, também, a possibilidade de as operações da empresa não possuírem impacto no meio ambiente, ou seja, o evento econômico não existe.

II. O gestor não tem conhecimento acerca da informação.

No segundo caso, a informação existe, mas o gestor desconhece. De acordo com Shin (1994), a reação do mercado à divulgação de informações contábeis é um típico cenário de incerteza, em que não se sabe se o gestor não divulgou uma informação porque está escondendo ou se, efetivamente, não tem conhecimento. Em muitos casos, o mercado não consegue saber qual informação não é divulgada pelos gestores.

Contudo, é difícil imaginar que os gestores não divulguem informações porque estão sempre mal informados (VERRECCHIA, 2001). A maioria das pesquisas assume que, se a informação existe, os gestores (ou acionistas controladores) têm conhecimento. Do mesmo modo, uma premissa central dos estudos de *disclosure* é que os gestores possuem um nível de informação superior aos usuários externos da empresa (HEALY; PALEPU, 2001).

III. O gestor tem conhecimento acerca da informação, mas possui incentivos para não divulgá-la.

O gestor, assim como o treinador de uma equipe, pode não sofrer, imediatamente, os impactos negativos na sua remuneração, mas o sucesso ou fracasso da empresa impacta na sua remuneração futura (FAMA, 1980). Assim, parece natural que os gestores considerem as consequências que o *disclosure* possa ter no mercado. Logo, a decisão de se divulgar determinada informação é influenciada por uma vasta gama de fatores.

Com o objetivo de explicar as razões que levam as empresas a divulgar informações de maneira voluntária, alguns pesquisadores têm buscado desenvolver modelos analíticos, com premissas econômicas, que objetivam fornecer um arcabouço teórico para o desenvolvimento de pesquisas sobre o tema. O objetivo desses modelos é estabelecer um *link* entre a divulgação contábil e suas consequências, já que, sem uma motivação econômica o estudo do *disclosure* fica sujeito apenas a opiniões (VERRECCHIA, 2001).

Dentre esses modelos, merece destaque o trabalho de Verrecchia (2001), que categorizou o *disclosure* em três grandes grupos:

- Divulgação baseada em Associação (*Association-based Disclosure*): examinam-se os efeitos nos agentes durante o evento do *disclosure*;
- Divulgação baseada em Eficiência (*Efficiency-based Disclosure*): analisa-se a existência de arranjos eficientes no *disclosure* que seriam preferidos incondicionalmente;
- Divulgação baseada em Julgamento (*Discretionary-based Disclosure*): examina-se a discricionariedade que os gestores exercem com relação às decisões de *disclosure*.

A Divulgação baseada em Associação, como próprio nome já diz, busca verificar se existe associação entre o *disclosure* e variáveis de mercado, como, por exemplo, o preço das ações da empresa, custo de capital etc..

Já na Divulgação baseada em Eficiência, a ideia subjacente é que o comprometimento com o *disclosure* é uma decisão antecipada (*ex ante*) de divulgar a informação antes de conhecê-la. Nesse cenário, busca-se verificar se os agentes estão “melhores” ou “piores” após a divulgação de informações.

O presente trabalho, em razão do seu objetivo de pesquisa, limitar-se-á a discutir de maneira mais detalhada, apenas, o ultimo dos três grupos, a Divulgação baseada em Julgamento, que é conhecida como a Teoria do *Disclosure* Discricionário.

Verrecchia (2001) considera que existe um ponto de equilíbrio, em que a percepção do mercado é compatível com os incentivos que os gestores possuem para reter informações, sendo que, nesse cenário os gestores buscam superar esse ponto de equilíbrio, divulgando mais informações.

Dentro desse contexto, Verrecchia (2001) apresenta um modelo que considera a decisão do gestor de divulgar (ou não) determinadas informações com base nos efeitos que essas possam provocar nos preços das ações. Desse modo, o gestor exerce sua discricionariedade decidindo, assim, o nível de divulgação desejado.

A premissa central dessa teoria é que o *disclosure* é um evento endógeno e que os gestores têm incentivos econômicos para divulgar (ou não) informações de maneira voluntária, sendo que os usuários externos das demonstrações contábeis são considerados os consumidores dessas informações (VERRECCHIA, 2001).

Essa teoria analisa em que condições as informações são, voluntariamente, divulgadas pelas firmas em razão da interação estratégica com os agentes externos (acionistas, concorrentes) (DOBLER, 2005). De acordo com Hossain (2008), a Teoria do *Disclosure* Discricionário trata das circunstâncias que cercam a decisão de divulgar uma informação privada para o público. De acordo com Verrecchia (2001), os gestores, geralmente, têm informações acerca da empresa cuja divulgação não é obrigatória. Logo, verifica-se em quais circunstâncias os gestores decidem divulgar essas informações.

De acordo com Dye (2001), essa teoria é um caso especial da Teoria dos Jogos, na qual a principal premissa é a de que a entidade só divulgará, voluntariamente, informações caso seja favorecida por essa prática. Assim, o *disclosure* voluntário só ocorre se os benefícios gerados pela sua divulgação (por exemplo, redução do custo de capital, aumento da liquidez das ações) forem superiores aos seus custos (custo de elaboração e publicação das demonstrações, custos de propriedade).

A ideia é que se existem custos para se divulgar uma informação e o gestor decide não divulgá-la, os usuários podem pensar que: (i) as informações são negativas ou (ii) as informações são positivas, mas não o suficiente para compensar os custos de propriedade (VERRECCHIA, 1983).

Nessa ótica, para interpretar a divulgação ou não de determinada informação, faz-se necessário conhecer os incentivos que os gestores possuem no momento do *disclosure.* Segundo Dye (2001), para interpretar as ações dos indivíduos, faz-se necessário antecipar seus incentivos e, também, o conjunto de ações alternativas que poderiam ter sido realizadas, mas não foram.

Caso se assuma que o objetivo do gestor é maximizar o valor da firma e que existem custos com o *disclosure*, parece existir um equilíbrio em que a informação que aumenta o valor da empresa é divulgada e a informação que diminui não é (VERRECCHIA, 2001). Isso ocorre porque gestores estão interessados que suas empresas sejam julgadas favoravelmente pelo mercado.

Assim, se os incentivos dos gestores estão alinhados com os incentivos dos acionistas, ou seja, se eles procuram agir para maximizar o valor da firma, o *disclosure* voluntário de determinada informação só ocorrerá caso ele impacte, positivamente, na empresa, ou seja, sem a divulgação da informação o valor esperado da empresa é menor (DOBLER, 2005).

Contudo, nem sempre os gestores estariam interessados em divulgar informações que maximizassem o valor da empresa, em decorrência de conflito de interesses (DYE, 2001; BAUMS, 2002), que, em muitos casos, pode levar à expropriação dos acionistas. Do mesmo modo, o gestor pode objetivar aumentar os preços das ações em determinados momentos e diminuí-los em outros (FISHER; VERRECCHIA, 1998).

De acordo com Guay e Verrecchia (2007), o gestor agirá estrategicamente de acordo com seu próprio interesse, o que, na maioria dos casos, é a divulgação de informações boas acerca da empresa,e a não divulgação de informações ruins. Do mesmo modo, se o gestor acredita que a informação poderá ser utilizada contra ele, aumentam os incentivos para a não divulgação (LAMBERT, 2001).

Nesse cenário, assume-se que os gestores são racionais e que, quando permitido, ou seja, quando o *disclosure* não é obrigatório, não divulgarão informações que possam prejudicar a si mesmos e/ou à entidade (VERRECCHIA, 2001). Assim, quando uma informação é boa, o gestor irá divulgá-la. Contudo, quando a informação é ruim e não existe a obrigação de *disclosure*, não existirão benefícios na sua divulgação. De acordo com a Teoria do *Disclosure* Discricionário, a entidade tende a divulgar, voluntariamente, apenas informações positivas (DYE, 2001).

Contudo, o usuário racional interpreta a informação não divulgada como uma informação negativa, não favorável (VERRECCHIA, 2001). Nesse sentido, se o investidor sabe que o gestor possui determinada informação e optou pela não divulgação, ele assumirá que a informação é negativa. Nesses casos, os investidores poderiam inferir que o valor da empresa está superestimado, o que os levaria a vender as ações da empresa e geraria uma redução no valor de mercado da companhia (DYE, 1985a).

Por exemplo, se uma empresa enfatiza, repetidamente, no seu Relatório de Administração, que obteve uma redução de custos, mas não menciona nada sobre receitas, essas últimas, provavelmente, não foram boas, sendo que é possível fazer essa inferência mesmo antes de analisar a Demonstração de Resultado do Exercício (DYE, 2001).

Contudo, as empresas também poderão evidenciar informações negativas de maneira voluntária quando acreditarem que serão mais penalizadas pelos usuários externos caso não as divulguem. Essa afirmação baseia-se no conceito de seleção adversa. A ideia é que, sem informação, as estimativas das ações da empresa passam a ser adversas, ou seja, a falta de informação leva os investidores a descontarem os ativos financeiros até o momento em que passa a ser interessante para a empresa divulgar a informação, mesmo sendo ela desfavorável.

Nesse contexto, à medida que aumenta a probabilidade de o mercado estar informado acerca de determinada informação, aumenta, também a chance de a empresa divulgá-la, uma vez que o mercado estaria mais propenso a interpretar a não divulgação como uma noticia ruim e penalizar a empresa (FRANCIS; NANDA; OLSON, 2008).

Do mesmo modo, os gestores, também, são influenciados pela reação do mercado sobre a não divulgação da informação, sendo que, à medida que a qualidade da informação aumenta (a

informação torna-se mais precisa, exata, tornando-se menos incerta), o mercado tende a pressionar a empresa para divulgá-la (VERRECCHIA, 1990). A intuição por trás dessa afirmação é que o mercado aplica uma penalização maior para a omissão quando sabe que a informação retida é de realização mais certa. Do mesmo modo, quanto mais sofisticado for o usuário da informação contábil, mais incentivos os gestores possuem para divulgar informações adicionais de maneira voluntária (DYE, 2001).

Contudo, vale salientar que os gestores, também, estão preocupados com suas carreiras. Logo, em muitos casos, optam em não divulgar noticias ruins com a esperança de que a situação melhore no futuro. Evidências empíricas demonstram que os gestores tardam a divulgar notícias ruins, sendo que existe um comportamento assimétrico entre a divulgação de notícias boas e ruins, em que as primeiras são divulgadas mais cedo do que as últimas, o que contradiz o princípio do conservadorismo contábil (KOTHARI; SHU; WYSOCKY, 2008).

Isso ocorre, pois, em razão da boa *performance* da companhia, gestores têm oportunidade de mudar de empresa ou, ainda, continuar na mesma empresa, mas com um melhor poder de barganha para negociar seus salários. Assim, na hora de considerar quais informações privadas irão divulgar, gestores, também, são influenciados pelos seus interesses pessoais (FERREIRA; RESENDE, 2007).

Por outro lado, o risco legal (judicial), decorrente de uma ação litigiosa contra a empresa e/ou gestores devido à omissão de informações tende a motivar a divulgação de notícias ruins (SKINNER, 1994). A ideia é que o risco judicial age, potencialmente, contra o comportamento oportunístico dos gestores (ERTIMUR; SLETTEN; SUNDER, 2007). Consequentemente, quanto maior o risco judicial na forma de maiores custos de litígio, maior a chance de a empresa divulgar informações negativas (EVANS III; SRIDHAR, 2006). Logo, o *disclosure* voluntário de informações negativas é motivado pela necessidade de se evitar ou mitigar custos judiciais (SKINNER, 1994).

Aparentemente, os custos judiciais relativos a não se divulgar uma informação nos Estados Unidos são maiores do que em outros países (GOTO; WATANABE; XU, 2007). De acordo com Ball, Kothari e Robin (2000), empresas presentes em países de direito romano, como o Brasil, são menos conservadoras na divulgação de notícias ruins quando comparadas com empresas presentes em países de direito consuetudinário.

Em suma, nota-se que a Teoria do *Disclosure* Discricionário fornece um arcabouço conceitual para a compreensão do fenômeno em estudo nesse trabalho.

Contudo, parece natural afirmar que o ambiente de negócios de cada país, igualmente, influencia a divulgação *voluntária* de informações. Assim, para uma melhor compreensão do *disclosure* voluntário das empresas brasileiras, faz-se, também, necessário apresentar algumas das características e especificidades do ambiente brasileiro.

2.7 Características do ambiente brasileiro

Apesar da globalização, a maioria das forças econômicas e políticas que influenciam a contabilidade continuam "locais" (BALL, 2006). Nesse sentido, parece lógico afirmar que as características específicas do ambiente brasileiro influenciam a maneira como as empresas aqui presentes divulgam informações. De acordo com Ball e Foster (1982), a principal diferença entre a pesquisa em Contabilidade e a pesquisa em Economia, Matemática e Estatística, é que a primeira requer o mapeamento do ambiente institucional no qual a informação contábil é produzida ou utilizada.

Assim, o objetivo dessa seção é apresentar algumas considerações sobre: (i) o ambiente legal e institucional no Brasil: (ii) a influência do Estado na contabilidade e (iii) as práticas de governança corporativa das companhias abertas no Brasil.

2.7.1 Ambiente legal e institucional no Brasil

Existem, basicamente, dois sistemas legais no mundo ocidental: direito anglo-saxão (*commom law*) e direito romano (*code law*), sendo que esse último pode ser dividido em romano francês, romano alemão e romano escandinavo.

O direito anglo-saxão é consuetudinário, realizado por juízes e incorporado, subsequentemente, na legislação. Note-se que a maioria dos países colonizados pela Inglaterra adotou o sistema de direito anglo-saxão. Por outro lado, a maioria dos países da América Latina manteve o sistema legal de seus antigos colonizadores, sendo que no Brasil há predomínio do sistema de direito romano francês.

De uma maneira geral, o sistema de direito anglo-saxão baseia-se mais na essência dos fatos, enquanto o direto romano se restringe mais ao que está escrito na lei. Na maioria dos casos, é praticamente impossível para países de direito romano exigir algo que não seja uma lei formal (GORGA, 2006). Isso talvez ajude a explicar porque algumas normas contábeis, como, por exemplo, a do *leasing* financeiro, são de difícil aplicação no Brasil, onde a forma prevalece sobre a essência.

De acordo com algumas pesquisas que estudam o relacionamento das Finanças com o Direito (LA PORTA *et al*, 1997; LA PORTA *et al*, 1998; LA PORTA *et al*, 1999; LA PORTA *et al*, 2000; LA PORTA *et al*, 2002) países de direito anglo-saxão possuem: (i) mercados acionários mais desenvolvidos; (ii) empresas com controle acionário mais disperso; (iii) maior número de empresas de capital aberto e maior número de empresas abrindo capital a cada ano (IPOs); (iv) empresas menos penalizadas pelos investidores nos processos de *valuation*; (v) empresas que pagam mais dividendos.

A priori isso ocorre, principalmente, devido ao ambiente legal dos países de direito anglo-saxão, caracterizados pela alta proteção aos direitos dos acionistas minoritários. A idéia subjacente é que os provedores de capital, mais especificamente os minoritários, precisam ter segurança de que não serão expropriados pelos gestores, em decorrência dos conflitos de agência.

Um dos principais remédios para conter esses conflitos é a regulação, mais precisamente uma lei que ofereça proteção aos minoritários, como, por exemplo, direito ao *tag along*, direito de receber os mesmos dividendos que os controladores, direito de eleger diretores da companhia e direito a processar as empresas por eventuais perdas e expropriações.

No caso específico do Brasil, muitas das reformas da Lei das Sociedades Anônimas de 2001 se tornaram paliativas, já que os acionistas controladores conseguiram influenciar esse processo de maneira significativa, sendo que aspectos cruciais da lei foram retirados devido à pressão dos grupos interessados (GORGA, 2006). Assim, note-se que acionistas controladores não possuem incentivos para apoiar reformas legais que visem melhorar a proteção aos minoritários (LA PORTA *et al*, 1999).

No passado, os acionistas brasileiros perderam os direitos de *tag along* depois que o governo introduziu uma mudança na legislação corporativa em 1997 para facilitar a transferência de controle nas privatizações (LEAL; OLIVEIRA, 2007). Ressalte-se que esse direito foi restabelecido em 2001.

Contudo, recente matéria publicada pelo Portal Exame – Guia do Investidor (2008), ressalta que a companhia Gafisa encontrou um caminho para dispensar o *tag along* na compra da empresa Tenda e os minoritários não receberam um centavo do prêmio pago quando a empresa foi vendida. Essa notícia, também, destaca o caso da reestruturação societária da Cosan, em que o controlador da empresa aumentou o peso de voto de suas ações mediante mudanças que envolveram a criação de uma nova empresa em um paraíso fiscal. Com base nesses exemplos, percebe-se que ainda existem brechas nas leis brasileiras que permitem aos controladores encontrar maneiras de não respeitar os direitos dos minoritários.

Pode-se assumir que a proteção legal envolve tanto a existência de leis como também a qualidade do *enforcement* praticado pelos órgãos reguladores, já que boas leis são aquelas que podem ser fiscalizadas (LA PORTA *et al*, 2000). Contudo, no Brasil, o *enforcement* da lei é pobre (GORGA, 2006).

De acordo com os resultados da pesquisa de La Porta *et al* (2000), os países de direito romano francês, como é o caso do Brasil, possuem o *enforcement* legal de pior qualidade quando comparado com o direito consuetudinário (*common law*), direito romano alemão e direito romano escandinavo. Segundo Carvalho (2002), os índices de *enforcement* internacionais confirmam a percepção de que, no Brasil, a possibilidade de os indivíduos recorrerem ao judiciário ou ao governo para fazer com que seus direitos sejam respeitados é bastante restrita.

Do mesmo modo, evidências empíricas mostram que as decisões legais relevantes contra a administração das companhias abertas são raras no Brasil (LEAL; OLIVEIRA, 2007). De uma maneira geral, os juízes, no Brasil, não estão preparados para entender as complexas transações das empresas (GORGA, 2006). Nesse ambiente, os controladores que conseguem encontrar uma maneira de expropriar os minoritários, não proibida por lei, geralmente não enfrentam problemas judiciais (LA PORTA *et al*, 2000). Logo, percebe-se que o sistema jurídico e legal de um país influencia o comportamento dos gestores (BUSHMAN; PIOTROSKI, 2006).

Constate-se, também, que o ambiente judicial, no Brasil, é visto como pouco confiável (ANDERSON, 1999), sendo que pessoas bem relacionadas, geralmente, conseguem se safar das sanções da lei no Brasil, uma vez que em geral "tudo acaba em pizza" (GORGA, 2006). De acordo com Leal e Oliveira (2007), o poder judiciário no Brasil é percebido como lento, fraco e enviesado. Isso torna negócios em países em desenvolvimento, como o Brasil, particularmente difíceis, especialmente em razão dos custos da desonestidade (AKERLOF, 1970).

De acordo com Anderson (1999), o ambiente brasileiro pode ser caracterizado pela alta volatilidade econômica, altos custos de transação e instituições fracas, que geram um ambiente prejudicial aos contratos financeiros, criando uma série de obstáculos para o financiamento das empresas.

Nessa linha de raciocínio, constata-se que o ambiente institucional é um ponto central para o entendimento do porquê de algumas empresas conseguirem se financiar em alguns países e em outros não (LA PORTA *et al*, 2000). Nesse cenário, percebe-se que a dificuldade que as empresas brasileiras encontram para se financiar apresenta-se como uma barreira significativa para o crescimento econômico (GORGA, 2006).

Assim, o mercado de capitais brasileiro não consegue atender às necessidades de financiamento das empresas brasileiras (GORGA, 2006). Consequentemente, as empresas brasileiras não dependem, necessariamente, do mercado de capitais para se autofinanciar (LOPES, 2005). Durante o período de 1986-1996, por exemplo, não houve uma única oferta pública de ações no Brasil; pelo contrário, sete empresas saíram do mercado: Agrale, White Martins, Arno, Durex Industrial, Abril, Ceval e Lojas Brasileiras (LOPES e WALKER, 2008).

Nesse ambiente, note-se que a principal fonte de financiamento das empresas brasileiras é o capital de terceiros (credores), como, por exemplo, o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e os bancos de grande porte. Geralmente, os credores demandam informações privadas, não se restringindo apenas às informações públicas, como as demonstrações contábeis disponibilizadas aos investidores. Nesse cenário, problemas de assimetria informacional são geralmente resolvidos por meio de uma relação mais próxima

com o credor, e não necessariamente mediante a divulgação das informações contábeis (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

Nessa linha de pensamento, note-se que o *disclosure* contábil é influenciado não apenas pelas normas contábeis, mas também pelos fatores institucionais que afetam a demanda e a oferta de informações. No âmbito brasileiro, a qualidade do *disclosure* das empresas parece ser influenciada, principalmente, pela demanda dos financiadores das empresas. Nesse cenário, como os principais financiadores das companhias nacionais (credores) demandam informações privadas, o *disclosure* público (demonstrações contábeis, por exemplo) acaba sendo bastante reduzido em termos de informações.

De acordo com Anderson (1999), o nível do *disclosure* das empresas brasileiras é baixo. O *ranking* da *Association for Investment Management and Research* (AIMR), por exemplo, que analisou a divulgação de informações de empresas de diversos países no ano de 1990, evidenciou que as empresas brasileiras possuem um dos piores *disclosure* do mundo, ficando atrás de países como Nigéria, Tailândia e Formosa (CARVALHO, 2002).

2.7.2 Influência do Estado na contabilidade

O governo influencia a economia de um país de diversas formas: protegendo ou tomando a propriedade privada, regulando (ou não) determinada atividade econômica, estabelecendo as políticas fiscais etc.. De acordo com pesquisa de La Porta *et al* (1998), os quais analisaram a qualidade dos governos de 152 países no mundo, países de direito romano francês, como é o caso do Brasil, têm um governo mais intervencionista e menos eficiente, caracterizado pela pouca proteção aos direitos de propriedade e leis fracas.

O exemplo mais claro da influência do Estado na contabilidade é por meio da chamada contabilidade fiscal. O fato de a apuração do imposto de renda para as empresas adotantes do Lucro Real ser baseado no lucro contábil apurado pela legislação societária, influencia, significativamente, a escolha dos critérios contábeis (depreciação, provisões, leasing, doações). De acordo com Martinez (2002), não se deve ter a ilusão de que a contabilidade fiscal no Brasil esteja restrita, exclusivamente, à escrituração do Livro de Apuração do Lucro Real (LALUR), pois existe uma grande influência da legislação do imposto de renda na contabilidade societária.

De uma maneira geral, a adoção de critérios fiscais na contabilidade societária prejudica a essência da informação e reduz sua utilidade para os usuários do mercado de capitais. Nessa mesma linha de pensamento, a utilização de normas tributárias prejudica a eficiência desse mercado. .

Constate-se que, no ambiente brasileiro, as demonstrações contábeis não são preparadas para informar os investidores e, sim, para atender às exigências legais e fiscais (LOPES; WALKER, 2008). Nesse cenário, quando existem conflitos, os aspectos tributários sempre prevalecem (CARVALHO; LEMES; COSTA, 2006).

Nesse contexto, o cunho fiscal da Contabilidade pode levantar dúvidas das motivações das empresas para abrir uma maior quantidade de informações (LANZANA, 2004). De fato, nota-se que a transparência corporativa é maior em países em que o Estado não controla as empresas, não controla os bancos e nos quais existe um baixo risco de intervenção estatal no patrimônio privado (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004).

Assim, outro fator que talvez ajude a explicar o baixo nível de *disclosure* das empresas brasileiras é a influência do Estado na contabilidade, o que leva as demonstrações contábeis a possuírem um forte cunho fiscal. Nesse contexto, o fornecimento de informações a outros usuários externos torna-se secundário.

2.7.3 Governança corporativa no Brasil

Conforme mencionado anteriormente, a governança corporativa é um conjunto de mecanismos que protegem os usuários externos da expropriação pelos controladores. Assim, parece natural afirmar que empresas com 'boa' governança possuam, também, um 'bom' nível de *disclosure*.

No cenário nacional, Black, Carvalho e Gorga (2008) examinaram as práticas de governança corporativa de 116 empresas listadas na BOVESPA no ano de 2005 e constataram a existência de alta concentração acionária e conselho de administração pouco independente. Em pesquisa similar, sobre o controle acionário das empresas brasileiras, Leal, Silva e Valadares (2002) constataram que 69% das empresas têm um único acionista, o qual possui

mais de 50% do capital votante, e os cinco maiores acionistas das empresas possuem, em média, 84% do capital votante das empresas.

Assim, note-se que grandes partes das empresas brasileiras têm um acionista ou grupo controlador que possui a maioria das ações com direito a voto (ordinárias) (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008). De acordo com Leal, Silva e Valadares (2002), mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significante dos direitos de voto, sendo que a empresa é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas.

Uma das possíveis explicações para o concentrado controle acionário das empresas brasileiras é que, como os direitos dos minoritários são pouco protegidos no Brasil e existe um alto risco de expropriação, o controle da empresa adquire um alto valor (LA PORTA *et al*, 2000). De acordo com Lanzana (2004), a compra de ações do bloco de controle das empresas com um alto prêmio evidencia que o controle é valorizado no Brasil.

Nesse cenário, percebe-se que a concentração acionária é um substituto à pouca proteção dada aos investidores (SHLEIFER; VISHNY, 1997). O raciocínio é que a concentração acionária permite um monitoramento direto da gestão (COFFEE, 1999), ou seja, o acionista controlador tem acesso privilegiado às informações da empresa.

Logo, apesar dos custos existentes (custos da não diversificação, por exemplo), acionistas controladores só deixarão o controle se os benefícios forem maiores (LOPES; WALKER, 2008). Afinal, é fato que diversificação dos investimentos dilui o risco à medida que a concentração acionária significa "colocar todos os ovos na mesma cesta". Contudo, aparentemente, os benefícios de se manter o controle, no Brasil, são maiores que os custos da não diversificação.

Percebe-se, também, que os acionistas controladores no Brasil tendem a valorizar itens não pecuniários relativos ao controle, obtendo satisfação e *status* por controlar a entidade, sendo que, em muitos casos, eles percebem a empresa como propriedade pessoal (GORGA, 2006).

Do mesmo modo, parece haver alguns aspectos históricos e culturais que ajudam a explicar a alta concentração acionária das empresas brasileiras. De acordo com Gorga (2006), no

passado, a detenção de terras no Brasil sempre esteve associada a poder e *status*, sendo que com o desenvolvimento do país, muitos continuam querendo "ser donos" de uma empresa.

Assim, para se manter no controle, em muitos casos, o acionista (ou grupo controlador) emite apenas ações preferênciais, sem direito a voto. Do mesmo modo, os controladores das empresas brasileiras parecem pouco interessados em melhorar os direitos dos acionistas minoritários. De acordo com Carvalho (2002), a principal oposição a uma melhora nos padrões de governança corporativa no Brasil, de modo a propiciar mais direitos aos minoritários, vem justamente dos grupos que controlam as empresas, que não querem perder o controle.

Nesse contexto, a concentração de propriedade tem uma influência dominante na qualidade da informação contábil no Brasil (LOPES, 2005). A ideia é que, nos países em que o controle das empresas é mais disperso, o *disclosure* tende a ser mais utilizado na redução da assimetria informacional, sendo que a informação contábil é, também, mais tempestiva (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000). Por outro lado, no cenário brasileiro, como os principais acionistas das empresas têm acesso privilegiado às informações, existe pouca demanda para demonstrações contábeis mais informativas.

Note-se, também, que o Brasil se insere no modelo de governança corporativa em que, devido à alta concentração de propriedade existente, o principal conflito de agência existente é entre o acionista majoritário e o minoritário (Tipo II) e não entre gestores e acionistas (Tipo I). (SILVEIRA *et al*, 2004; LOPES; WALKER, 2008). Nesses mercados, boa governança corporativa significa a adoção de mecanismos que forcem os acionistas controladores a proteger o interesse dos minoritários (CARVALHO, 2002).

Entretanto, percebe-se que o risco de expropriação pelo acionista controlador é alto no Brasil devido, principalmente, às más práticas de governança corporativa e à ineficiente aplicação das leis (LEAL; OLIVEIRA, 2007). No Brasil, a propriedade do presidente é facilmente confundida com a propriedade da empresa, sendo que a sociedade parece não se importar com isso (GORGA, 2006). De acordo com Lopes (2002), dentre os principais abusos cometidos pelos acionistas majoritários das empresas, destacam-se:

- Alienação de ativos da empresa por valores inferiores aos de mercado para outra companhia de propriedade do controlador e/ou administrador;

- Emprego de pessoal não qualificado;
- Realização de projetos para o atendimento de interesses privados;
- Elevada remuneração paga aos administradores.

Uma das possíveis saídas para conter a expropriação dos gestores é o estabelecimento de um conselho de administração independente, de modo a monitorar os acionistas controladores. Aparentemente, conselheiros independentes têm uma atuação mais crítica e objetiva da atuação da alta administração no interesse do conjunto de acionistas da companhia (DUTRA; SAITO, 2002).

Contudo, o conselho de administração das empresas brasileiras é composto por poucos membros independentes (BLACK; CARVALHO; GORGA, 2008). Estudos sobre os conselhos de administração no Brasil evidenciam que esses são largamente dominados por controladores ou diretores, sendo que conselheiros independentes ainda possuem um papel reduzido (LEAL, 2004).

Verifica-se, também, que conselheiros independentes no Brasil tendem a não ser tão independentes, pois, geralmente, possuem algum tipo de relacionamento com os acionistas controladores (GORGA, 2006). Assim, aparentemente a composição média dos conselhos de administração, no Brasil, não permite o exercício pleno do papel de fiscalizador das atividades dos executivos, no que se refere ao conflito de agência entre controladores e minoritários (DUTRA; SAITO, 2002).

Finalmente, a alta concentração acionária das empresas brasileiras, o alto risco de expropriação existente por parte dos controladores e a inexistência de conselhos de administração independentes, são também fatores que influenciam o *disclosure* das empresas.

Em suma, com base nos aspectos discutidos nessa seção, constata-se que o ambiente legal e institucional no Brasil, a influência que o Estado possui na contabilidade e também o estágio atual das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras contribuem para que o nível de *disclosure* das empresas brasileiras seja baixo.

Contudo, esse ambiente, também, proporciona um cenário único para a condução de um estudo empírico, a fim de testar os resultados encontrados em pesquisas realizadas em outros

países. A seguir, apresenta-se uma breve descrição desses estudos, que serviram de base para a formulação das hipóteses do presente trabalho.

2.8 Estudos similares em outros países

Ao longo deste trabalho já foram apresentadas algumas pesquisas acerca do tema *disclosure* (*disclosure* de operações com derivativos, benefícios e custos da divulgação voluntária etc.). Nesse sentido, a presente seção limita-se a apresentar apenas as pesquisas que buscaram identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário das empresas, que é justamente o objetivo geral do presente trabalho.

Um dos primeiros trabalhos sobre o tema foi a pesquisa de Chow e Wong-Boren (1987), que analisou as práticas de *disclosure* voluntário de informações financeiras de uma amostra de 52 empresas Mexicanas. O trabalho utilizou uma métrica composta por 24 itens e testou a relação entre as práticas de *disclosure* e o tamanho, o endividamento e a proporção de ativos intangíveis da empresa. Dessas três variáveis,apenas o tamanho da empresa apresentou uma relação positiva e estatisticamente significativa com as práticas de *disclosure*.

Cooke (1989) analisou as práticas de *disclosure* de uma amostra de 90 das empresas Suecas no ano de 1985. Sua métrica era composta por um total de 224 itens e incluía itens de natureza obrigatória e voluntária. Essa pesquisa, também, encontrou relação entre o tamanho das empresas e as práticas de *disclosure*. O trabalho de Cooke (1989), também, apontou evidências de uma relação positiva entre a presença das empresas Suecas em bolsas de valores internacionais (internacionalização) e as práticas de *disclosure*.

Em um trabalho similar, Cooke (1992) estudou uma amostra de 100 empresas japonesas no ano de 1988. O autor utilizou uma métrica composta por informações de caráter obrigatório e voluntário. Similarmente ao estudo realizado com empresas Suecas, Cooke (1992) encontrou uma relação positiva entre o tamanho, a internacionalização e as práticas de *disclosure* das empresas japonesas. Adicionalmente, os resultados dessa pesquisa evidenciaram que as empresas japonesas do setor de manufatura divulgam, em média, mais informações do que as empresas de outros setores.

Hossain, Tan e Adams (1994) analisaram uma amostra de 67 empresas listadas na Bolsa de Kuala Lumpur, na Malásia, no ano de 1991. A métrica utilizada para avaliar o estudo foi composta por 78 itens, sendo que a metade deles era de natureza voluntária. Os resultados dessa pesquisa evidenciaram que o tamanho da empresa, a estrutura de controle e a presença em bolsas internacionais são significantes para explicar o nível de *disclosure* das companhias abertas na Malásia.

Raffounier (1995) estudou uma amostra de 161 empresas Suíças no ano de 1991. Para avaliar o *disclosure* dessas empresas, o autor utilizou uma métrica baseada nas recomendações da União Européia, composta por 29 itens. Os resultados evidenciaram que o tamanho, a internacionalização, a proporção de ativos fixos e a empresa de auditoria possuem relação positiva com as práticas de *disclosure* de empresas Suíças.

Meek, Clare e Gray (1995) realizaram um estudo com uma amostra de empresas dos Estados Unidos, Inglaterra, Alemanha, França e Holanda. Para analisar as práticas de *disclosure*, os autores utilizaram uma métrica composta por um total de 95 itens de caráter estratégico, financeiro e não financeiro. Os resultados dessa pesquisa apontaram que o tamanho, a internacionalização e o país em que a empresa opera possuem influência sobre os tipos de informação (estratégica, financeira e não financeira) que as empresas divulgam.

Patton e Zelenka (1997) analisaram as práticas de *disclosure* de uma amostra de 50 empresas na Republica Checa no ano de 1993. Os resultados das análises de regressão evidenciaram que variáveis relacionadas ao desempenho da empresa, tipo de auditor e tamanho estão positivamente associadas com o nível de *disclosure* das empresas Checas.

Em uma pesquisa realizada com uma amostra de 102 empresas Francesas no ano de 1995, Depoers (2000) encontrou uma relação estatisticamente significativa entre as práticas de *disclosure*, mensuradas mediante uma métrica composta por 65 tipos de informação, e o tamanho, internacionalização e os custos de propriedade.

Patel, Balic e Bwakira (2002) realizaram um estudo *cross-culture* sobre as práticas de *disclosure* utilizando uma amostra composta por 354 empresas de 10 países emergentes. Dentre essas empresas, 24 eram Brasileiras. Os autores utilizaram o *ranking* de *disclosure* elaborado pela Standards & Poors. Os resultados dessa pesquisa evidenciaram que as

empresas de países da Ásia e do Leste Europeu são mais transparentes que as empresas da América Latina.

Archambault e Archambault (2003) realizaram um estudo com uma amostra de empresas de 33 países emergentes, incluindo sete brasileiras. Para avaliar o *disclosure* das empresas, os autores utilizaram um *ranking* elaborado *pela International Accounting and Auditing Trends* que inclui informações de caráter obrigatório e voluntário. As análises dos resultados evidenciaram que além de fatores específicos da empresa, o *disclosure* corporativo, também, é influenciado por fatores culturais e políticos.

Morris e Tronnes (2008) buscaram explicar a divulgação de informações estratégicas pelas empresas em um estudo com empresas de diversos países. Para isso, os autores utilizaram uma métrica composta por 40 diferentes tipos de informação. A amostra do estudo foi composta por 204 empresas da Ásia e Europa. Os resultados das análises evidenciam que variáveis relacionadas com a cultura, sistema legal, tamanho da empresa e empresa de auditoria são significativas para explicar as diferenças no *disclosure* estratégico.

3 METODOLOGIA

Watts e Zimmerman (1986) argumentam que o objetivo da teoria contábil é explicar e prever a prática da Contabilidade, sendo que dentro de uma abordagem positiva a pesquisa envolve: (i) a formulação de hipóteses acerca de determinado comportamento dos agentes ante às decisões contábeis; (ii) utilização de um referencial teórico para o embasamento dessas hipóteses; (iii) teste empírico; e (iv) aceitação ou refutação de determinada explicação para o fenômeno observado.

Dentro dessa linha de pensamento, o presente trabalho pode ser classificado como uma pesquisa teórico-empírica que se divide em duas grandes partes.

A primeira parte, de cunho mais exploratório, buscou descrever as práticas de *disclosure* voluntário das empresas e analisar o impacto de normas contábeis no *disclosure* das empresas no tocante às operações com instrumentos financeiros derivativos.

Já a segunda parte, de caráter explicativo, buscou identificar os fatores que explicassem o nível de *disclosure* voluntário das empresas brasileiras. Para isso, formularam-se hipóteses a partir das teorias existentes que foram testadas por meio de modelos de regressão com dados em painel.

A descrição dos aspectos metodológicos do presente estudo está dividida em oito partes: (i) técnica para coleta dos dados; (ii) métrica para análise do *disclosure* das operações com derivativos; (iii) métrica para análise do *disclosure* voluntário; (iv) definição do documento para análise; (v) seleção da amostra; (vi) formulação das hipóteses; (vii) técnicas estatísticas utilizadas; (viii) restrições do estudo.

3.1 Técnica para coleta dos dados: análise de conteúdo

A construção de uma métrica para avaliar o *disclosure* das empresas é, geralmente, baseada no princípio geral da análise de conteúdo, um método bastante difundido nas ciências sociais

(BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004). De acordo com Beretta e Bozzolan (2007), a análise de conteúdo é o método mais utilizado nos estudos sobre *disclosure*, pois fornece credibilidade e inferência para a análise de acordo com determinado contexto.

O objetivo dessa técnica é estudar, de maneira rigorosa e sistemática, a natureza das mensagens (KRIPPENDORFF, 1990), sendo que pode ser aplicada em conteúdos extremamente diversificados (BARDIN, 1977). Percebe-se que a análise de conteúdo permite a codificação de informações qualitativas em categorias (ABBOTT; MONSEN, 1979), facilitando o processo de inferência acerca dos conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) das mensagens (BARDIN, 1977).

De uma maneira geral, a análise de conteúdo envolve a classificação de textos em categorias (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004). Segundo Bardin (1977), as categorias são grandes grupos compostos por subcategorias, que, por sua vez, são compostas por unidades de registros. O agrupamento das categorias é realizado por meio de características em comum das informações analisadas, ou seja, classificam-se as informações similares em categorias, a fim de se realizar melhores inferências.

No presente trabalho, foi utilizada a técnica da análise de conteúdo para classificação das informações, sendo que a coleta dos dados foi realizada pelo próprio pesquisador, que contou com a colaboração de dois auxiliares de pesquisa, ambos bolsistas do Projeto *Revista Exame Maiores e Melhores,* elaborado pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI) do Departamento de Contabilidade e Atuária da Universidade de São Paulo.

Para isso, fez-se necessária a elaboração de métricas para interpretar o *disclosure* mediante a definição dos tipos de informação e os respectivos critérios de análise. Assim, as duas próximas seções apresentam as métricas elaboradas para coletar esses dados. A seção 3.2 apresenta a métrica para análise do *disclosure* das operações com derivativos e a seção 3.3 evidencia a métrica para análise do *disclosure* voluntário.

3.2 Métrica para análise do *disclosure* de operações com derivativos

Em 17 de dezembro de 2008, a CVM aprovou duas novas normas que dizem respeito ao reconhecimento, mensuração e *disclosure* das operações com instrumentos financeiros: a Deliberação CVM Nº 566, que aprovou o pronunciamento técnico CPC 14 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, e a Instrução CVM Nº 475, que revogou a antiga Instrução CVM Nº 235/95.

O CPC 14 – Instrumentos Financeiros: Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação – visou esclarecer, principalmente, o tratamento contábil preconizado pela Lei Nº 11.638/07 e pela Medida Provisória Nº 449/08 para instrumentos financeiros, considerando seu objetivo de convergência as normas internacionais.

Já com relação à Instrução CVM Nº 475/08, dentre as principais contribuições encontra-se o quadro demonstrativo de análise de sensibilidade com os possíveis riscos e cenários adversos que podem gerar prejuízos para a companhia.

Como ambas entraram em vigor no momento de sua publicação, as companhias abertas tiveram que se adequar já no exercício findo em 2008, de modo que os balanços publicados em 2009 já apresentassem os ajustes referentes às operações com instrumentos financeiros.

Dentro, desse contexto, um dos objetivos específicos do presente trabalho foi justamente analisar o impacto dessas novas normas no nível de *disclosure* das companhias abertas no Brasil, com enfoque especial nas operações com instrumentos financeiros derivativos.

Para o cumprimento desse objetivo, buscou-se analisar os balanços das empresas nos exercícios findos em 2006 e 2007, antes da aprovação das referidas normas, e também no exercício findo em 2008, após sua aprovação. A ideia subjacente foi justamente comparar o nível de divulgação de informações acerca de operações com instrumentos financeiros derivativos *ex ante* e *ex post*, de modo a verificar o impacto que as novas normas contábeis tiveram no *disclosure* das empresas.

Para isso, fez-se necessária a elaboração de uma métrica. Como o objetivo era verificar o impacto da Deliberação CVM Nº 566/08 e da Instrução CVM Nº 475/08, a métrica foi

elaborada justamente com base nas informações nelas exigidas. Do mesmo modo, buscou-se agrupar as informações em categorias e subcategorias de modo a facilitar a coleta e análise dos dados.

Com base nesse critério elaborou-se uma métrica para a análise do *disclosure* de informações acerca de instrumentos financeiros derivativos composta por quatro categorias e 22 subcategorias: informações qualitativas (5), informações quantitativas (6), valores dos derivativos (5) e análise de sensibilidade (6). O Quadro 1 apresenta essa métrica juntamente com a respectiva menção da lei que exige a divulgação da informação.

Quadro 1 – Métrica para Análise do *Disclosure* – Informações Sobre Derivativos

1. Informações Qualitativas	**Parágrafo 59 da Deliberação CVM No. 566 de 2008**
Política de utilização dos derivativos	É obrigatória a divulgação, em notas explicativas às demonstrações contábeis, de informações qualitativas e quantitativas relativas aos instrumentos financeiros derivativos, destacados, no mínimo, os seguintes aspectos: (a) política de utilização;
Objetivos e estratégia de gerenciamento de riscos	(b) objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente a política de proteção patrimonial (*hedge*);
Riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado	(c) riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos;
Critérios de avaliação e mensuração do valor justo	(d) o valor justo de todos os derivativos contratados, os critérios de avaliação e mensuração, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração do valor justo;
Principais transações e compromissos futuros	(i) principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial (*hedge*) de fluxo de caixa, destacados os prazos para o impacto financeiro previsto;
2. Informações Quantitativas	**Parágrafo 59 da Deliberação CVM No. 566 de 2008**
Valores registrados em conta de Ativo e Passivo	(e) valores registrados em contas de ativo e passivo segregados, por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, aqueles com o objetivo de proteção patrimonial (*hedge*) e aqueles com o propósito de negociação;
Valores agrupados por Tipo	(f) valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, local de negociação (bolsa ou balcão) ou de registro e faixas de vencimento, destacados os valores de referência, de custo, justo e risco da carteira ;
Ganhos e Perdas no Período	(g) ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos, segregados aqueles registrados no resultado e no patrimônio líquido ;
Efeito no resultado das operações de *hedge* e não *hedge*	(h) valores e efeito no resultado do período de operações que deixaram de ser qualificadas para a contabilidade de operações de proteção patrimonial (*hedge*), bem como aqueles montantes transferidos do patrimônio líquido em decorrência do reconhecimento contábil das perdas e dos ganhos no item objeto de *hedge*;
Valor e tipo de margem dada em garantia	(j) valor e tipo de margens dadas em garantia;
Efeitos da adoção inicial da Deliberação CVM No. 566	(l) efeitos da adoção inicial deste Pronunciamento.
3. Valores dos Derivativos	**Artigo 1º da Instrução CVM 475 de 2008**
Valor de Referência Nocional (Período Atual)	As companhias abertas devem divulgar, em nota explicativa específica, informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial. § 4º As informações quantitativas da nota explicativa de que trata o caput devem ser apresentadas em forma de tabela observando, no que for aplicável, o exemplo constante do Anexo I.
Valor de Referência Nocional (Período Anterior)	
Valor Justo (Período Atual)	
Valor Justo (Período Anterior)	

Valores a Receber (Recebido) e/ou Valores a Pagar (Pago) no Período	
4. Análise de Sensibilidade	**Artigo 3º da Instrução CVM 475 de 2008**
Identificação dos Principais Riscos	§ 1º O quadro demonstrativo de análise de sensibilidade de que trata o caput deve ser divulgado e elaborado da seguinte forma: I - identificar os tipos de risco que podem gerar prejuízos materiais para a companhia, incluídas as operações com instrumentos financeiros derivativos originadoras desses riscos; II – discriminar os métodos e premissas usadas na preparação da análise de sensibilidade; III - definir o cenário mais provável, na avaliação da administração, além de 2 (dois) cenários que, caso ocorram, possam gerar resultados adversos para a companhia; Art. 4º Para as operações com instrumentos financeiros derivativos realizadas com finalidade de *hedge*, a companhia deve divulgar o objeto (o elemento sendo protegido) e o instrumento financeiro derivativo de proteção em linhas separadas do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, de modo a informar sobre a exposição líquida da companhia
Métodos e Premissas Utilizadas	
Definição e Impacto do cenário provável	
Definição e Impacto do cenário pessimista I	
Definição e Impacto do cenário pessimista II	
Exposição líquida do *hedge accounting*	

3.3 Métrica para análise do *disclosure* voluntário

Conforme exposto na seção anterior, a métrica para análise do *disclosure* das operações com instrumentos derivativos foi elaborada com base nas normas emitidas pela CVM. Obviamente, no que diz respeito à métrica para análise do *disclosure* voluntário, isso não foi possível, já que esse *disclosure* caracteriza-se como voluntário justamente por não derivar de uma exigência legal. Nesse sentido, fez-se necessária a construção de uma métrica, com base em estudos anteriores, para análise desse tipo de *disclosure*.

Ressalte-se também que, ao invés de construir uma métrica e posteriormente avaliar o *disclosure* das empresas, alguns pesquisadores (LANG; LUNDHOLM, 1993; WELKER, 1995; HEALY; HUNTTON; PALEPU, 1999) optaram por utilizar *rankings* de *disclosure* já existentes, como, por exemplo, o da *Association for Investment Management and Research* (AIMR).

Segundo Brown e Hillegeist (2008), o *ranking* da AIMR tem por objetivo avaliar a efetividade da comunicação da empresa com seus investidores. De acordo com Lang e Lundholm (1992), esse *ranking* é elaborado por analistas norte-americanos que avaliam o conteúdo informacional do *disclosure* das empresas de acordo com algumas dimensões, sendo, basicamente, dividido em três partes: demonstrações contábeis anuais (40-50%),

informações trimestrais e outras informações não obrigatórias (30-40%) e relação com investidores e informações relacionadas (20-30%). Como ponto positivo da utilização desse *ranking*, percebe-se que não é necessário coletar as informações, uma vez que o *disclosure* das empresas já foi avaliado pelos analistas.

Contudo, o *ranking* da AIMR tem dois pontos negativos: inclui apenas empresas norte-americanas e está sujeito ao julgamento dos analistas (BERETTA; BOZZOLAN, 2007). Nesse sentido, a avaliação pode refletir outros atributos como, por exemplo, a *performance* da empresa, e não necessariamente o *disclosure* (BENS; MONAHAN, 2004). Finalmente, é mister salientar que o último *ranking* foi elaborado no ano de 1997 (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004).

A *Standard and Poor's (S&P)*, também, preparou um *ranking* para avaliar as práticas do *disclosure* de empresas de diferentes mercados ao redor do mundo no ano de 2002. Contudo, esse *ranking* avaliava o *disclosure* de acordo com um *benchmark* global (KHANNA; PALEPU; SRINIVASAN, 2004), não levando em conta as especificidades de cada país (FRANCIS; NANDA; OLSON, 2008).

Por essas razões, os *rankings* elaborados por *experts* tendem a ser *proxies* deficientes e, consequentemente, podem limitar a análise dos resultados (HEALY; PALEPU, 2001). Assim, devido a essas restrições, a maioria dos estudos realizados fora do ambiente norte-americano tem buscado desenvolver suas próprias métricas para avaliação do *disclosure* das empresas. De acordo com Healy e Palepu (2001), métricas construídas pelo próprio pesquisador aumentam a confiança do instrumento de conseguir capturar o que se pretende, ou seja, aumentam a validade interna da pesquisa.

Contudo, nota-se uma inerente dificuldade no processo de construção de uma métrica, pois o *disclosure* corporativo é um conceito abstrato que não pode ser mensurado de maneira direta (WALLACE; NASER, 1995). De acordo com Leuz e Wysocki (2008), o *disclosure* é, muitas vezes, apresentado de forma narrativa, qualitativa, tornando difícil sua mensuração. Consequentemente, não existe consenso de qual seria a melhor métrica para avaliar o *disclosure* das empresas (BRAVO; ABAD; TROMBETTA, 2008).

De uma maneira geral, os trabalhos acadêmicos têm adotado uma grande variedade de abordagens sob o pressuposto de mensurar a qualidade do *disclosure* (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004). As diferentes métricas (construtos) existentes para mensurar o *disclosure* são resultado da natureza abstrata desse fenômeno, já que existem divergências sobre o que, efetivamente, deveria estar presente no *disclosure*, em razão da contabilidade possuir diversos usuários (WALLACE; NASER, 1995).

Nesse sentido, uma das principais dificuldades é a definição das possíveis informações (itens) que se espera encontrar nas demonstrações contábeis (COOKE, 1989; OWSHU-ANSAH, 1997). Segundo Wallace e Nasser (1995), não existe consenso dos itens que deveriam ser selecionados para a construção de uma métrica para avaliar o *disclosure*, sendo que essa decisão geralmente depende do foco da pesquisa.

De acordo com Botosan (2004), o pesquisador necessita reconhecer que a construção de uma métrica para avaliar a qualidade do *disclosure* tende ser específica a um determinado contexto. Assim, nota-se que, na maioria dos casos, a avaliação do *disclosure* baseia-se na percepção subjetiva do pesquisador e não no efetivo uso das informações pelos usuários (HAIL, 2002).

Por outro lado, em decorrência da vasta gama de informações que podem possivelmente ser divulgadas pelas empresas, a maioria dos estudos foca apenas um pequeno subgrupo de itens, como por exemplo, apenas informações de natureza econômica, o que é uma limitação que torna os estudos incompletos (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004).

Nesse sentido, no presente estudo buscou-se analisar o *disclosure* voluntário das empresas da maneira mais ampla por meio de uma métrica que englobasse itens de natureza econômica, mas que, igualmente, contemplasse as informações de caráter social e ambiental.

Finalmente, constata-se que é possível minimizar a subjetividade na seleção das informações que comporão a métrica para avaliar o *disclosure* das empresas baseando-se em estudos realizados anteriormente, na teoria existente e no conhecimento do ambiente socioeconômico do país estudado (OWUSU-ANSAH, 1997). Assim, o presente trabalho baseou-se nos estudos existentes na literatura. Do mesmo modo, visando cumprir o primeiro objetivo específico do trabalho, buscou-se aperfeiçoar as métricas existentes.

Nessa ótica, construiu-se uma métrica com base em 27 estudos: Ernst e Ernst (1978); Chow e Wong Boren (1987); Zeghal e Ahmed (1990); Meek, Roberts, Gray (1995); Gray, Kouhy e Lavers (1995a); Hackston e Milne (1996); Burrit e Welch (1997); Botosan (1997); Willians (1999); Depoers (2000); Salomone e Galluccio (2001); Deegan, Rankin e Tobin (2002); Hail (2002); Nossa (2002); Standard & Poor's (2002); Kuasirikun e Sherer (2004); Lanzana (2004); Yusoff, Lehman e Nasir (2006); Malacrida e Yamamoto (2006); Lima (2007); Alencar (2007); Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007); Andrade e Salotti (2008); Francis, Nanda e Olsson (2008); Hossain (2008), Morris e Tronnes (2008); e Orens e Lybaert (2008).

A partir desses trabalhos, foram selecionados 92 itens, divididos em três grandes grupos: informações econômicas (43), sociais (15) e ambientais (34).

O primeiro grande grupo é composto pelas informações de caráter econômico e está dividido em seis categorias e 43 subcategorias: ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8). O Quadro 2 evidencia as categorias e subcategorias do grupo de informações econômicas.

Quadro 2 – Métrica para Análise do *Disclosure* Voluntário – Informações Econômicas

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

O segundo grande grupo é composto pelas informações de caráter social e está dividido em três categorias e 15 subcategorias: informações financeiras sociais (4), produtos e serviços (2) e colaboradores (9). O Quadro 3 evidencia as categorias e subcategorias do grupo de informações sociais.

Quadro 3 – Métrica para Análise do *Disclosure* Voluntário – Informações Sociais

Categoria	Subcategoria
Informações Financeiras Sociais	Demonstração do Valor Adicionado (DVA) Menções ao valor adicionado ou distribuído Investimentos de caráter social Gastos em projetos sociais
Produtos/ Serviços	Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços
Colaboradores (Não Administradores)	Número de funcionários Remuneração dos funcionários Benefícios aos funcionários Satisfação dos funcionários Informação sobre minorias na força de trabalho Educação e treinamento dos funcionários Segurança no local de trabalho Dados sobre acidentes de trabalho Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe

O terceiro e último grupo é composto pelas informações de caráter ambiental e está dividido em oito categorias e 34 subcategorias: políticas ambientais (5), gestão e auditoria ambiental (3), impacto dos produtos e serviços no meio ambiente (7), energia (3), informações financeiras ambientais (6), educação e pesquisa ambiental (2), mercado de créditos de carbono (4) e outras informações ambientais (4). O Quadro 4 evidencia as categorias e subcategorias do grupo de informações ambientais.

Quadro 4 – Métrica para Análise do *Disclosure* Voluntário - Informações Ambientais

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

Uma vez definidos os grupos, as categorias e as subcategorias da métrica para análise do nível de *disclosure* voluntário das empresas, fez-se necessário realizar alguns ajustes devido à mudança de legislação ocorrida com a aprovação da Lei 11.638 de 2007 e também em razão de algumas especificadas existentes nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa.

Assim, como o objetivo da métrica era capturar apenas as informações de caráter voluntário, fez-se necessário considerar algumas informações como sendo não aplicáveis para algumas empresas da amostra. O Quadro 5 ilustra esses ajustes.

Quadro 5 – Ajustes na Métrica – Informações Não Aplicáveis

Ano	Informação	I. Grupo II. Categoria	Empresa	Justificativa
2006 e 2007	Demonstração dos Fluxos de Caixa	I. Econômico II. Informações Financeiras	Nível II e Novo Mercado	Exige-se que as empresas listadas no Nível II e no Novo Mercado, níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, publiquem demonstrações contábeis em padrão internacional (IFRS ou US GAAP)
2006, 2007 e 2008	Informação em IFRS ou US GAAP	I. Econômico II. Informações Financeiras	Nível II e Novo Mercado	Exige-se que as empresas listadas no Nível II e no Novo Mercado, níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa, publiquem demonstrações contábeis em padrão internacional (IFRS ou US GAAP)
2008	Demonstração dos Fluxos de Caixa	I. Econômico II. Informações Financeiras	Todas	Aprovação da Lei 11.638/07 – Informação tornou-se obrigatória
2008	Demonstração do Valor Adicionado	I. Social II. Informações Financeiras Sociais	Todas	Aprovação da Lei 11.638/07 – Informação tornou obrigatória
2008	Menção ao Valor Adicionado	I. Social II Informações Financeiras Sociais	Todas	Aprovação da Lei 11.638/07 – Informação tornou obrigatória

FONTE: Elaborado pelo autor com base na Lei 11.638/07 e nos requisitos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (2008)

Uma vez definida e ajustada a métrica para análise do *disclosure* voluntário, o próximo passo consistiu na definição de um critério para análise das informações. Segundo Alencar (2007), o nível de *disclosure* envolve aspectos relacionados à quantidade e à qualidade da informação. Nesse sentido, percebe-se uma inerente restrição a esses tipos de pesquisas, já que a grande maioria dos estudos busca avaliar a qualidade do *disclosure* das empresas, mas de fato, a utilização de uma métrica composta por um grande numero de itens acaba avaliando a quantidade de *disclosure*.

Sobre esse aspecto, Beattie, McInnes e Fearnley (2004), mencionaram que os estudos têm assumido que a quantidade do *disclosure* é uma *proxie* para a qualidade, devido à dificuldade em se acessar, diretamente, a qualidade do *disclosure*. Logo, assume-se que a quantidade e qualidade do *disclosure* são positivamente correlacionadas (BOTOSAN, 1997). Assim, pesquisas empíricas têm assumido que a quantidade de informações divulgadas, mensuradas por meio de um *check list,* é uma medida adequada da qualidade do *disclosure* corporativo (BERETTA; BOZZOLAN, 2007).

Outra questão importante na elaboração de uma métrica de *disclosure* diz respeito à decisão de atribuir maiores pesos a certos itens (PATTON; ZELENKA, 1997). Alguns pesquisadores assumem que informações expressas numericamente são mais relevantes do que informações expressas de maneira declarativa (BERETTA; BOZZOLAN, 2007). Já outros estudos atribuem pesos para os diferentes tipos de informação (BRAVO; ABAD; TROMBETTA, 2008). Afinal, parece natural afirmar que a divulgação dos balanços em correção monetária integral, por exemplo, tenha maior relevância para o usuário do que uma informação acerca das práticas de reciclagem dos produtos da empresa.

Contudo, é importante salientar que as demonstrações contábeis possuem diversos usuários. Nessa linha de pensamento, note-se que nem todas as partes das demonstrações contábeis são igualmente importantes para todos os usuários (AKHTARUDDIN, 2005). Os investidores, por exemplo, têm interesse em encontrar o valor de mercado da empresa, enquanto os credores podem estar mais interessados em avaliar a probabilidade de não pagamento das dívidas (*default*). Nessa ótica, a relevância de cada tipo de informação varia de acordo com os objetivos de cada usuário (HOULTHAUSEN; WATTS, 2001).

Assim, os usuários potenciais das demonstrações contábeis possuem interesses diferenciados (RAFFOUNIER, 1995), o que torna difícil dizer que tipo de informação é "mais relevante". Nesse cenário, diferentes usuários atribuiriam diferentes pesos para cada tipo de informação (COOKE, 1989). Nesse sentido, percebe-se que existe uma subjetividade inerente em se atribuírem pesos para às informações que compõem a métrica para análise do *disclosure* das empresas (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995).

Do mesmo modo, o foco do presente estudo não é um usuário em particular e, sim todos os potenciais usuários das demonstrações contábeis (acionistas, credores, órgãos reguladores, clientes, concorrentes, sindicatos). Assim, definiu-se que as informações seriam mensuradas <u>sem a atribuição de pesos</u>. De acordo com Raffounier (1995), a não atribuição de pesos assume que as informações são igualmente importantes para todos os usuários, o que apesar de estar aparentemente incorreto, reduz o viés de se atribuirem pesos incorretos a certas informações.

A ideia é que pesos iguais refletem a percepção de todos os usuários em conjunto, sem privilegiar determinado grupo (WALLACE; NASER, 1995; COOKE, 1989). Do mesmo

modo, resultados empíricos evidenciam que a atribuição e a não atribuição de pesos apresentam resultados similares quando se utiliza uma métrica com um grande número de itens (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004), como no caso deste estudo.

Assim, optou-se em avaliar as informações de forma binária, ou seja, caso a empresa tivesse divulgado determinada informação receberia nota 1, caso contrário nota 0. Logo, a métrica utilizada no presente estudo possui caráter quantitativo, pois avalia apenas a existência ou não de determinada informação.

Com base nesse critério, o nível de *disclosure* voluntário é dado pelo número de subcategorias evidenciadas pela empresa, dividido pelo número total de subcategorias. Ressalte-se que o número de categorias pode variar de acordo com o ano e o tipo de empresa em razão dos itens considerados não aplicáveis.

Por exemplo, a Petrobras atingiu um nível de *disclosure* voluntário de 77,17% (71/92) em 2006, 84,78% (78/92) em 2007 e 85,39% (78/89) em 2008. Nesse exemplo, nota-se que o número de total de subcategorias para a Petrobras é de 89 em 2008. Isso ocorre, pois, em razão da aprovação da Lei 11.638/07, três informações presentes na métrica em 2006 e 2007 tornaram-se não aplicáveis (Demonstração dos Fluxos de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado e menção ao valor adicionado).

Esse mesmo critério, também, permitiu encontrar um nível de *disclosure* voluntário por grande grupo de informação (econômico, ambiental e social) por meio da divisão do número de subcategorias divulgadas pela empresa pelo número de subcategorias do grupo de informação. Por exemplo, a Localiza, no ano de 2007, atingiu um nível de *disclosure* econômico de 51,22% (21/ 41), um nível de *disclosure* ambiental de 8,82% (3/34) e um nível de *disclosure* social de 86,67% (13/ 15). Consequentemente, o nível de *disclosure* voluntário total dessa empresa, no ano de 2007, considerando as três dimensões foi de 41,11% (37/ 90). Note-se que o numero total de subcategorias dessa empresa no ano de 2007 é de 90 e não 92. Isso ocorre, pois, como essa empresa faz parte do Novo Mercado da Bovespa, duas informações foram consideradas não aplicáveis no ano de 2007 (Demonstração dos Fluxos de Caixa e Informações em IFRS e US GAAP.

Assim, com base nessa metodologia, foi criado um índice de *disclosure* social, ambiental, econômico e total para cada empresa da amostra nos anos de 2007, 2008 e 2009. Com o objetivo de verificar a validade dessa metodologia foi realizado o teste de *Alpha de Crombach*.

Segundo Martins e Theóphilo (2007), o *Alpha de Crombach* visar mensurar a confiabilidade do instrumento de pesquisa. Esse teste é, geralmente, realizado em pesquisas que utilizam questionários para coletar os dados, sendo que seu objetivo é verificar se não existem questões enviesadas que levam os respondentes a diferentes interpretações.

No caso especifico de uma métrica de *disclosure,* Botosan (1997) atesta que esse teste avalia a consistência interna da métrica e serve para testar as várias categorias de um índice de *disclosure.* Assim, trata-se de uma verificação *ex post* da métrica a fim identificar possíveis vieses na seleção das categorias e subcategorias.

A consistência interna mensurada por meio do *Alpha de Crombach* varia entre 0 e 1, sendo que existe uma escala de interpretação da validade interna de um grupo de variáveis. O Quadro 6 ilustra a interpretação desse teste.

Quadro 6 – Interpretação do *Alpha de Crombach*

Valor do Alpha de Crombach	Consistência Interna do Instrumento
x > 0,9	Muito Boa
0,8 > x > 0,9	Boa
0,7 > x > 0,8	Razoável
0,6 > x > 0,7	Fraca
x < 0,6	Inadmissível

FONTE: Pestana e Gajeiro (2003, p.543)

Assim, realizou-se o teste de *Alpha de Crombach* para analisar a validade interna da métrica elaborada para analisar o *disclosure* voluntário das empresas. Os resultados foram: 0,9010 ou 90,10% em 2006, 0,9113 ou 91,13% em 2007 e 0,8960 ou 89,60% em 2008. Com base no Quadro 6, percebe-se que a métrica deste estudo possui uma consistência interna muito boa, na medida em que, para os três anos da pesquisa, os valores situaram-se na faixa dos 90% ou 0,90.

Ressalte-se que esse teste não foi realizado para a métrica elaborada para avaliar o *disclosure* de operações com derivativos, pois essa métrica foi extraída das normas contábeis existentes.

Nesse sentido, não haveria porque testar sua validade interna. Isso ocorre, pois, como as normas são obrigatórias, *a priori*, todas as empresas deveriam cumprir as exigências de *disclosure*, o que provavelmente eliminaria a variabilidade da métrica, levantando indícios sobre sua consistência interna. Nesse cenário, não haveria porque retirar determinada categoria ou subcategoria da métrica para corrigir esse problema, pois o ponto em questão é justamente avaliar se as empresas estão (ou não) seguindo as normas.

3.4 Documento para análise do *disclosure* voluntário: demonstrações contábeis

Um estágio extremamente importante na realização de estudos que utilizam a análise de conteúdo é a decisão de que documento analisar (KRIPPENDORFF, 1990). No caso específico desse estudo, faz-se necessário definir a fonte a ser utilizada para análise do *disclosure* voluntário das empresas, já que as informações sobre derivativos ficam, geralmente, restritas às demonstrações contábeis.

Em contrapartida, o *disclosure* voluntário vai além das demonstrações contábeis, já que as empresas podem divulgar informações mediante reuniões com analistas, em seu *website*, nos jornais de grande circulação etc. (HEALY; PALEPU, 2001). Logo, as empresas possuem uma gama de canais para se comunicar com o público (MENINI, 2008).

De acordo com Ferreira e Resende (2007), quando uma empresa divulga informações utilizando *websites*, jornais e/ou revistas especializadas, ela atinge uma audiência mais ampla. A mídia, por exemplo, comunica informações corporativas para uma vasta gama de pessoas e, nesse sentido, também pode ser considerada uma importante intermediária entre a empresa e os usuários externos (MENINI, 2008).

Pesquisas empíricas indicam uma relação positiva entre as informações evidenciadas nas demonstrações contábeis e em outros canais de divulgação (HAIL, 2002). A ideia é que empresas que optam em divulgar uma vasta gama de informações por meio de canais informais de comunicação, também o fazem nas suas demonstrações contábeis e vice-versa.

Assim, o *disclosure* voluntário das empresas foi analisado a partir das demonstrações contábeis, que abrangem o Relatório de Administração, as Demonstrações Contábeis, Notas

Explicativas, Parecer do Auditor Independente (se houver), Parecer do Conselho Fiscal (se houver) e Relatório do Comitê de Auditoria (se existir).

Foram utilizadas as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), disponíveis no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e também no *website* da Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) por meio do sistema Divulgação Externa.

A justificativa para a escolha das demonstrações contábeis como fonte de análise do *disclosure* voluntário baseou-se em duas premissas essenciais: relevância para seus usuários e comparabilidade entre empresas.

A relevância resulta de sua importância no processo de comunicação entre a empresa e seus *stakeholders*, já que as demonstrações contábeis são, geralmente, consideradas como o mais importante meio de comunicação das informações empresariais (HAIL, 2002; BRAVO; ABAD; TROMBETTA, 2008).

Do mesmo modo, as demonstrações contábeis são a base para a formação de diversos tipos de contratos entre as partes (BEAVER, 1998). Dentre os tipos de contrato mais conhecidos têm-se: remuneração de executivos, participação dos funcionários nos lucros, distribuição de dividendos e juros sobre o capital próprio aos acionistas, pagamento de impostos ao governo, estabelecimento de restrições (*covenants*) de empréstimos etc.. Outro ponto importante que aumenta a credibilidade e a relevância das demonstrações contábeis é o fato de ser auditada por partes independentes.

Finalmente, a comparabilidade decorre do fato de que todas as companhias abertas são obrigadas a enviar as DFPs à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Do mesmo modo, devido a sua formalização estrutural, as demonstrações contábeis são de mais fácil comparação.

3.5 Seleção da amostra de empresas e período do estudo

Em razão da necessidade de se avaliar, manualmente, o *disclosure* das empresas, já que essa variável não se encontra disponível, estudos enfrentam um *trade-off*: analisar um maior número de empresas durante um período de tempo menor ou analisar um número menor de empresas em período de tempo maior?

O presente estudo optou pela primeira opção: avaliar um maior número de empresas em um período de tempo menor. Essa decisão baseou-se na idéia de que seria possível realizar inferências mais robustas acerca das hipóteses caso a amostra fosse representativa das companhias abertas no Brasil.

Assim, a escolha de um período de tempo menor, mais especificamente três anos, possibilitou, *a priori,* selecionar as 100 maiores companhias abertas, listadas na BOVESPA. Uma companhia é considerada aberta quando promove a colocação pública de valores mobiliários (ações, debêntures, bônus de subscrição, notas comerciais) em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

O critério para a definição das maiores empresas foi a Receita Bruta do exercício findo em 2007. Foram excluídas as empresas do setor financeiro por possuírem características (total das vendas, endividamento etc.) que não podem ser comparáveis às das empresas não financeiras. Assim, considerou-se apropriado excluir da amostra os bancos, as empresas de seguro e as outras do setor financeiro em geral devido às particularidades de suas operações.

Apesar da amostra das 100 maiores empresas não ser probabilística, ou seja, foi selecionada de maneira intencional, acredita-se que ela é representativa das companhias abertas no Brasil. Em termos de valor de mercado, por exemplo, as empresas da amostra representam 55,07% (2006), 57,11% (2007) e 55,91% (2008) do valor de mercado de todas as empresas com ações negociadas na Bovespa.

Com relação ao setor de atuação, a amostra é bastante heterogênea na medida em que apresenta empresas de diferentes setores. O Quadro 8 apresenta a classificação setorial da amostra de empresas do estudo.

Quadro 8 – Composição da Amostra por Setor

Setor	Número de empresas
Elétrico	22
Química e Petroquímica	10
Siderurgia, Metalurgia e Mineração	10
Bens de Consumo	9
Auto-indústria e Transporte	7
Energia	7
Telecomunicações	7
Varejo	7
Serviços	6
Papel e Celulose	4
Outros	11
Total	**100**

Os dados de balanço das empresas e a classificação setorial foram fornecidos pela *Revista Exame Maiores e Melhores,* elaborada pela Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras (FIPECAFI). Considerou-se apropriado agrupar os setores que possuíam menos de 3 empresas (Atacado, Comunicações, Eletroeletrônico, Indústria da Construção, Indústria Digital, Produção Agropecuária e Têxteis) na categoria outros, de modo a facilitar a interpretação dos dados.

Uma vez estabelecida a amostra da pesquisa, o próximo passo consistiu na definição do período de estudo. Optou-se por analisar as demonstrações contábeis das 100 empresas selecionadas no exercício findos em 2006, 2007 e 2008. Contudo, os balanços de 2006 de duas empresas e os balanços de 2008 de oito empresas não estavam disponíveis no site da BOVESPA em razão de motivos como o cancelamento de registro na CVM, atraso na entrega das demonstrações contábeis, etc.. Nesse sentido, a análise compreendeu: 98 empresas em 2006, 100 empresas em 2007 e 92 empresas em 2008.

3.6 Formulação das hipóteses de pesquisa

A fim de identificar os fatores que explicam o nível de divulgação voluntária das empresas, foram formuladas doze hipóteses: (i) auditoria; (ii); nível de rentabilidade; (iii) desempenho no mercado de capitais (iv); internacionalização; (v) tamanho; (vi) governança corporativa; (vii) nível de endividamento; (viii) concentração do controle acionário; (ix) emissão de ações; (x) oportunidades de crescimento; (xi) setor e (xii) origem do controle acionário.

Conforme mencionado na seção 1.2 – Objetivos do Trabalho, buscou-se analisar, separadamente, os fatores que influenciam o nível *disclosure* voluntário das empresas, dividindo-o em: econômico e socioambiental. Isso é recomendável, pois o escopo das informações varia (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995), sendo que um determinado fator (como, por exemplo, o desempenho no mercado de capitais) pode influenciar a divulgação de determinado tipo de informação (de caráter econômico, por exemplo) e não influenciar outra.

Considerou-se apropriada a união dos grupos social e ambiental, em razão da literatura existente tratá-los dessa maneira. De acordo com o arcabouço proposto por Deegan (2002), a pesquisa que aborda o *disclosure* socioambiental pode ser enquadrada dentro de uma grande área chamada *Social and Environmental Accounting Research* (SEAR), que inclui informações relativas à comunidade, ao meio ambiente, aos funcionários e também à Demonstração do Valor Adicionado (DVA). De maneira geral, trata-se de uma linha de pesquisa alternativa, que tem no Reino Unido seu principal pólo de pesquisa, divulgada, principalmente, em periódicos como o *Acccounting, Auditing and Accountability Journal*, *Accounting Organization and Society* e *Critical Perspectives on Accounting*.

Já o *disclosure* de natureza econômica é tratado dentro de outra linha de pesquisa, conhecida como Pesquisa Contábil sobre Mercado de Capitais (*Capital Market Accounting Research)* (KOTHARI, 2001), considerada a corrente principal (*mainstrean)* da pesquisa em Contabilidade, divulgada, principalmente, em periódicos como *The Accounting Review*, *Journal of Accounting Research*, *Journal of Accounting and Economics*, dentre outros.

Assim, justifica-se a decisão de separar os tipos de *disclosure* voluntários em dois grandes grupos, pois segundo a literatura existente, fatores que explicam o nível de *disclosure* econômico, não necessariamente afetam o nível de *discloure* socioambiental ou vice-versa.

A seguir, são apresentadas as hipóteses de pesquisa, juntamente com as respectivas justificativas teóricas.

3.6.1 Auditoria

H1: Empresas auditadas por '*Big Four*' possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas auditadas por 'outras empresas de auditoria'.

A necessidade de auditoria independente deriva da premissa de que não se pode confiar totalmente nos gestores, responsáveis pelo processo de divulgação das informações corporativas. A idéia subjacente é de que, caso os gestores fossem totalmente confiáveis, não haveria necessidade de se contratar uma terceira parte independente para certificar as demonstrações contábeis. Ora, como isso não ocorre, em razão dos conflitos de agência, necessita-se da auditora independente.

Assim, os auditores fornecem credibilidade às informações na medida em que atestam que as demonstrações foram elaboradas de acordo com os princípios e normas contábeis. De acordo com Ashbaugh e Davis-Friday (2002), o processo de monitoramento exercido pelos auditores independentes tende a tornar as demonstrações contábeis mais confiáveis.

Nesse cenário, percebe-se que os auditores incorrem em custos quando assinam contratos com novos clientes e, assim, tendem a influenciar seus clientes a evidenciar o máximo de informação possível (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Em alguns casos extremos, por exemplo, auditores arcam com os custos da não divulgação de determinada informação, ou ainda os custos de litígios envolvendo a evidenciação adulterada das demonstrações contábeis. O caso envolvendo a antiga empresa de auditoria *Arthur Andersen* e a empresa norte-americana *Enron*, ilustra o fato de que empresas de auditoria podem ser consideradas corresponsáveis pelas práticas das empresas por elas auditadas.

Assim, parece natural que grandes empresas de auditoria influenciem a qualidade do *disclosure* das companhias fazendo com que as empresas por elas auditadas divulguem mais informações (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003). Logo, empresas de auditoria pertencentes ao seleto grupo das '*Big Four*' (*KPMG*, *PricewaterhouseCoopers*, *Deloitte Touche Tohmatsu* e *Ernst&Young*) tendem a não se associar a clientes com um nível baixo de evidenciação (AHMAD; HASSAN; MOHAMMAD, 2003). Afinal, como são empresas internacionais de grande porte, possuem maior risco de litígio do que empresas menores.

Por outro lado, empresas de auditoria menores estão mais sensíveis às demandas das empresas por ela auditadas, já que a perda de determinado cliente as afetaria mais do que a uma grande empresa de auditoria.

Finalmente, as empresas que escolhem auditores '*Big Four*', tendem a possuir um *disclosure* melhor, pois, geralmente, esses profissionais são mais exigentes com relação à divulgação de acordo com as normas contábeis (FROST; GORDON; POWNALL, 2008). Do mesmo modo, as companhias tendem a escolher seus auditores como parte de sua estratégia geral de *disclosure*, sendo que a escolha de uma empresa '*Big Four*' visa fornecer mais credibilidade às demonstrações contábeis (HOSSAIN, 2008).

Para operacionalizar a hipótese 'auditoria', utilizou-se uma variável dicotômica, com valor igual a 1 caso a empresa tivesse sido auditada no período de estudo (2006, 2007 e 2008) por uma empresa pertencente ao grupo das '*Big Four*' e valor igual a 0 caso a empresa tivesse sido auditada por uma empresa de auditoria não pertencente a esse grupo.

3.6.2 Nível de rentabilidade

H2: Empresas com maior nível de rentabilidade possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com menor nível de rentabilidade.

A relação positiva entre o *disclosure* e a *performance* da empresa é subsidiada pelo desenvolvimento de modelos analíticos de *disclosure* voluntário que consideram o problema da assimetria informacional (LANG; LUNDHOLM, 1993), sendo que empresas mais rentáveis tendem a divulgar mais informações para se diferenciar de empresas menos rentáveis e reduzir o risco de ser avaliada como uma "abacaxi" (AKERLOF, 1970).

Ora, para amenizar esse problema, gestores de empresas de melhor "qualidade" teriam incentivos para realizar ações para demonstrar que são melhores, como, por exemplo, a divulgação voluntária de informações. Dentro da literatura, esse fenômeno é chamado de Teoria da Sinalização (*Signaling Theory*) (BEAVER, 1998).

O objetivo da Teoria da Sinalização é transmitir um sinal acerca da vantagem competitiva da empresa aos seus *stakeholders*, encorajando-os ou induzindo-os a tomarem decisões que beneficiassem a empresa (ZHANG, 2008). O raciocínio é que as empresas que estão acima da média de certo grupo podem aumentar seu valor mediante a divulgação de informações (STIGLITZ, 1981).

Assim, os gestores de empresas que são melhores que seus concorrentes possuem incentivos para divulgar informações adicionais de modo a permitir que o mercado saiba diferenciá-las (DYE, 2001). A lógica é que esses gestores possuem maiores incentivos para informar os investidores acerca da condição 'real' da empresa e barganhar melhores remunerações (WALLACE; NASER, 1995).

A *proxy* utilizada para operacionalizar a hipótese 'nível de rentabilidade' foi o Retorno sobre Patrimônio Liquido (ROE), que foi computado dividindo o Lucro Líquido pelo saldo médio do Patrimônio Líquido no período.

3.6.3 Desempenho no mercado de capitais

H3: Empresas com melhor desempenho no mercado de capitais possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com pior desempenho no mercado de capitais.

O problema da seleção adversa, discutido na hipótese anterior, que incentiva as empresas com melhor qualidade a divulgar mais informações, também pode ser interpretado na ótica do mercado de capitais. Nesse sentido, a Teoria da Sinalização, também, fornece subsídios para o desenvolvimento dessa hipótese.

Do mesmo modo, à medida que o *disclosure* corporativo é interpretado como uma dimensão da governança corporativa, espera-se uma relação positiva entre o *disclosure* e o desempenho no mercado de capitais proveniente de uma menor expropriação dos usuários externos da empresa (SILVEIRA, *et al*. 2007). Isso ocorre porque em tese, boas práticas de governança corporativa deveriam estar relacionadas a empresas sendo mais bem avaliadas pelos investidores. (KHANCHEL, 2007). A ideia é que os investidores estariam dispostos a pagar um prêmio por empresas com melhores práticas de governança corporativa.

Uma das variáveis utilizadas para refletir o desempenho da empresa no mercado de capitais, frequentemente consideradas nos estudos que buscam explicar os fatores determinantes do nível de governança corporativa (CHEUNG *et al*. 2006; KHANCEL, 2007; SILVEIRA, *et al*. 2007 e SILVEIRA e BARROS, 2008) e amplamente aceita como *proxie* para o desempenho no mercado de capitais é, o Q de Tobin.

Na sua versão original, o Q de Tobin é calculado da seguinte forma: Q de Tobin = (Valor de Mercado das Ações + Valor de Mercado das Dívidas) / Valor de Reposição dos Ativos.

Percebe-se que, na prática, o cálculo do Q de Tobin é bastante difícil, pois com exceção do valor de mercado das ações, que é diretamente observável pela cotação nas bolsas de valores, o valor de mercado da dívida e de reposição dos ativos não são diretamente observáveis. Nesse sentido, faz-se necessário fazer alguns ajustes.

Para o presente estudo, utilizaram-se as seguintes *proxies* para calcular o Q de Tobin:

- Valor de Mercado das Ações: Valor de Mercado das Ações;
- Valor de Mercado das Dividas: Valor Contábil dos Empréstimos e das Debêntures de Curto e Longo Prazo e
- Valor de Reposição dos Ativos: Valor Contábil do Ativo Total.

3.6.4 Internacionalização

H4: Empresas que possuem títulos e valores mobiliários negociados na Bolsa de Nova York (NYSE) possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas que negociam apenas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

Segundo Leuz e Wysocki (2008), empresas de países com arcabouço institucional fraco podem ter dificuldades de se financiar, pois não conseguem garantir aos investidores que esses não serão expropriados. Nesse contexto, empresas têm a opção de listar seus títulos e valores mobiliários em países que possuem leis que, efetivamente, protejam os investidores. De acordo com La Porta *et al* (1997), esses países possuem mercados de capitais mais desenvolvidos e consequentemente disponibilizam melhor acesso para que as companhias se financiem.

Assim, empresas de mercados emergentes podem optar em listar suas ações em mercados mais regulados. De acordo com a *Bonding Hypothesis*, essas empresas acabam se sujeitando a uma maior transparência e governança, pois possuem limitações no que se refere ao financiamento de capital em seus países de origem (COFFEE, 1999).

Além da possibilidade de o levantamento de maiores volumes de recursos listar os títulos da empresa em mercados internacionais, também, possibilita a expansão do *market-share* e a

maior visibilidade dos produtos (LIMA; OZAWA; GOULART, 2006), na medida em que os investidores estrangeiros se tornam mais familiarizados com a empresa (MOURIK; KEYNES, 2008).

Contudo, essas empresas, também, possuem maior pressão do mercado para divulgar informações, quando comparadas com empresas listadas apenas nas bolsas de seus respectivos países (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995). De acordo com Archambault e Archambault (2003), a política de *disclosure* de uma empresa tende a ser influenciada pelo mercado de capitais em que seus títulos são negociados.

Nos Estados Unidos, por exemplo, as leis fornecem maiores proteções aos investidores do que na maioria dos países, sendo que esses direitos são exigidos seja pela SEC ou por cortes públicas (LEUZ, 2006). Assim, quando listam suas ações no mercado norte-americano, as empresas estão subordinadas a regras mais rígidas por parte da SEC, estando sujeitas a um maior comprometimento com a transparência e com boas práticas de governança corporativa.

De acordo com Leuz e Wysocki (2008), parece natural que o incremento na qualidade do *disclosure* que as empresas de países emergentes realizam quando listam suas ações no mercado norte-americano seja resultado tanto de um maior *enforcement* por parte da SEC, mas também da demanda de investidores mais sofisticados. A ideia é que as empresas estrangeiras também melhorem seu *disclosure* como uma forma de atrair a atenção dos investidores norte-americanos (KHANNA; PALEPU; SRINIVASAN, 2004).

A operacionalização dessa hipótese deu-se por meio da utilização de uma variável *dummy*, com valor igual a 1, caso a empresa emitisse *American Depositary Receipts* (ADR) nos Níveis II e III, e valor 0 caso a empresa não emitisse esses títulos.

A justificativa para operacionalização dessa hipótese deve-se ao fato de que as empresas que listam seus títulos no mercado norte-americano por meio da emissão de ADR Nível I e Regra 144-A, não são obrigadas a atender às normas contábeis norte-americanas e tampouco às exigências completas da SEC (LIMA; OZAWA; GOULART, 2006). Sendo assim, a hipótese acima assume que apenas as empresas obrigadas a elaborar demonstrações contábeis em US GAAP e a atender as exigências da SEC, divulgam, em tese, mais informações de maneira voluntária no Brasil.

Isso acontece porque essas empresas (ADRs Nível II e III) já arcaram com os custos para elaborar seus balanços de acordo com as normas exigidas pela SEC. Nesse sentido, essa hipótese, também, pode ser interpretada da seguinte maneira: empresas com menores custos de divulgação possuem maiores níveis de *disclosure* voluntário. A idéia subjacente é de que existe um custo de preparar as informações e também custos de propriedade de torná-las públicas. Ora, para as empresas que emitem ADRs Nível II e III parte desse custo já foi incorrido, sendo que, nesse sentido, elas, também, teriam mais incentivos para divulgar informações adicionais no cenário nacional.

3.6.5 Tamanho

H5: Empresas maiores possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas menores.

Espera-se uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o volume de informações divulgadas de maneira voluntária. De acordo com Lang e Lundhom (1993), os resultados empíricos têm suportado essas evidências, na medida em que as grandes empresas apresentam, em média, um *disclosure* de melhor qualidade. Entretanto, as interpretações teóricas desses resultados são distintas.

De acordo com Diamond (1985) e Diamond e Verrechia (1991), espera-se que empresas maiores possuam um *disclosure* de melhor qualidade, pois seus benefícios tendem a serem maiores. A lógica por trás dessa afirmação seria que a melhoria no *disclosure* tenderia a atrair investidores maiores, que geralmente estão associados a empresas de grande porte (GHOSE, 2006). Nesse contexto, gestores de grandes companhias tendem a acreditar mais fortemente nos benefícios do *disclosure* (HOSSAIN, 2008).

Do mesmo modo, grandes empresas, geralmente, possuem uma atividade operacional mais complexa (COOKE, 1989), com uma grande variedade de fornecedores, clientes e analistas, o que resulta na necessidade de maiores níveis de informação acerca de suas atividades (WALLACE; NASER, 1995). Nesse contexto, grandes empresas, igualmente, possuem funcionários mais bem qualificados, um departamento contábil maior, o que permite uma divulgação mais ampla de suas operações (DEPOERS, 2000).

Note-se, também, que os custos do *disclosure* tendem a ser menores para as grandes empresas. Essa afirmação baseia-se na premissa de que existe uma parcela de custo fixo dentro do *disclosure* (LABELE, 2002), relativo à produção e à disseminação das informações corporativas que levam a uma economia de escala (LEUZ; WYSOCKI, 2008). A lógica é que empresas menores são mais sensíveis aos custos do *disclosure*.

Finalmente, grandes empresas possuem maiores custos políticos devido à sua visibilidade perante a sociedade, que atrai a atenção do governo e do mercado como um todo (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Logo, essas companhias sofrem pressões políticas, pois seu impacto na economia é considerável à medida que produzem uma grande quantidade de bens e serviços, geram muitos empregos etc. (WALLACE; NASER, 1995). Nesse sentido, são mais 'visíveis' aos olhos públicos e tendem a evidenciar mais informações para aumentar sua reputação corporativa (FIRTH, 1979) e reduzir os custos políticos (WATTS; ZIMMERMAN, 1986).

Em suma, percebe-se que grandes empresas tendem a possuir um maior nível de *disclosure* em razão de diversos fatores: (i) maiores benefícios em termos de atração de investidores; (ii) redução dos custos políticos; (iii) demanda dos *stakeholders* por informações; (iv) departamento de contabilidade maior; (v) menor sensibilidade aos custos do *disclosure*. Assim, embora muitas vezes não seja possível identificar quais das possíveis explicações é a verdadeira causa, espera-se que exista uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o *disclosure* (PATTON; ZELENKA, 1997).

Como *proxy* para a hipótese 'tamanho' da empresa, utilizou-se a Receita Líquida.

3.6.6 Governança corporativa

H6: Empresas que aderem aos Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas que não aderem a esses níveis.

Se os gestores acreditarem que suas empresas possuem um alto potencial de desenvolvimento econômico, eles podem optar por melhores mecanismos de governança como uma forma de reduzir os custos de agência (LOPES; WALKER, 2008). Essa afirmação, também, está baseada na *Bonding Hypothesis*.

O raciocínio é que empresas presentes em países com fracos arcabouços institucionais, caracterizados pela baixa proteção aos acionistas, como o Brasil, utilizam-se de mecanismos adicionais para demonstrar aos investidores que são confiáveis, como, por exemplo, a adoção de melhores práticas de governança corporativa.

Assim, para as companhias abertas, uma opção seria aderir aos Níveis de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) da BOVESPA. Note-se que essa adesão, também, tende a influenciar o *disclosure* das empresas. Por exemplo, no Nível 2 e no Novo Mercado exige-se a disponibilização do Balanço Patrimonial em US GAAP ou IFRS.

Nesse sentido, espera-se que as empresas aderentes aos Níveis de Governança Corporativa da BOVESPA possuam um melhor *disclosure*. Acredita-se que o *disclosure* e as práticas de governança corporativa sejam positivamente correlacionados (LANZANA, 2004), pois o *disclosure,* também, pode ser considerado uma boa prática de governança corporativa, na medida em que funciona com um mecanismo de monitoração do comportamento oportunístico dos gestores.

Para a operacionalização dessa variável, utilizou-se uma variável dicotômica, com valor igual a 1, caso empresa tivesse aderido aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA (Nível I, Nível II e Novo Mercado), e valor 0 caso a empresa não tivesse aderido a esses Níveis.

3.6.7 Nível de endividamento

H7: Empresas com maiores níveis de endividamento possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com menor nível de endividamento.

Quanto maior a proporção de dívida na estrutura de capital de uma empresa, maior os custos de agência, pois possibilita uma maior transferência de riqueza dos credores para os acionistas (DEPOERS, 2000). Assim, de acordo com a Teoria da Agência, gestores de empresas com maior nível de endividamento tendem a divulgar, voluntariamente, mais informações para satisfazer os credores e remover as suspeitas sobre a transferência de riqueza para os acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

Do mesmo modo, empresas com maiores níveis de endividamento são monitoradas de maneira mais rigorosa pelas instituições financeiras, sendo sujeitas a divulgar mais informações que empresas com menores níveis de endividamento (AHMED; NICHOLLS, 1994).

A operacionalização dessa variável foi realizada por meio da divisão do Passivo Exigível pelo Ativo Total das empresas.

3.6.8 Concentração do controle acionário

H8: Empresas com o controle acionário mais diluído possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com controle acionário mais concentrado.

Quanto mais disperso for o controle de uma empresa, maior a separação entre propriedade e controle, e, consequentemente, maiores os conflitos de agência entre os controladores e os usuários externos da empresa (DEPOERS, 2000), sendo que a extensão desses conflitos influencia o nível de *disclosure* voluntário (CHOW; WONG-BOREN, 1987).

Geralmente, investidores que possuem uma porcentagem significante das ações podem obter informações diretamente com a empresa (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003), pois fazem parte da gestão, do conselho de administração, tendo acesso privilegiado às informações (LEUZ, 2006).

Assim, a demanda por informações em empresas nas quais o controle acionário é concentrado é menor, já que os acionistas controladores têm acesso privilegiado às informações (LOPES; ALENCAR, 2008). De acordo com Leuz (2006), empresas com controle mais concentrado são mais propensas a resolver os problemas de assimetria via canais privados, que não o *disclosure* contábil.

Nesse sentido, note-se que a concentração acionária é prejudicial aos acionistas minoritários, pois reduz a transparência (PATEL; BALIC; BWAKIRA, 2002). De uma maneira geral, empresas que possuem grandes blocos de investidores necessitam menos dos investidores minoritários (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003), pois necessitam de um menor volume de financiamento externo, seja via mercado de capitais ou mercado de créditos

(LOPES; ALENCAR, 2008). De certo modo, isso faz com que a necessidade de *disclosure* seja menor quando comparadas com empresas em que o controle acionário é mais pulverizado (LA PORTA *et al*, 1998).

Contrariamente, espera-se que empresas com o controle acionário mais diluído divulguem mais informações do que aquelas controladas por grandes acionistas (RAFFOUNIER, 1995), já que o *disclosure* torna-se mais relevante para resolver os problemas de assimetria informacional (ALENCAR, 2007).

Para operacionalizar a hipótese 'concentração do controle acionário', utilizou-se uma variável dicotômica, com valor igual a 1 caso o principal acionista da empresa detivesse menos de 50% das ações com direito ao voto na empresa, e valor 0 caso o principal acionista da empresa detivesse 50% ou mais das ações com direito a voto na empresa

Ressalte-se que essa hipótese teve de ser ajustada à realidade das empresas brasileiras já que o fato de o principal acionista não possuir mais de 50% das ações com direito a voto das empresas, não indica, necessariamente, que o seu capital esteja diluído em bolsa. Talvez, o mais correto fosse justamente separar as empresas de capital pulverizado daquelas em que o controle se encontra nas mãos de poucos acionistas controladores.

Contudo, isso inviabilizaria o teste dessa hipótese em razão das especificidades do mercado brasileiro, no qual 69% das empresas têm um único acionista que possui mais de 50% do capital votante (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002). Sobre esse aspecto, percebe-se que a pesquisa contábil envolve o ajuste das teorias de produção de informação em dados institucionalizados, sendo que em muitos casos é necessário sacrificar ou ajustar as teorias e/ou dos dados (BALL; FOSTER, 1982).

3.6.9 Oferta de ações

H9: Empresas que emitiram ações nos anos de 2007, 2008 e 2009 possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas que não emitiram ações nesse período.

Quando a empresa emite ações, ela corre o risco de ser subavaliada, principalmente, quando existem informações favoráveis que a empresa possui e que não são divulgadas aos

investidores. (BOZZOLAN; IPINO, 2008). A subavaliação, no momento da oferta pública (*underpricing*), representa a diferença entre o preço de oferta das ações, o qual é determinado pela empresa, e o preço de fechamento das ações no primeiro dia de negociação (SCHRAND; VERRECCHIA, 2005).

Logo, se a empresa conseguir reduzir a assimetria informacional no período da emissão de ações, isso acarretará em um menor custo de capital (LANG; LUNDHOLM, 2000). Assim, mesmo sem a presença de uma lei que obrigue a divulgação de informações aos investidores, empresas estariam dispostas a divulgar informações no momento da emissão de títulos (BAUMS, 2002).

A ideia é que o *disclosure* poderia diminuir as incertezas acerca do "verdadeiro" valor da companhia, fazendo com que o valor das ações emitidas fosse o mais alto possível, o que, consequentemente, resultaria em um menor custo de capital próprio. Logo, percebe-se que o período ao redor a uma emissão de ações apresenta grandes incentivos para uma mudança nas políticas de *disclosure* das empresas (LANG; LUNDHOLM, 2000), já que o problema da seleção adversa é uma explicação bastante convincente do "porque" de se divulgar mais informações (DIAMOND, 1985).

Nessa ótica, gestores que antecipam futuras necessidades de captação de recursos no mercado de capitais tendem a divulgar, voluntariamente, mais informações como uma forma de reduzir a assimetria informacional e o custo da captação (FRANKEL; MCNICHOLS; WILSON, 1995; HEALY; PALEPU, 2001).

Corroborando esse raciocínio, evidências empíricas (LANG; LUNDHOLM, 2000) demonstram que as empresas aumentam o volume de informações divulgadas ao mercado de maneira significativa antes de uma emissão de ações, já antecipando o efeito dessa possível transação no mercado.

Para operacionalizar essa hipótese, utilizou-se uma variável *dummy*, com valor igual a 1 caso a empresa tivesse emitido ações nos anos de 2007, 2008 e 2009 e valor 0 caso a empresa não tivesse emitido ações nesse período.

Ressalta-se que essa hipótese foi colocada de modo capturar o *disclosure* que antecede uma emissão de ações. A ideia é que a empresa aumentaria seu nível de *disclosure* antes de uma emissão de ações de modo a reduzir a assimetria informacional e "baratear" o custo do capital próprio. Assim, por exemplo, ela aumentaria o nível de divulgação em 2006 caso planejasse emitir ações em 2007. Nesse sentido, considerou-se sempre o ano após o encerramento do exercício para a determinação dessa variável independente.

3.6.10 Oportunidade de crescimento

H10: Empresas com maiores oportunidades de crescimento possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com menores oportunidades de crescimento

De uma maneira geral, empresas com boas oportunidades de crescimento necessitarão captar recursos no futuro para expandir. Dentro desse cenário, alguns estudos na área de governança corporativa como, por exemplo, La Porta *et al* (1998), enfatizam que a proteção aos minoritários aumenta a disponibilidade que as empresas possuem de captar recursos no mercado.

Nesse ambiente, empresas com maiores oportunidades de crescimento e, consequentemtente, necessidades futuras de recursos para expansão, tenderiam a adotar melhores mecanismos de governança corporativa nos dias de hoje (KHANCHEL, 2007), como, por exemplo, uma postura mais transparente. Isso seria proveniente dos incentivos que os gestores teriam para melhorar as práticas de governança corporativa e oferecer maior proteção aos direitos dos minoritários, de forma a ampliar seus horizontes de captação de recurso no mercado.

Nessa ótica, espera-se que as empresas com melhores oportunidades futuras de crescimento percebam uma maior utilidade na adoção de melhores práticas de governança do que empresas sem grandes expectativas de captação futura de recursos (SILVEIRA; BARROS, 2008).

Não existe consenso, na literatura existente, sobre a melhorar forma de medir as oportunidades de crescimento de uma empresa. Alguns estudos, como, por exemplo, Silveira e Barros (2008), operacionalizam essa variável por meio do crescimento da receita. Obviamente, o crescimento corrente da receita pode não possuir uma relação com o

crescimento futuro da empresa. Contudo, para essa variável, assume-se que o ocorrido no passado é a melhor estimativa do futuro.

Para o presente estudo, utilizou como *proxie* para a hipótese 'oportunidades de crescimento' a variável crescimento da receita, computada pela variação das receitas entre t e t_{-1}.

3.6.11 Setor

H11: Empresas do setor elétrico possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas de outros setores.

De uma maneira geral, as regulamentações específicas de alguns setores, também, fazem parte do que se considera "práticas contábeis adotadas no Brasil". Isso ocorre, por exemplo, no setor elétrico. Nesse setor, existe uma regulamentação específica, a ANEEL 444/01, emitida pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), que institui o Manual de Contabilidade do Serviço Público de Energia Elétrica. De acordo com essa legislação, as empresas são estimuladas, por exemplo, a publicar a Demonstração do Fluxo de Caixa e o Balanço Social.

Constata-se que a existência dessa regulação específica e também do *enforcement* do órgão regulador, tem resultado em um alto nível de *disclosure* das empresas do setor elétrico. Por exemplo, das companhias (abertas e fechadas) premiadas pelo Troféu Transparência 2008, concedido para as empresas com demonstrações contábeis mais transparentes no ano de 2007, quatro são do setor elétrico: Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Companhia Energética de São Paulo (CESP), Centrais Elétricas do Norte do Brasil S/A e Energisa Borborema.

Assim, considerou-se apropriada a utilização de uma variável *dummy* para controlar o efeito do setor elétrico na análise dos determinantes do *disclosure* voluntário das empresas.

3.6.12 Origem do controle

H12: Empresas com controle estatal possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas com controle privado

Primeiramente, é necessário ressaltar que não foram encontrados estudos na literatura que tivessem testado essa hipótese. Do mesmo modo, tampouco foram encontradas justificativas teóricas que a subsidiassem. Contudo, a análise descritiva dos dados evidenciou que talvez a origem do controle influenciasse o *disclosure* das empresas. Por exemplo, três das cinco empresas com melhores práticas de *disclosure* voluntário são controladas pelo Estado: Petrobras, Sabesp e Sanepar.

Nesse sentido, as análises preliminares apontaram indícios de que a origem do controle da empresa poderia ser um fator relevante na explicação das práticas de *disclosure* voluntário. Assim, a partir de um processo indutivo, optou-se em adicioná-la no modelo, sendo que sua operacionalização se deu por meio de uma variável *dummy*, com valor igual a 1 caso a origem do controle fosse estatal, e valor 0 se a origem do controle da empresa fosse privado.

Com base nas justificativas teóricas discutidas nessa seção (3.6.1 – 3.6.12), tem-se um quadro resumo das hipóteses e das variáveis do presente estudo.

Quadro 9 – Resumo das Hipóteses e Variáveis do Estudo

Hipóteses	Variáveis Utilizadas	Fonte de Dados
I. Auditoria	Empresa de auditoria – Big Four	Maiores e Melhores - Exame
II. Nível de Rentabilidade	Retorno sobre o PL médio	Maiores e Melhores - Exame
III. Desempenho no Mercado	Q de Tobin	Economática
IV. Internacionalização	ADRs Nível II e III	New York Stock Exchange (NYSE)
V. Tamanho	Receita Líquida	Maiores e Melhores – Exame
VI. Governança Corporativa	Níveis Diferenciados de GC	Bovespa
VII. Nível de Endividamento	Passivo Total sobre Ativo Total	Maiores e Melhores – Exame
VIII. Concentração do Controle	% de ON do Acionista Principal	IAN –- Bovespa
IX. Emissão de Ações	Emissão de Ações	Comissão de Valores Mobiliários
X. Oportunidade de Crescimento	% Variação da Receita Líquida	Maiores e Melhores – Exame
XI. Setor	Setor Elétrico	Maiores e Melhores – Exame
XII. Origem do Controle	Estatal - Privado	Maiores e Melhores – Exame

Ressalte-se que, na operacionalização do modelo, utilizou-se o logaritmo natural das variáveis métricas de modo a suavizar a distribuição e permitir a comparação entre as diferentes variáveis, já que foram, inicialmente, mensuradas em unidades distintas. (metodologia).

3.7 Técnicas estatísticas

No presente estudo, foram utilizadas duas técnicas estatísticas: **análise de correspondência** e **análise de regressão com dados em painel.** A seguir, essas duas técnicas estatísticas serão discutidas.

3.7.1 Análise de correspondência (ANACOR)

A análise de correspondência (Anacor) é aplicada quando se pretende estudar a relação entre duas variáveis nominais. (PESTANA; GAGEIRO, 2003). De maneira geral, a utilização da Anacor torna-se interessante como complemento ao Teste do Qui-quadrado e esse último é, também, um pressuposto para a utilização dessa técnica. Nesse sentido, a existência de uma relação significativa entre as variáveis em estudo, mensurada por meio do Qui-quadrado, é normalmente realizada antes da utilização da Anacor.

Uma das principais vantagens dessa técnica é a visualização das relações através do mapa perceptual que auxilia na interpretação das associações entre as variáveis, permitindo ao pesquisador realizar inferências, ainda que de modo exploratório. È mister ressaltar que se trata de uma técnica exploratória, que visa descobrir possíveis relações entre duas variáveis numa espaço multidimensional. Nesse sentido, a ANACOR não é uma técnica confirmatória que busca testar hipóteses (PESTANA; GAGEIRO, 2003).

De maneira prática, a Anacor utiliza o teste Qui-quadrado para padronizar os valores das frequências e formar a base para as associações, sendo que a partir de uma tabela de contingência calcula-se as diferenças entre as frequências esperadas e observadas (LIMA, 2007). Em seguida, a técnica permite criar uma medida de distância que é visualizada, geralmente, em um espaço bidimensional.

No presente estudo, essa técnica é utilizada de forma a analisar a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o setor de atuação das empresas. Para isso, o nível de *disclosure,* que foi computado de maneira quantitativa, ou seja, na forma percentual, baseado na divisão do número de subcategorias divulgadas pela empresa pelo número total de subcategorias da métrica foi transformado em uma variável qualitativa.

Para isso o nível *disclosure* médio das empresas, no tocante às informações econômicas, socioambientais e total (socioambientais e econômico) para o período em estudo, exercícios findo em 2006, 2007 e 2008, foi dividido em quartis. Esses quartis foram calculados com base nos níveis de *disclosure* apresentados pelas empresas, de modo em que cada quartil possuísse 1/4 das amostras de empresas, ou seja, 25 empresas por quartil. Em seguida, na mesma linha do trabalho de Lima (2007), definiu-se um nível qualitativo de *disclosure* para cada quartil, conforme o Quadro 10.

Quadro 10 – Nível de *Disclosure* em Quartis

Quartil	Ranking das Empresas	Nível de Disclosure
1º	100 - 76	Ruim
2º	75 -51	Regular
3º	50 -26	Bom
4º	25-1	Ótimo

Com base nesse critério e na classificação setorial das empresas, apresentada no item 3.5 – Seleção da amostra de empresas e período do estudo –, realizou-se a análise da relação entre o nível de *disclosure* voluntário das empresas e o setor de atuação utilizando a Anacor.

3.7.2 Análise de regressão com dados em painel

Para o cumprimento do objetivo geral do trabalho – identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil – assumiu-se uma relação de dependência, na qual o nível de *disclosure* voluntário (variável dependente) é explicado por um conjunto de fatores (variáveis independentes), mais especificamente as doze hipóteses formuladas.

Assim, no presente estudo tem-se uma variável dependente, o nível de *disclosure* voluntário das empresas (DISC) e doze variáveis independentes: auditoria (AUD), nível de rentabilidade (RENT), internacionalização (INTER), nível de endividamento (END), governança corporativa (GOVER), tamanho (TAM), concentração do controle acionário (CONTR), oferta de ações (OFER), setor (SET), origem do controle (ORIG), desempenho no mercado de capitais (Q_TOBIN) e oportunidade de crescimento (CRESC).

Como o *disclosure* das empresas foi analisado durante três anos, exercício findo em 2006, 2007 e 2008, a técnica estatística mais indicada para operacionalizar essa relação é a regressão com dados em painel, que combina dados de corte transversal (as 100 empresas) e temporal (os três anos).

Quando um conjunto de empresas (indivíduos, países etc.) é analisado em um único período de tempo, tem-se uma análise de corte transversal. Por outro lado, quando uma única empresa é analisada em vários períodos de tempo, tem-se uma análise temporal. Os dados em painel são justamente a combinação entre a análise de corte transversal e a análise temporal.

De maneira prática, quando se analisam os fatores que explicam o nível dos *disclosure* das empresas durante apenas um ano (análise de regressão), busca-se comparar as empresas entre si (Ex: Petrobras *versus* Vale). Já quando se analisa o período de três anos como um todo (dados em painel), busca-se comparar as empresas entre si (Ex: Petrobras *versus* Vale) e também as empresas com elas mesmas ao longo do tempo (Ex: Petrobras em 2006 *versus* Petrobras em 2007). Assim a utilização da técnica de dados em painel no presente estudo é proveniente da necessidade de se estudar um conjunto de empresas ao longo de um período de tempo de três anos.

De acordo com Wooldridge (2006, p.10), "um conjunto de dados de painel (ou dados longitudinais) consiste em uma série de tempo para cada membro do corte transversal do conjunto de dados." Sobre as justificativas para se utilizar essa técnica, Gujarati (2006, p. 515) afirma que, ao se combinarem dados de séries temporais com dados de corte transversal, têm-se "dados mais informativos, menos variabilidade e menos colinearidade entre as variáveis, mais graus de liberdade e mais eficiência". De maneira prática, a análise de dados em painel possui três abordagens: *pooling*, efeitos fixos e efeitos aleatórios.

A primeira abordagem, efeito *pooling*, também conhecida com o nome de regressão combinada, nada mais é que uma regressão convencional, levando em conta o período de tempo como um todo, que no presente estudo é de três anos. Nessa abordagem, tanto o intercepto quando os coeficientes angulares são os mesmos para todas as empresas. Nesse sentido, o efeito *pooling* é um modelo de regressão convencional:

$$\mathbf{DISC = \beta_0 + \beta_1 RENT + \beta_2 AUD + \beta_3 INTER + \beta_4 END + \beta_5 GOVER + \beta_6 TAM + \beta_7 CONTR + \beta_8 OFERT + \beta_9 SET + \beta_{10} ORIG + \beta_{11} Q_TOBIN + \beta_{12} CRESC + \mu}$$

Contudo, segundo Gujarati (2006), apesar de sua simplicidade, a regressão combinada pode distorcer a verdadeira imagem da relação entre a variável dependente e as independentes, pois não se levam em consideração as especificidades das empresas.

Segundo esse mesmo autor, "uma das formas de se levar em conta os aspectos individuais das empresas é fazer variar o intercepto para cada empresa, mantendo os coeficientes angulares constantes" (GUJARATI, 2006, p.717). Essa abordagem é conhecida como modelo de painel de efeitos fixos e, para o presente estudo, pode ser apresentada da seguinte forma:

$$\mathbf{DISC = \beta_{0i} + \beta_1 RENT + \beta_2 AUD + \beta_3 INTER + \beta_4 END + \beta_5 GOVER + \beta_6 TAM + \beta_7 CONTR + \beta_8 OFERT + \beta_9 SET + \beta_{10} ORIG + \beta_{11} Q_TOBIN + \beta_{12} CRESC + \mu}$$

Note-se que o modelo apresenta o subscrito 'i' no intercepto para permitir que os interceptos das empresas da amostra variem. Entretanto, os interceptos individuais de cada empresa não variam ao longo do tempo. Do mesmo modo, percebe-se que os coeficientes angulares das empresas não variam entre empresas e nem tampouco no tempo.

Gujarati (2006) ressalta também que, no modelo dos efeitos fixos, é possível incluir variáveis binárias para fazer com o que o intercepto varie ao longo do tempo e varie entre empresas e ao longo do tempo. Do mesmo modo, é possível, ainda, fazer com que todos os coeficientes, angulares e o intercepto, variem entre indivíduos.

Contudo, esse mesmo autor ressalta que é preciso ter cautela no que diz respeito à inclusão de variáveis binárias, principalmente em razão da perda de graus de liberdade, problemas de multicolinearidade, interpretação das diversas variáveis binárias ao longo do tempo e problemas com o termo de erro do modelo (GUJARATI, 2006).

Nesse sentido, a abordagem dos efeitos aleatórios pode minimizar tais problemas. De acordo com Gujarati (2006, p. 521), "se as variáveis binárias representam de fato uma falta de conhecimento sobre o (verdadeiro) modelo, porque não expressar essa falta de conhecimento por meio do termo de erro?" Assim, no modelo de efeitos aleatórios, as diferenças individuais no intercepto de cada empresa se refletem no termo de erro. Logo, o termo de erro é composto por dois elementos: um elemento de corte transversal ou especifico das empresas e um elemento combinado da série temporal e do corte transversal. (GUJARATI, 2006).

Uma vez apresentado os três modelos, a grande questão é avaliar qual dos modelos é mais adequado para a pesquisa. De acordo com Gujarati (2006, p.523) "a escolha entre os modelos depende fundamentalmente da pressuposição que fazemos sobre a provável correlação entre o componente de erro individual ou específico do corte transversal e as variáveis independentes".

De maneira bastante prática, os principais pacotes estatísticos (STATA, Eviews etc.) possibilitam a realização de testes estatísticos para se verificar qual modelo de painel é mais

adequado para os dados da pesquisa. O quadro 10, a seguir, apresenta um resumo dos testes estatísticos a serem realizados para a escolha de um modelo de dados em painel.

Quadro 10 – Dados em Painel – Testes Estatísticos

Teste	Hipóteses	Utilização
Teste de Chow: teste F, que pode ser utilizado para verificar se a função de regressão múltipla difere entre dois grupos (WOOLDRIDGE, 2006). Este teste verifica as mudanças no intercepto ao longo do tempo (WOOLDRIDGE, 2006).	$\mathbf{H_0}$: O intercepto é o mesmo para todas as empresas (*pooling)* $\mathbf{H_1}$**:** O intercepto é diferente para todas as empresas (efeitos fixos) $\mathbf{H_0}$**:** O intercepto é o mesmo para todas as empresas (*pooling)* $\mathbf{H_1}$**:** O intercepto é diferente para todas as empresas (efeitos aleatórios)	Comparar os modelos *pooling* e efeitos fixos; caso se rejeite a hipótese nula, utiliza-se o modelo de efeitos fixos. Também é utilizado para comparar os modelos *pooling* e efeitos aleatórios; caso se rejeite a hipótese nula, utiliza-se o modelo de efeitos aleatórios.
Teste de Breusch-Pagan: utilizado para comparar o modelo *pooling* com o modelo de efeitos aleatórios, na medida em que verifica a adequação dos parâmetros da regressão para o efeito aleatório (LIMA, 2007).	$\mathbf{H_0}$**:** A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é igual a zero (*pooling)* $\mathbf{H_1}$**:** A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios)	Comparar os modelos *pooling* e efeitos aleatórios, caso se rejeite a hipótese nula utiliza-se o modelo de efeitos aleatórios.
Teste de Hausman: teste estatístico desenvolvido por Hausman (1978) para verificar se os estimadores dos modelos de efeitos fixos e aleatórios não diferem substancialmente (GUJARATI, 2006).	$\mathbf{H_0}$**:** Modelo de correção de erros (efeitos aleatórios) é adequado. $\mathbf{H_1}$**:** Modelo de efeitos fixos é adequado.	Comparar os modelos de efeitos fixos e aleatórios, caso se rejeite a hipótese nula, o modelo de efeitos aleatórios não é adequado, sendo preferível a utilização do modelo de efeitos fixos.

FONTE: Elaborado pelo autor com base em Gujarati (2006), Wooldridge (2006) e Lima (2007).

Finalmente, fez-se necessário, também, realizar testes de modo a verificar o atendimento aos pressupostos dos modelos apresentados, e são eles:

- Linearidade: a relação entre as variáveis explicativas (Xs) e a variável explicada (Y) é linear;
- Ausência de Multicolinearidade: não há correlação perfeita entre as variáveis explicativas (Xs);
- Normalidade dos Resíduos: os erros têm distribuição normal;
- Homocedasticidade: os resíduos possuem variância constante.

3.8 Restrições

De acordo com Ball e Foster (1982), pesquisadores empíricos necessitam aceitar o relativo alto grau de incerteza existente nas escolhas que realizam em suas pesquisas, principalmente nas variáveis utilizadas, nos aspectos metodológicos e também nas inferências que podem ou não ser realizadas. Sendo assim, faz-se necessário ressaltar algumas restrições do estudo. Afinal, em razão da alta complexidade existente na prática contábil, todas as pesquisas são baseadas em simplificações.

Nesse cenário, essa seção dedica-se a apresentar as restrições do presente trabalho e está dividida em três partes: (i) coleta e análise do *disclosure* das empresas; (ii) amostra de empresas e período de tempo do estudo e (iii) hipóteses, *proxies e* modelos utilizados.

3.8.1 Restrições com relação à coleta e análise do *disclosure* das empresas

Primeiramente, a construção da métrica para a avaliação do *disclosure* envolve o julgamento do pesquisador (HEALY; PALEPU, 2001). Assim, apesar de o presente trabalho se basear em 27 estudos anteriores, o processo de seleção das informações pode ter sido influenciado pelo viés do autor. Do mesmo modo, conforme mencionado anteriormente, o presente estudo utilizou-se de uma avaliação binária, sem a atribuição de pesos, baseando-se na premissa de que todas as informações possuem igual importância.

Percebe-se, também, que as métricas podem penalizar determinada empresa pela ausência de determinada informação que não é aplicável para ela (WALLACE; NASER, 1995), como, por exemplo, na subcategoria – passivos e provisões ambientais. No presente estudo, se as empresas não divulgam qualquer informação acerca desse tema, elas recebem nota zero para esse item. Contudo, pode ocorrer de a empresa não divulgar essa informação em razão de não possuir, efetivamente, passivos ou provisões ambientais. Entretanto, não é possível saber se a empresa não divulgou a informação, pois não possui um passivo ambiental ou porque decidiu não divulgá-la, já que se trata de uma informação de caráter voluntário.

De certa forma, esse problema foi minimizado em razão do grande número de itens que a métrica possui. Consequentemente, os possíveis ‘não aplicáveis’ possuem pouca influência no

nível geral de *disclosure* voluntário da empresa. Do mesmo modo, foram realizados alguns ajustes nas métricas de *disclosure* voluntário para levar em consideração as mudanças da legislação contábil e também as especificidades dos níveis de governança corporativa da Bovespa. Apesar disso, ressalte-se essa restrição da presente pesquisa na medida em que a construção de uma métrica de *disclosure* é sujeita a problemas de não aplicabilidade.

Com relação ao procedimento de coleta de dados, é importante salientar que a análise de conteúdo opera entre dois pólos: rigor da objetividade e fertilidade da subjetividade (BARDIN, 1977). Assim, a decisão acerca da presença ou não de determinada informação nas demonstrações contábeis envolve uma subjetividade inerente, que, muitas vezes, se baseia na percepção do pesquisador que coletou os dados.

No que diz respeito ao documento escolhido para análise do *disclosure*, embora as demonstrações contábeis sejam a principal fonte de divulgação das informações corporativas, outros canais de comunicação alternativos também contribuem para a redução da assimetria informacional (MENINI, 2008), como, por exemplo, reunião com analistas, *websites* das empresas, *conference call* etc.

3.8.2 Restrições com relação à amostra de empresas e período de tempo do estudo

Conforme descrito nos aspectos metodológicos, o presente estudo utilizou-se de uma amostra intencional composta pelas 100 maiores companhias abertas listadas na Bovespa, selecionadas a partir do critério de Receita Bruta do exercício findo em 2007. Assim, trata-se de uma amostra intencional e não-probabilística. Nesse sentido, os resultados das análises limitam-se às empresas estudadas. Obviamente, generalizações para outro grupo de empresas, como, por exemplo, empresas menores ou empresas fechadas não são possíveis.

Com relação ao período de tempo estudado, dois fatores chamam a atenção: (i) a crise econômica iniciada nos Estados Unidos e que se alastrou para todo o restante do mundo e (ii) a mudança de legislação ocorrida com a aprovação da Lei 11.638 de 2007 e os novos Pronunciamentos Técnicos do CPC emitidos recentemente.

A crise econômica, obviamente, impactou nas empresas no tocante a diversos aspectos como, por exemplo: (i) poucas empresas emitiram ações nos anos de 2008 e 2009; (ii) alta

volatilidade do valor de mercado a partir do início da crise e (ii) indicadores de rentabilidade, endividamento e crescimento da receita variaram de maneira expressiva.

Já as mudanças de legislação contábil caracterizam um cenário de mudança na contabilidade Brasileira que caminha para a convergência com as normas internacionais de contabilidade. Aparentemente, essa convergência exigirá ainda mais transparência das empresas brasileiras, sendo que a tendência é que o nível de *disclosure* das empresas aumente ao longo do tempo.

Finalmente, o período de tempo estudado (3 anos) é relativamente curto para se realizarem inferências quanto a uma análise temporal acerca do *disclosure* das empresas. Nesse sentido, é importante ressaltar as restrições dessa pesquisa com relação à interpretação dos resultados e possíveis generalizações.

3.8.3 Restrições com relação às hipóteses, *proxies* e técnica estatística utilizada

A pesquisa de abordagem positiva na contabilidade, utilizada neste estudo, popularizada a partir do trabalho intitulado *Positive Accounting Theory* (WATTS e ZIMMERMAN, 1986), busca fornecer explicações para os fenômenos contábeis. No presente trabalho, buscaram-se explicações para o fenômeno da divulgação voluntária de informações pelas empresas. Com base na literatura existente e nas análises exploratórias foram elaboradas 12 hipóteses para responder ao problema central de pesquisa: quais fatores explicam o nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil.

Uma primeira questão sobre a escolha dessas hipóteses seria: Por que 12 hipóteses e não 13, 10 ou 5? O presente trabalho buscou levantar o maior número de fatores explicativos possíveis que fizessem "sentido". Esse "sentido" pode ser mais bem definido como uma interpretação econômica para o resultado, ou seja, uma teoria ou possíveis incentivos econômicos por parte dos agentes (controladores da empresa) que justificasse a inclusão dessa hipótese.

Obviamente, diversos outros fatores não incluídos nessa pesquisa poderiam influenciar o nível de *disclosure* (como, por exemplo, o ambiente interno da empresa, sua missão e visão, seu estilo gerencial, a formação dos contadores etc.). Nesse sentido, a presente pesquisa possui

uma restrição inerente de tentar explicar o nível de *disclosure* das empresas a partir de alguns fatores, sendo que outros fatores explicativos são desconsiderados.

Com relação às *proxies* utilizadas para as variáveis escolhidas, as restrições dizem respeito às limitações que essas têm de refletir determinado construto teórico. Um exemplo claro disso é a hipótese – tamanho – que, na literatura, é operacionalizada de diversas formas como, por exemplo: valor de mercado, receita bruta, ativo total, número de funcionários etc.. Do mesmo modo, *proxies* como o lucro sobre o patrimônio líquido, por exemplo, para representar a rentabilidade da empresa, é, muitas vezes, sensível a eventos não recorrentes, variações no patrimônio líquido etc.. Já outras variáveis como, por exemplo, o Q de Tobin precisam ser ajustadas em razão da não disponibilidade de dados. Assim, é importante ressaltar que os resultados e as interpretações ficam sujeitos a escolha das *proxies*, sendo essa outra restrição do estudo.

Finalmente, com relação ao modelo utilizado, dados em painel, é importante mencionar que essa técnica estatística é indicada para séries de tempo maiores. Nesse sentido, para se obterem resultados mais robustos acerca das variáveis que afetam o nível de *disclosure* das empresas ao longo do tempo, seria necessário uma série de tempo mais longa.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A apresentação da análise dos resultados do estudo está dividida em três grandes partes. A seção 4.1 apresenta as práticas de *disclosure* de operações com instrumentos financeiros derivativos; a seção 4.2 evidencia as análises do *disclosure* voluntário; a seção 4.3 apresenta os resultados da análise de regressão com dados em painel.

4.1 Análise do *disclosure* das operações com instrumentos financeiros derivativos

Conforme mencionado no capitulo de metodologia deste estudo, a amostra consistiu das 100 maiores empresas abertas que foram analisadas nos anos de 2007, 2008 e 2009. Entretanto, as análises referentes ao *disclosure* das operações com instrumentos financeiros derivativos serão apresentadas para um menor número de empresas em razão de: (i) não utilização de derivativos por parte de algumas empresas; (ii) não menção à existência ou não de derivativos; (iii) indisponibilidade de balanços. A Tabela 1 ilustra a composição da amostra final de empresas para as análises do *disclosure* das operações com instrumentos financeiros derivativos.

Tabela 1 – Composição da Amostra Final de Empresas Analisadas

	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008
Amostra inicial	100	100	100
Não utilizaram derivativos	(16)	(18)	(22)
Não informaram se utilizaram derivativos ou não	(9)	(10)	(2)
Não divulgaram Balanços até 10/08/2009	(2)	-	(8)
Amostra Final	**73**	**72**	**68**

Primeiramente, percebe-se que os balanços de 2006 de duas empresas e os balanços de 2008 de oito empresas não estavam disponíveis no site da BOVESPA em razão de motivos como cancelamento de registro na CVM, atraso na entrega das demonstrações contábeis etc.. Do mesmo modo, 16 empresas em 2006, 18 empresas em 2007 e 22 empresas em 2008 não utilizaram instrumentos derivativos, mas evidenciaram essa informação, como, por exemplo, a Ponto Frio no seu balanço de 2007, a qual informou que "a Companhia e suas controladas não possuem compromissos decorrentes de instrumentos derivativos em 31 de dezembro de 2007".

Contudo, surpreendentemente, nove empresas em 2006 e dez empresas no ano de 2007 não fizeram qualquer menção à utilização ou não desses instrumentos. A Suzano Petroquímica foi uma dessas empresas que não divulgou uma única informação sobre derivativos na Nota – Instrumentos Financeiros no ano de 2007, mas evidenciou "ganhos de *hegde*/*swap*" na sua Nota – Resultados Financeiros. Obviamente, esse ganho é resultado de uma operação com derivativos que a empresa não informou aos seus usuários externos.

Por outro lado, é possível notar uma redução drástica, no ano de 2008, com relação ao número de empresas que não divulgaram qualquer tipo de informação acerca dos derivativos. De certa forma, esse é um primeiro indício de que o *disclosure* das empresas melhorou com as novas exigências de divulgação trazidas pelas novas normatizações.

A seguir, são apresentados os resultados das análises das informações requeridas pela Deliberação CVM Nº 566/08 e pela Instrução CVM Nº 475/08. Ressalte-se que essas análises foram realizadas tendo como base as empresas que possuíam derivativos e evidenciaram algum tipo de informação sobre eles: 73 empresas em 2006, 72 empresas em 2007 e 68 empresas em 2008.

Tabela 2 – *Disclosure* de Informações Qualitativas sobre Derivativos

Categoria de Observação: Informações Qualitativas	Ano de 2006		Ano de 2007		Ano de 2008	
	N.	%	N.	%	N.	%
Política de utilização dos derivativos	66	90,41%	70	97,22%	68	100,00%
Objetivos e estratégia de gerenciamento de riscos	67	91,78%	66	91,67%	68	100,00%
Riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado	8	10,96%	6	8,33%	23	33,82%
Critérios de avaliação e mensuração do valor justo	12	16,44%	6	8,33%	33	48,53%
Principais transações e compromissos futuros	11	15,07%	5	6,94%	26	38,24%

As recentes perdas com derivativos envolvendo empresas brasileiras (Sadia, Aracruz, Vicunha Têxtil etc.) levantaram questões acerca do 'real' objetivo da utilização desses instrumentos pelas empresas. Aparentemente, algumas empresas não estavam utilizando esses instrumentos para se proteger, mas, sim, para especular no mercado. Nesse sentido, pode-se dizer que as informações acerca dos objetivos, estratégias e políticas de utilização desses instrumentos são importantes, pois evidenciam o 'porquê' e o 'como' as empresas realizaram essas operações de modo a mitigar os riscos enfrentados. Como ponto positivo, constata-se que a vasta maioria da empresas evidencia essa informação.

Por outro lado, apesar de haver uma melhora significativa no ano de 2008, menos da metade das empresas analisadas evidenciou informações acerca dos critérios de avaliação a valor justo. A Braskem, por exemplo, no ano de 2007, foi bastante evasiva, informando que "para determinar o valor de mercado estimado dos derivativos são utilizadas cotações de operações semelhantes ou informações públicas disponíveis no mercado financeiro bem como metodologias de avaliação geralmente aceitas e praticadas pelas contrapartes." Pode-se dizer que esse tipo de informação bastante genérica tem pouca utilidade para o usuário.

Tabela 3 – *Disclosure* de Informações Quantitativas sobre Derivativos

Categoria de Observação: Informações Quantitativas	Ano de 2006		Ano de 2007		Ano de 2008	
	N.	%	N.	%	N.	%
Valores registrados em conta de ativo e passivo	26	35,62%	21	29,17%	44	64,71%
Valores agrupados por tipo	24	32,88%	24	33,33%	57	83,82%
Ganhos e perdas no período	44	60,27%	41	56,94%	48	70,59%
Efeito no resultado das operações de *hedge* e não-*hedge*	31	42,47%	32	44,44%	34	50,00%
Valor e tipo de margem dada em garantia	1	1,37%	0	0,00%	35	51,47%
Efeitos da adoção inicial da deliberação CVM Nº 566	N.A	N.A	N.A	N.A	32	47,06%

Novamente, percebe-se que houve uma melhora significativa no *disclosure* das empresas no ano de 2008, quando comparado com 2006 e 2007. Contudo, nem todas as empresas analisadas seguem o que é requerido pelas normas. Menos de 50% divulgaram aos usuários os efeitos da adoção inicial da CVM Nº 566. Sobre esse último quesito, a Aracruz informou, no seu balanço de 2008, que "já registrava seus instrumentos financeiros ao valor justo e seguia as classificações contábeis que foram requeridas pela norma". Consequentemente, a adoção não teve efeito na sua posição financeira e patrimonial.

Outro aspecto evidenciado por menos da metade das empresas é o efeito no resultado das operações de *hedge* e não *hedge*. Do mesmo modo, apesar de aproximadamente 70% das empresas evidenciarem os ganhos e perdas com derivativos, algumas delas o fazem na Nota Explicativa – Resultado Financeiro, e não na Nota – Instrumentos Financeiros e Gerenciamento de Risco. De certa forma, a divulgação de todas as informações, que envolvem derivativos, em uma mesma nota tornar-se-iam mais *user friendly* para o usuário.

Tabela 4 – *Disclosure* dos Valores dos Derivativos

Categoria de Observação: Valores dos Derivativos	Ano de 2006		Ano de 2007		Ano de 2008	
	N.	%	N.	%	N.	%
Valor de referencia nocional (período atual)	45	61,64%	47	65,28%	65	95,59%
Valor de referencia nocional (período anterior)	28	38,36%	25	34,72%	44	64,71%
Valor justo (período atual)	29	39,73%	25	34,72%	62	91,18%
Valor justo (período anterior)	20	27,40%	18	25,00%	49	72,06%
Valores a receber e/ou valores a pagar no período	12	16,44%	17	23,61%	57	83,82%

Percebe-se que a grande maioria das empresas atendeu a legislação no ano de 2008 no que diz respeito aos valores de referência, valores justos e valores a receber e/ou pagar. Contudo, algumas empresas evidenciaram apenas a informação no período atual e isso prejudica a análise desses valores, pois não há como compará-los aos períodos anteriores.

Assim, como nos outros itens, houve uma melhora significativa no *disclosure* das empresas no ano de 2008, quando comparado com 2006 e 2007, apesar de certas empresas ainda não atenderem as exigências de *disclosure* das normas por completo.

Tabela 5 – *Disclosure* do Quadro Demonstrativo de Análise de Sensibilidade dos Derivativos

Categoria de Observação: Analise de Sensibilidade	Ano de 2006		Ano de 2007		Ano de 2008	
	N.	%	N.	%	N.	%
Identificação dos principais riscos	0	0,00%	0	0,00%	61	89,71%
Métodos e premissas utilizadas	0	0,00%	0	0,00%	60	88,24%
Definição e impacto do cenário provável	0	0,00%	0	0,00%	61	89,71%
Definição e impacto do cenário pessimista I	0	0,00%	0	0,00%	61	89,71%
Definição e impacto do cenário pessimista II	0	0,00%	0	0,00%	61	89,71%
Exposição líquida do *hedge accounting*	0	0,00%	0	0,00%	29	42,65%

Conforme evidenciado na tabela acima, nenhuma empresa evidenciou o quadro demonstrativo de análise de sensibilidade nos anos de 2006 e 2007. Em contrapartida, a maioria delas o fez em 2008. Nesse sentido, note-se o alto impacto que a norma teve na medida em que exigiu informações que as empresas não divulgavam voluntariamente.

Em 2008, uma das poucas empresas que não divulgaram esse quadro foi a Natura, a qual informou que "para os instrumentos derivativos financeiros demonstrados no item e-1, a Administração da Sociedade entende que não se aplica a análise de sensibilidade, pois há passivos equivalentes registrados no balanço patrimonial, tornando as operações atreladas". É mister salientar que a norma não menciona nenhuma isenção de evidenciação nesses casos. Pelo contrário, a Nota Explicativa à Instrução CVM Nº 475/08 ressalta a importância do quadro de sensibilidade, mencionando que "devido à complexidade inerente das operações com derivativos, a evidenciação do valor justo das operações não é suficiente para que os usuários externos consigam avaliar adequadamente o perfil de risco das instituições. As perdas podem ser muito maiores e mais alavancadas que o valor justo das operações pode sugerir".

Ainda sobre a importância dessa informação, Eliseu Martins, diretor da CVM, menciona "Eu acho que é impossível alguém [de fora da companhia] construir sozinho esse quadro"

(VALOR ECONOMICO ONLINE, 2008). Já Reginaldo Alexandre, vice-presidente da Associação dos Profissionais de Investimentos do Mercado de Capitais de São Paulo, menciona que "talvez, se Sadia e Aracruz relatassem seus instrumentos dessa forma, o mercado já tivesse atribuído um desconto de risco às ações. E mais: há quem diga que, com tal transparência, talvez esses contratos não teriam sequer sido feitos" (VALOR ECONOMICO ONLINE, 2008).

É mister ressaltar que, obviamente, nos anos de 2006 e 2007, a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade era opcional. Nesse sentido, as empresas não tinham a obrigação de divulgá-lo. Contudo, muitas das empresas da amostra divulgaram outros tipos de informações nesse período que não são obrigatórias (Ex: Demonstração do Fluxo de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado etc.).

A questão, então, seria entender porque as empresas divulgam certas informações, de maneira voluntária, e não divulgam outras. Esse fenômeno pode ser interpretado à luz da Teoria do Disclosure Discricionário (VERRECCHIA, 2001), segundo o qual, as empresas só divulgariam, voluntariamente, informações que as beneficiassem. Ora, como o quadro demonstrativo de análise de sensibilidade é uma informação de caráter pessimista, já que enfatiza as possíveis perdas que a empresa teria em razão de determinados cenários negativos, as empresas não teriam incentivos econômicos para divulgar, voluntariamente, esse tipo de informação.

4.2 Análise das práticas de *disclosure* voluntário

Essa seção apresenta as práticas de *disclosure* voluntário das empresas da amostra e está dividida em quatro partes: informações econômicas, informações sociais, informações ambientais e análise setorial e *ranking* das empresas. Ressalte-se que as análises são apresentadas em termos percentuais para tornar possível a comparação entre os anos. As porcentagens são calculadas pela divisão do número de empresas que divulgaram as referidas informações pelo total de empresas analisadas no período do estudo, que são: exercício findo em 2006 (98 empresas), 2007 (100 empresas) e 2008 (92 empresas).

4.2.1 Práticas de *disclosure* voluntário: informações econômicas

As práticas de *disclosure* voluntário de informações econômicas das empresas foram analisadas de acordo com as seis categorias estabelecidas: ambiente de negócios, atividade operacional, aspectos estratégicos, informações financeiras, índices financeiros e governança corporativa.

A primeira categoria trata de aspectos relacionados ao ambiente de negócios em que a empresa opera, que inclui informações acerca dos clientes, concorrentes, fornecedores, setor de atuação, etc. A Tabela 6 ilustra a porcentagem de empresas que evidenciaram informações relativas ao ambiente de negócios.

Tabela 6 – Informações acerca do Ambiente de Negócios

Ambiente de Negócios	2006	2007	2008
Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises)	64,29%	71,00%	69,57%
Discussão do setor em que a empresa atua	69,39%	87,00%	63,04%
Discussão da concorrência	17,35%	16,00%	13,04%
Relacionamento com fornecedores	15,31%	15,00%	15,22%
Satisfação dos clientes	25,51%	16,00%	30,43%
Market Share	15,31%	29,00%	20,65%
Identificação dos riscos do negócio	84,69%	91,00%	86,96%
Exposição cambial	84,69%	94,00%	82,61%

Constata-se que os itens mais evidenciados nos exercícios analisados tratam da identificação dos riscos do negócio e da exposição cambial das empresas. A Parmalat, por exemplo, mencionou que em 31 de dezembro de 2007 não apresentava endividamento em moeda estrangeira. No entanto, ressaltou que "variações nas taxas de câmbio podem afetar marginalmente a receita de venda de produtos lácteos, sendo que no exercício de 2007, aproximadamente 5,74% (2,28% em 2006) da receita operacional bruta, consolidada, foi proveniente de exportações".

Já com relação à identificação dos riscos do negócio, especificamente o risco de crédito, a Açúcar Guarani declarou, em 31 de março de 2008, que seus três principais clientes representam 20,9% das contas a receber da empresa. Para minimizar seu risco de crédito ante a concentração existente, "a Companhia adota a estratégia de monitoramento periódico da *performance* financeira e de pontualidade nos recebimentos para seus principais clientes. Nos demais casos, a Administração da Companhia entende ser reduzido seu risco em virtude da diversificação da carteira e dos demais procedimentos de controle referentes ao monitoramento dos créditos com liquidação duvidosa".

A segunda categoria do grupo de práticas de *disclosure* econômico trata de informações acerca da atividade operacional das empresas que incluem aspectos de produção, eficiência, tecnologia etc.. A Tabela 7 apresenta os resultados das análises.

Tabela 7 – Informações sobre a Atividade Operacional

Atividade Operacional	2006	2007	2008
Narrativa da estória da empresa	31,63%	22,00%	40,22%
Estrutura organizacional	4,08%	4,00%	7,61%
Aspectos tecnológicos da atividade operacional	34,69%	44,00%	42,39%
Informações por segmento ou linha de negócio	79,59%	70,00%	80,43%
Utilização da capacidade produtiva	27,55%	20,00%	31,52%
Indicadores de eficiência	36,33%	48,00%	35,22%
Quantidades produzidas e/ou serviços prestados	27,55%	42,00%	26,09%
Unidades vendidas	67,35%	76,00%	73,91%

Pouquíssimas empresas evidenciaram informações acerca de sua estrutura organizacional. Por outro lado, a grande maioria das empresas fez menção ao número de unidades comercializadas. Do mesmo modo, mais de dois terços das empresas, também, evidenciaram informações por linha de negócios ou segmentos, sendo que algumas delas, como é o caso da Eletrobrás, evidenciaram a Demonstração do Resultado por Segmento no ano de 2007, de acordo com a norma norte-americana de Contabilidade SFAS-131 – *Segment Information*, emitida pelo *Financial Accounting Standards Board.*

Percebe-se, igualmente, que as demonstrações contábeis apresentam informações estratégicas das empresas como, por exemplo, suas metas, perspectivas de novos investimentos e novos mercados de atuação. A Tabela 8 evidencia os resultados da subcategoria informações estratégicas.

Tabela 8 – Informações Estratégicas

Aspectos Estratégicos	2006	2007	2008
Objetivos, planos e metas da empresa	64,29%	67,00%	66,30%
Perspectiva de novos investimentos	10,20%	39,00%	9,78%
Principais mercados de atuação	52,04%	68,00%	53,26%
Perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar	15,31%	30,00%	13,04%
Política de reinvestimento dos lucros	22,45%	57,00%	25,00%
Pesquisa e desenvolvimento	52,04%	42,00%	61,96%
Discussão da qualidade dos produtos e serviços	29,59%	44,00%	35,87%
Preço dos produtos e serviços da empresa	37,76%	32,00%	36,96%

Aproximadamente dois terços das empresas analisadas evidenciaram informações acerca dos seus objetivos, planos e metas. Contudo, essa proporção diminui, drasticamente, quando se

consideram as perspectivas para novos investimentos. Sobre esse ultimo aspecto, a Braskem mencionou, no seu balanço de 2007 que "os investimentos programados para 2008 devem atingir R$ 1,3 bilhão, incluindo as paradas programadas para manutenção na Copesul em abril e na Unidade de Camaçari em maio".

Adicionalmente, algumas empresas, também, optaram por evidenciar informações de natureza financeira, não obrigatória. A Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), por exemplo, que se tornou obrigatória com a aprovação da Lei 11.638/07 foi divulgada de forma espontânea por 76,25% das empresas da amostra em 2006 e 82,67% em 2007. A Tabela 9 apresenta a porcentagem de empresas que evidenciaram informações de caráter financeiro de maneira voluntária.

Tabela 9 – Informações Financeiras

Informações Financeiras	2006	2007	2008
Correção monetária	2,04%	1,00%	0,00%
Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)	76,25%	82,67%	N.A
Informações contábeis em US GAAP ou IFRS	1,25%	6,67%	2,94%
Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV)	38,78%	37,00%	51,09%
Preço ou valorização (desvalorização) das ações por tipo	61,22%	52,00%	66,30%
Valor de mercado	67,35%	76,00%	73,91%
Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	5,10%	3,00%	10,87%

No tocante a divulgação dos balanços em correção monetária, apenas duas empresas evidenciaram essa informação no período analisado: Vale do Rio Doce em 2006 e 2007 e a Cesp em 2006.

Com relação à publicação de informações de acordo com normas internacionais de contabilidade, é baixo o número de empresas que apresenta informações em U.S GAAP ou IFRS. Ressalte-se que essa avaliação não considerou a divulgação de informações em conformidade com os CPCs, apesar da emissão dos Pronunciamentos Técnicos desse órgão normatizador ser baseada nas normas internacionais de contabilidade emitidas pelo IASB, em razão do processo de convergência das normas brasileiras de contabilidade.

Do mesmo modo, ainda é incipiente o número de empresas que divulgam projeções futuras, seja de receita, lucro ou fluxo de caixa, em suas demonstrações contábeis. Por outro lado, a grande maioria das empresas divulga algum tipo de indicador financeiro, conforme ilustra a Tabela 10.

Tabela 10 – Índices Financeiros

Índices Financeiros	2006	2007	2008
Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	14,29%	19,00%	14,13%
Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)	9,18%	7,00%	3,26%
Indicadores de endividamento (PL/Passivo, PC /PELP)	89,80%	62,00%	86,96%
EBTIDA	82,65%	86,00%	81,52%

Apesar de a maioria das empresas divulgarem o EBITDA, notou-se a falta de padronização no cálculo desse indicador. Aparentemente o EBITDA, chamado de LAJIDA no cenário nacional, seria o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Contudo, algumas empresas também consideram no cálculo do indicador as provisões para contingências, despesas de *leasing*, despesas de equivalência patrimonial, dividendos e juros sobre capital próprio recebidos etc.. Do mesmo modo, algumas empresas apresentam o indicador, mas não mencionam como ele foi computado. Obviamente, isso prejudica a comparação entre as empresas, podendo confundir os usuários.

Finalmente, note-se que as demonstrações das empresas analisadas, também, apresentam informações sobre governança corporativa, conforme demonstra a Tabela 11.

Tabela 11 – Informações sobre Governança Corporativa

Governança Corporativa	2006	2007	2008
Práticas de governança corporativa	53,06%	55,00%	53,26%
Composição do conselho fiscal	15,31%	14,00%	15,22%
Composição do conselho de administração	29,59%	24,00%	22,83%
Identificação dos principais administradores	23,47%	28,00%	21,74%
Remuneração dos administradores	32,65%	52,00%	69,57%
Remuneração dos auditores	15,31%	12,00%	14,13%
Principais acionistas	47,96%	47,00%	48,91%
Relacionamento com os investidores	14,29%	33,00%	18,48%

Mais da metade das empresas analisadas evidencia informações sobre suas práticas de governança corporativa. As Lojas Americanas, por exemplo, destacaram no seu balanço de 2007, o "compromisso de conceder *tag along* integral (100%) às ações ordinárias e preferenciais da Companhia, garantindo a todos os acionistas tratamentos igualitários no caso de troca de controle da Companhia, sendo assegurado o direito de vender suas ações nas mesmas condições negociadas pelos controladores".

Por outro lado, poucas empresas evidenciam o valor gasto com serviços de auditoria, sendo que a maioria limita-se apenas a divulgar que existe independência no serviço de auditoria independente, requisito exigido pela Instrução CVM 381/03.

4.2.2 Práticas de *disclosure* voluntário: informações sociais

Do total de 92 itens que compunham a métrica utilizada para analisar o *disclosure* voluntário das empresas, 15 tratavam de informações de natureza social, divididos em: informações financeiras sociais, produtos e serviços, e informações sobre os colaboradores.

A primeira categoria trata das informações de financeiras de caráter social e engloba a Demonstração do Valor Adicionado (DVA), que, nos anos de 2006 e 2007, ainda não era uma demonstração obrigatória para as companhias abertas, os investimentos e os projetos sociais. A Tabela 12 apresenta os resultados das análises dessa primeira categoria.

Tabela 12 – Informações Financeiras Sociais

Informações Financeiras Sociais	2006	2007	2008
Demonstração do Valor Adicionado (DVA)	55,10%	57,00%	N.A
Menções ao valor adicionado ou distribuído	60,20%	59,00%	N.A
Investimentos de caráter social	44,90%	57,00%	43,48%
Gastos em projetos sociais	69,39%	77,00%	66,30%

Percebe-se que boa parte das empresas tem se preocupado em evidenciar seus investimentos de caráter social e também seus gastos com projetos sociais, como é da AES Sul, que mencionou na sua DFP de 2008 que "apoiou 66 projetos culturais e sociais, com investimentos de R$ 1,3 milhão. Segundo essa empresa esses projetos "foram realizados em 77 diferentes cidades da área de concessão, atingindo um total aproximado de 500.000 pessoas, estreitando ainda mais o relacionamento com a comunidade atendida".

Aspectos relacionados à adequação dos produtos e serviços das empresas às normas de segurança e aspectos relacionados às reclamações dos clientes também são evidenciados nas demonstrações contábeis analisadas, conforme ilustra a tabela a seguir.

Tabela 13 – Aspectos dos Produtos e Serviços

Produtos/ Serviços	2006	2007	2008
Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança	9,18%	14,00%	18,48%
Menção a reclamações sobre produtos e ou serviços	13,27%	20,00%	11,96%

O item acerca da menção a reclamações sobre os produtos e serviços é geralmente divulgado pelas poucas empresas que publicam o Balanço Social utilizando o modelo do IBASE, já que essa informação faz parte do grupo 'informações relevantes quanto ao exercício da cidadania empresarial'. Do mesmo modo, as informações acerca da adequação às normas de segurança

também são evidenciadas por poucas empresas, como é o caso da Caraíba Metais, que mencionou em 2007 sobre "um de seus produtos, o cobre eletrolítico, que possui 99,9% de pureza e possui certificação da ISO 9000:2000".

A última categoria das informações de caráter social trata dos colaboradores da empresa e envolve aspectos acerca da remuneração, benefícios, satisfação, segurança no local de trabalho, relacionamento com o sindicato etc. A Tabela 14 apresenta a porcentagem de empresas que divulgaram informações sobre seus funcionários.

Tabela 14 – Informações sobre Colaboradores

Colaboradores (não administradores)	2006	2007	2008
Número de funcionários	75,51%	78,00%	73,91%
Remuneração dos funcionários	47,96%	71,00%	48,91%
Benefícios aos funcionários	88,78%	86,00%	88,04%
Satisfação dos funcionários	19,39%	27,00%	21,74%
Informação sobre minorias na força de trabalho	34,69%	30,00%	29,35%
Educação e treinamento dos funcionários	70,41%	69,00%	64,13%
Segurança no local de trabalho	37,76%	32,00%	39,13%
Dados sobre acidentes de trabalho	29,59%	35,00%	30,43%
Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	27,55%	24,00%	26,09%

Apesar de ser uma informação relativamente básica e simples, mais de 20% das empresas analisadas, nos três anos estudados, não divulgaram o número total de funcionários. Por outro lado, algumas empresas divulgaram uma vasta gama de aspectos, como por exemplo, educação e treinamento, como, por exemplo, a Ipiranga Distribuidora, que no seu balanço de 2007 fez a seguinte menção sobre o treinamento dos seus funcionários: "O Treinamento VIP teve como objetivo o desenvolvimento da capacidade de venda dos frentistas, ampliando a capacidade de gerar negócios nos pontos de venda com foco na Gasolina Original Aditivada, Cartão Ipiranga e Lubrificantes da Família F1 Master".

4.2.3 Práticas de *disclosure* voluntário: informações ambientais

O último grande grupo da métrica elaborada por analisar o *disclosure* voluntário das empresas trata das informações de natureza ambiental e engloba: políticas ambientais, gestão e auditoria ambiental, impacto dos produtos e processos no meio ambiente, energia, informações financeiras ambientais, educação e pesquisa ambiental, mercado de crédito de carbono e outras informações ambientais. As tabelas, a seguir, evidenciam os resultados das análises.

Tabela 15 – Políticas Ambientais

Políticas Ambientais	2006	2007	2008
Declaração das políticas, práticas, ações atuais	45,92%	68,00%	53,26%
Estabelecimento de metas e objetivos ambientais futuros	14,29%	25,00%	9,78%
Compliance com a legislação ambiental	35,71%	38,00%	29,35%
Parcerias, conselhos, fóruns ambientais	6,12%	15,00%	5,43%
Prêmios e participações em índices ambientais	18,37%	35,00%	22,83%

Mais de dois terços das empresas analisadas fazem algum tipo de menção às suas políticas, práticas e ações ambientais como é o caso da Dias Branco no ano de 2007, a qual afirmou que "o respeito ao meio ambiente é parte integrante da atuação corporativa da Companhia, tendo como foco a adoção das melhores práticas de gestão ambiental disponíveis".

Algumas empresas, também, ressaltam os prêmios ambientais que receberam como é o caso da Randon S.A., que fez menção, nos seus balanços de 2007 e 2008, sobre o recebimento do prêmio "Febramec Meio Ambiente, promovido pela Feira Brasileira de Mecânica".

Tabela 16 – Gestão e Auditoria Ambiental

Gestão e Auditoria Ambiental	2006	2007	2008
Gestão ambiental	24,49%	25,00%	28,26%
ISOs 14.000	33,67%	33,00%	39,13%
Auditoria ambiental	8,16%	13,00%	6,52%

A certificação ambiental ISO 14000 foi o item mais presente nessa categoria, seguido pelas práticas de gestão ambiental. Sobre esses aspectos, a Ampla mencionou, em 2006, "a implantação do Sistema de Gestão Ambiental (SGA) e a certificação da ISO 14001" e em 2007, "o estabelecimento do convênio com o Ministério do Meio Ambiente para a retirada do gás CFC das geladeiras que são trocadas por meio do programa de eficiência energética, cumprindo o protocolo de Montreal. Mais 18 áreas da empresa foram certificadas pela ISO 14001".

Outro tipo de informação ambiental que pode ser considerada relevante diz respeito ao impacto dos produtos e processos da empresa no meio ambiente, na medida em que esses impactos podem gerar passivos ambientais. A Tabela 17 apresenta os resultados dessa categoria.

Tabela 17 – Impacto dos Produtos e Processos no Meio Ambiente

Impactos dos Produtos e Processos no Meio Ambiente	2006	2007	2008
Desperdícios e resíduos	22,45%	21,00%	25,00%
Processo de acondicionamento (embalagem)	2,04%	5,00%	2,17%
Reciclagem	17,35%	17,00%	21,74%
Desenvolvimento de produtos ecológicos	4,08%	12,00%	8,70%
Uso eficiente e/ou reutilização da água	20,41%	18,00%	23,91%
Impactos no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada)	12,24%	5,00%	15,22%
Reparos aos danos ambientais	18,37%	16,00%	27,17%

Poucas empresas divulgaram informações acerca do desenvolvimento de produtos ecológicos, como foi o caso da Alpargatas que desenvolve e comercializa as "camisetas Organic System, produzidas com algodão orgânico naturalmente colorido, que não agride o meio ambiente" e a Ipiranga Distribuidora que, em 2007, "lançou o Cartão Ipiranga Carbono Zero, onde a companhia se compromete a neutralizar a quantidade de gás carbônico a ser emitida pelo combustível comprado com o cartão Ipiranga Carbono Zero através do investimento em programas de meio ambiente como reflorestamento, combate ao desmatamento, recuperação de mananciais etc.".

Tabela 18 – Energia

Energia	2006	2007	2008
Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações	13,27%	14,00%	22,83%
Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia	3,06%	2,00%	2,17%
Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia	6,12%	6,00%	7,61%

Percebe-se que, ainda, é baixo o número de companhias que divulgam informações acerca da utilização da energia nas suas operações. Uma dessas empresas é a Ambev, que informou que "37% (2007) e 34% (2008) da matriz energética para geração de energia calorífica é composta de combustíveis provenientes de fontes renováveis decorrentes de projetos de desenvolvimento de fontes alternativas de energia".

De uma maneira geral, as empresas, também, podem realizar investimentos ou ainda contrair obrigações ambientais decorrentes de suas operações. Nesse sentido, eventos ambientais, igualmente, podem impactar na saúde financeira de uma empresa. A próxima tabela demonstra a categoria das informações financeiras ambientais.

Tabela 19 – Informações Financeiras Ambientais

Informações Financeiras Ambientais	2006	2007	2008
Investimentos ambientais	31,63%	43,00%	33,70%
Custos e/ou despesas ambientais	3,06%	8,00%	5,43%
Passivos ambientais	8,16%	19,00%	9,78%
Práticas contábeis de itens ambientais	1,02%	5,00%	1,09%
Seguro ambiental	3,06%	6,00%	2,17%
Ativos ambientais intangíveis	0,00%	2,00%	1,09%

Investimentos ambientais é o item com maior número de menções, seguido por passivos ambientais. Sobre esse último item, a Companhia Siderurgia Nacional evidenciou no seu balanço, de 2008, que "Em 31 de dezembro de 2008, mantinha provisão no montante de R$71.361 (R$55.202 em 2007) para aplicação em gastos relativos a serviços para investigação e recuperação ambiental de potenciais áreas contaminadas em estabelecimentos da Companhia nos Estados do Rio de Janeiro, Minas Gerais e Santa Catarina".

Tabela 20 – Educação e Pesquisa Ambiental

Educação e Pesquisa Ambiental	2006	2007	2008
Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)	33,67%	26,00%	40,22%
Pesquisas relacionadas ao meio ambiente	17,35%	12,00%	19,57%

Algumas empresas da amostra, também, divulgaram informações acerca de suas práticas de educação e pesquisa ambiental, como, por exemplo, a Petrobrás que mencionou, na sua DFP de 2008, "a conclusão do projeto de pesquisa sobre caracterização de corais de águas profundas da Bacia de Campos", e a Companhia Energética de Pernambuco que "tem como política disseminar o uso seguro e eficiente da energia e a melhoria de instalações elétricas, através da contínua sensibilização e educação ambiental refletidas em seus projetos de Eficiência Energética em diversos segmentos".

Tabela 21 – Mercado de Crédito de Carbono

Mercado de Créditos de Carbono	2006	2007	2008
Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo (MDL)	5,10%	10,00%	7,61%
Créditos de carbono	4,08%	9,00%	7,61%
Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE)	16,33%	20,00%	23,91%
Certificados de Emissões Reduzidas (CER)	0,00%	1,00%	1,09%

A categoria 'mercado de crédito de carbono' foi incluída na métrica para avaliação do *disclosure* ambiental pelo autor em razão de algumas empresas já evidenciarem em suas demonstrações contábeis aspectos relacionados à emissão de gases do efeito estufa, projetos de mecanismos de desenvolvimento limpo e créditos de carbono.

Uma dessas empresas é a Braskem, que "vem analisando uma série de projetos para obtenção de créditos de carbono através do Mecanismo de Desenvolvimento Limpo (MDL) previsto no Protocolo de Kioto e identificou em 2007 um projeto que trata da redução de gás de efeito estufa na Unidade de Caprolactama, em Camaçari, atualmente em fase de avaliação no Comitê da UNFCCC - *United Nations Framework Convention on Climate Change*".

Finalmente, a última categoria do grupo ambiental consiste nas informações relacionadas à sustentabilidade, gestão de florestas e biodiversidade e relacionamento com os *stakeholders*.

Tabela 22 – Outras Informações Ambientais

Outras Informações Ambientais	2006	2007	2008
Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável	28,57%	43,00%	48,91%
Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento	24,49%	20,00%	30,43%
Conservação da biodiversidade	6,12%	5,00%	13,04%
Relacionamento ambiental com *stakeholders*	21,43%	27,00%	22,83%

Sobre práticas de reflorestamento, a Companhia de Gás de São Paulo mencionou que "no ano de 2007, foi colocado em prática um novo projeto – em parceria com a Fundação SOS Mata Atlântica – para o plantio de mais 30 mil mudas de árvores". Já sobre a conservação da biodiversidade, a Petrobras no seu balanço de 2008, informou que "prosseguiu com o mapeamento de regiões sensíveis, protegidas e vulneráveis em suas áreas de influência. Os dados mapeados alimentarão um sistema de informações geográficas (SIG) que também abrigará outras informações sobre biodiversidade. A base de dados ajudará a companhia a prevenir e solucionar eventuais impactos à biodiversidade do entorno de suas operações."

4.2.4 *Ranking* das empresas com maiores e menores níveis de *disclosure* voluntário e análise setorial

As análises dos resultados, também, possibilitaram identificar as empresas com maiores e menores níveis de *disclosure*. É mister ressaltar que "maior nível de *disclosure*" para este trabalho significa divulgar o maior número de informações de acordo com a métrica apresentada. Com base nesse critério, foi possível ordenar as empresas. Ressalte-se que para esse ordenamento, se utilizou o percentual médio obtido pelas empresas nos anos analisados. As tabelas, a seguir, apresentam os *ranking*s das empresas com melhor e pior nível de *disclosure* por grupo: econômico, social e ambiental.

Tabela 23 – *Ranking* das Empresas com Maiores e Menores Níveis de *Disclosure* Voluntário de Informações Econômicas

Ranking	Empresa	%	*Ranking*	Empresa	%
1º	Petrobras	84,40%	91º	Celg	23,50%
2º	CSN	59,36%	92º	Ponto Frio	23,42%
3º	Sanepar	57,84%	93º	Pão de Açúcar	22,61%
4º	Usiminas	56,20%	94º	Whirpool	21,10%
5º	Telemig	54,71%	95º	Petro União	20,27%
6º	Cemar	53,93%	96º	Panvel	18,77%
7º	Eletrobrás	53,86%	97º	Parmalat	18,60%
8º	Vale	53,82%		Suzano Petro	
9º	Random	53,16%	99º	Yara Brasil	18,03%
10º	Brasil Telecom	53,08%	100º	Vigor	16,28%

Duas empresas do setor elétrico (Eletrobrás e Cemar), duas do setor de Telecomunicações (Brasil Telecom e Telemig) e duas do setor de siderurgia e metalurgia (CSN e Usiminas) compõem o *ranking* das dez empresas com melhores práticas de *disclosure* econômico, liderado pela Petrobras. Vale, Random e Sanepar completam esse *ranking*.

Por outro lado, as empresas com piores práticas de *disclosure* econômico evidenciaram menos de 25% ou 1/4 dos 43 itens relacionados na métrica. Isso demonstra que existe grande variabilidade na divulgação de informações voluntárias de caráter econômico no período analisado.

Tabela 24 – *Ranking* das Empresas com Maiores e Menores Níveis de *Disclosure* Voluntário de Informações Sociais

Ranking	Empresa	%	*Ranking*	Empresa	%
1º	Sabesp	95,56%	91º	Medial Saúde	15,90%
	RGE			JBS	
3º	AES Sul	91,11%	93º	Celg	14,36%
4º	Petrobras	90,77%	94º	Bombril	14,02%
5º	Duke Energia	90,43%	95º	B2W	11,79%
6º	Cosern	88,89%	96º	Positivo	8,89%
7º	Cemat	88,55%	97º	Vicunha	7,35%
8º	Localiza	83,76%	98º	Parmalat	6,67%
	AES Tiete			Vigor	
10º	Coelce	53,08%		Suzano Petro	

Com base na Tabela 24, percebe-se que das dez empresas com melhores práticas de *disclosure* social, sete são do setor elétrico (apenas Petrobrás, Sabesp e Localiza pertencem a outros setores). Uma das possíveis explicações para esse fenômeno decorre do fato de que a ANEEL recomenda fortemente que as empresas do setor elétrico divulguem o Balanço Social,

o que faz com que essas empresas evidenciem uma vasta gama de informações de caráter social.

É importante ressaltar que a publicação do Balanço Social pelas empresas do setor elétrico foi tratada como uma informação de caráter não obrigatório. Contudo, esse assunto não é consenso, sendo que existe uma discussão entre acadêmicos sobre se essas informações são, efetivamente, voluntárias.

No presente estudo, o critério obrigatório *versus* voluntário foi estabelecido com base na legislação vigente, ou seja, não existe uma lei que obrigue as empresas do setor elétrico a evidenciar tais informações. Nessa ótica, estabeleceu-se que apesar da "forte" recomendação por parte da ANEEL e o respectivo *enforcement* desse órgão regulador, essa informação não possui caráter obrigatório.

Tabela 25 – *Ranking* das Empresas com Maiores e Menores Níveis de *Disclosure* Voluntário de Informações Ambientais

Ranking	**Empresa**	**%**	***Ranking***	**Empresa**	**%**
1º	Petrobras	76,47%	91º	Petro União	1,96%
2º	Sanepar	55,88%	92º	Embratel	0,98%
3º	Sabesp	50,00%	93º	Panvel	0,00%
4º	Duke Energia	44,12%		Drogasil	
5º	Suzano_Papel	40,20%		Parmalat	
6º	Coelce	36,27%		Vigor	
7º	Cesp	34,31%		Medial Saúde	
8º	AES Tiete	33,33%		Profarma	
9º	Ipiranga Petróleo	30,88%		Ponto Frio	
10º	Natura	29,41%		Pão de Açucar	

Quatro das dez empresas com melhores práticas de *disclosure* ambiental são controladas pelo Estado (Petrobrás, Sabesp, Sanepar e Cesp). Por outro lado, seis dessas empresas atuam no ramo de serviços de utilidades públicas: Saneamento (Sabesp e Sanepar) e Setor Elétrico (Cesp, Coelce, Duke Energy e AES Tiête).

Percebe-se, também, que as oito empresas com piores práticas de *disclosure* ambiental não evidenciaram uma única informação relacionada ao meio ambiente. Merece destaque, igualmente, o caso da Petroquímica União, classificada entre as 10 empresas com piores práticas de *disclosure* ambiental, que desenvolve uma atividade considerada de alto impacto ambiental, já que pertence ao setor Químico e Petroquímico. Nesse sentido, era de se esperar

que essa empresa evidenciasse ao menos algumas informações sobre o impacto de suas operações no meio ambiente.

Finalmente, a Tabela 26 apresenta o *ranking* das empresas com melhores e piores práticas de *disclosure* voluntário, englobando os três grandes grupos: econômico, social e ambiental. Ressalte-se que o número máximo de itens que poderia ser evidenciado pelas empresas nos respectivos anos, leva em conta as subcategorias não aplicáveis, conforme apresentado anteriormente.

Tabela 26 – *Ranking* das Empresas com Maiores e Menores Níveis de *Disclosure* Voluntário de Informações Econômicas e Sócio-Ambientais

Ranking	Empresa	Total	*Ranking*	Empresa	Total
1º	Petrobras	82,45%	91º	Bombril	16,91%
2º	Sanepar	59,77%	92º	Pão de Açucar	14,98%
3º	Sabesp	54,86%	93º	Drogasil	14,51%
4º	Duke Energy	51,70%	94º	Ponto Frio	14,26%
5º	Coelce	50,79%	95º	Panvel	13,94%
6º	AES Tiete	48,01%	96º	Yara Brasil	13,29%
7º	Cemar	45,45%	97º	Petro União	13,13%
8º	Eletrobrás	43,92%	98º	Suzano Petro	10,87%
9º	Cosern	43,67%	99º	Parmalat	9,78%
10º	Suzano_Papel	43,54%	100º	Vigor	8,70%

Percebe-se, novamente, a predominância das empresas controladas pelo Estado (Petrobras, Sanepar, Sabesp e Eletrobrás) e também das empresas do setor elétrico (Duke Energy, Coelce, AES Tiête, Cemar, Eletrobrás e Cosern). Novamente, comparando as empresas com melhores e piores práticas de *disclosure,* fica evidente a heterogeneidade existente na divulgação de informações voluntárias pelas empresas analisadas.

Finalmente, na última parte da análise exploratória das práticas de *disclosure* voluntário, buscou-se verificar se existia relação entre o *disclosure* das empresas e o setor de atuação. Para isso, utilizou-se a técnica da análise de correspondência que verifica a existência de relação entre variáveis qualitativas, no caso a classificação setorial e o nível qualitativo de *disclosure* (ruim, regular, ruim e ótimo). A tabela a seguir apresenta esses resultados.

Tabela 27 – Tabela de Correspondência: *Disclosure* Socioambiental versus Setor de Atuação

Setor	Ruim	Regular	Bom	Ótimo	Total - Setor
Transporte	0	1	5	1	7
Sid, Met e Min	2	4	4	0	10
Serviços	2	1	1	2	6
Elétrico	1	1	3	17	22
Energia	1	2	2	2	7
Papel e Celulose	0	2	1	1	4
Telecomunicações	1	4	2	0	7
Bens de Consumo	4	3	1	1	9
Varejo	6	1	0	0	7
Química	5	1	3	1	10
Outros	3	5	3	0	11
Total - Nível	25	25	25	25	100

Aparentemente, com base na tabela de correspondência, percebe-se que existe associação entre as variáveis *disclosure* socioambiental e setor de atuação. Por exemplo, das 22 empresas do setor elétrico, 17 possuem um nível de *disclosure* socioambiental ótimo. Por outro lado, das 7 empresas do setor de varejo, 6 possuem um nível de *disclosure* socioambiental ruim. Entretanto, para confirmar a existência dessa associação é necessário realizar o teste Qui-quadrado.

Tabela 28 – Teste Qui–Quadrado: *Disclosure* Socioambiental *versus* Setor de Atuação

Dimensão	Valor Singular	Inércia	Qui-Quadrado	Sig.
1	,695	,482		
2	,484	,235		
	,282	,080		
TOTAL		,796	79,648	,000(a)

Verifica-se que o teste Qui-quadrado, rejeita a hipótese nula, ao nível de significância de 1%, de que não existe associação entre as variáveis. Logo, é possível realizar a Anacor no estudo. A Figura 1 apresenta o mapa perceptual da Anacor.

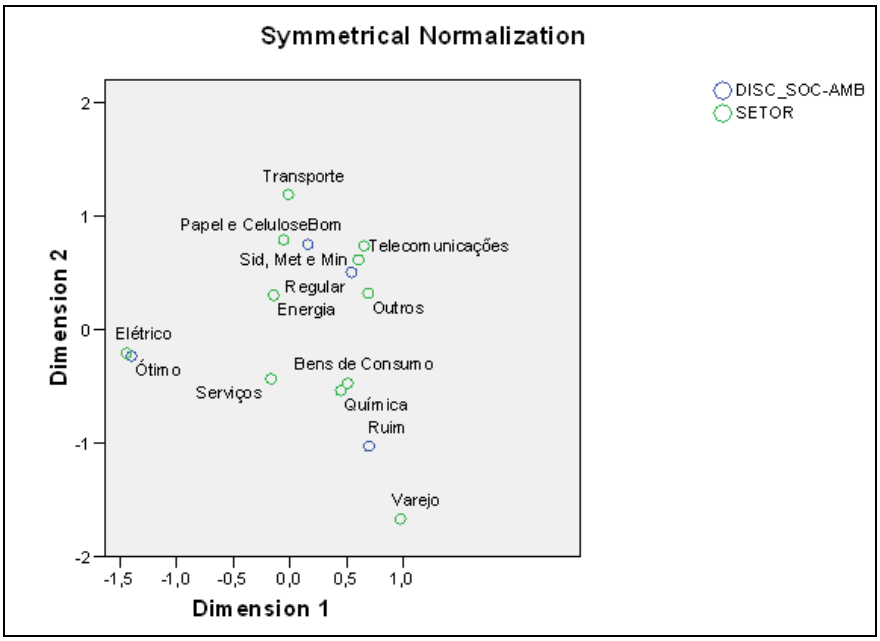

Figura 1 – Mapa perceptual Anacor: *Disclosure* Socioambiental *versus* Setor de Atuação

Com base no mapa perceptual constata-se que o nível de *disclosure* socioambiental: (i) ótimo está associado ao setor elétrico, (ii) ruim está associado ao setor de varejo, químico e de bens de consumo e (iii) bom e regular estão associados ao restante dos setores, que se encontram posicionados ao redor desses níveis de *disclosure*.

Uma vez verificada a associação entre o *disclosure* socioambiental e o setor, o próximo passo consistiu na realização da Anacor para testar a relação entre o *disclosure* econômico e o setor de atuação.

Tabela 29 – Tabela de Correspondência: *Disclosure* Econômico *versus* Setor de Atuação

Setor	Ruim	Regular	Bom	Ótimo	Total - Setor
Transporte	0	0	4	3	7
Sid, Met e Min	3	2	1	4	10
Serviços	0	2	1	3	6
Elétrico	2	3	11	6	22
Energia	0	4	1	2	7
Papel e Celulose	1	1	2	0	4
Telecomunicações	1	1	0	5	7
Bens de Consumo	5	1	2	1	9
Varejo	5	2	0	0	7
Química	4	3	2	1	10
Outros	4	6	1	0	11
Total - Nível	25	25	25	25	100

Novamente, é possível perceber a existência de uma relação de associação entre as variáveis. Diferentemente do resultado anterior, as empresas do setor elétrico encontram-se

concentradas no nível de *disclosure* bom e não ótimo. Por outro lado, das sete empresas do setor de telecomunicações, cinco possuem um nível de *disclosure* ótimo.

Para confirmar essa relação, realizou-se, novamente, o teste Qui-quadrado, que permitiu rejeitar a hipótese nula ao nível de significância de 1% de que não existe associação entre as variáveis. Consequentemente, realizou-se a Anacor, conforme a Figura 2.

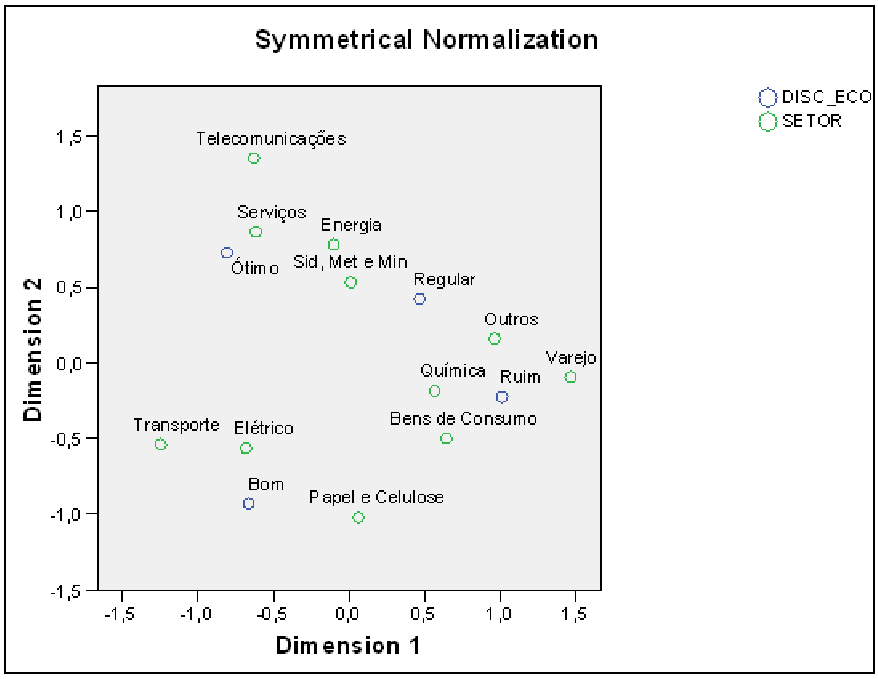

Figura 2 – Mapa perceptual Anacor – *Disclosure* Econômico *versus* Setor de Atuação

O nível de *disclosure* econômico bom está associado aos setores elétrico, papel e celulose e transporte. Em contrapartida, o setor de varejo, novamente, está associado ao *disclosure* ruim, juntamente como o setor químico e de bens de consumo. Por outro lado, alguns setores, como, por exemplo, o setor denominado outros, encontra-se em uma posição intermediária entre dois níveis de *disclosure*, no caso os níveis ruim e regular. Isso ocorre, pois, das 11 empresas desse setor: 4 apresentam um nível de *disclosure* econômico ruim, 6 um nível regular e 1 um nível bom. Nesse sentido, quando as empresas de um mesmo setor apresentam níveis de *disclosure* diferenciados, a associação entre o setor de atuação e o nível de *disclosure* não fica tão clara no mapa perceptual.

Finalmente, a última etapa da análise exploratória do *disclosure* voluntário das empresas consistiu na realização da Anacor para verificar a existência de associação entre o nível de

disclosure voluntário total (econômico e socioambiental) e o setor de atuação. A seguir apresentam-se os resultados.

Tabela 30 – Tabela de Correspondência: *Disclosure* Total *versus* Setor de Atuação

Setor	Ruim	Regular	Bom	Ótimo	Total - Setor
Transporte	0	1	3	3	7
Sid, Met e Min	2	3	3	2	10
Serviços	2	1	0	3	6
Elétrico	2	0	6	14	22
Energia	0	4	2	1	7
Papel e Celulose	1	1	1	1	4
Telecomunicações	1	1	4	1	7
Bens de Consumo	3	4	2	0	9
Varejo	6	1	0	0	7
Química	4	3	3	0	10
Outros	4	6	1	0	11
Total - Nível	25	25	25	25	100

Conforme esperado, já que se verificou a existência de associação nos dois testes anteriores, o nível de *disclosure* total parece estar associado com o setor de atuação. Confirmando essa relação, o teste Qui-quadrado, novamente rejeitou, a hipótese nula ao nível de significância de 1%, sendo possível a realização da Anacor.

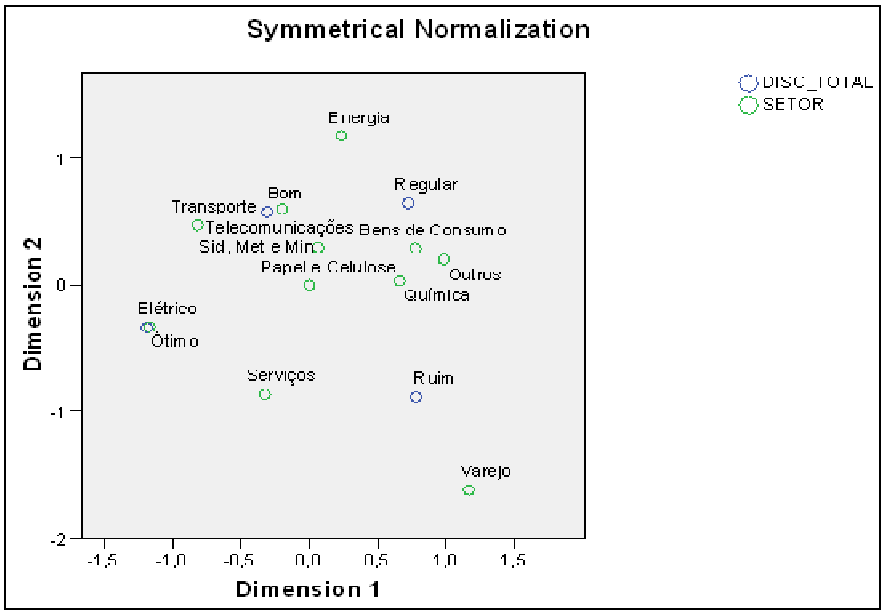

Figura 3 – Mapa perceptual Anacor – *Disclosure* Total *versus* Setor de Atuação

Com base no mapa perceptual constata-se que:

- O setor de varejo está, novamente, associado ao nível de *disclosure* ruim. Isso ocorreu, também, com o nível de *disclosure* socioambiental e econômico.

- O setor de transportes e de telecomunicações apresentou associação com o nível de *disclosure* bom.
- O setor de papel e celulose apresenta-se bastante heterogêneo, já que possui uma empresa com cada nível de *disclosure* (ruim, regular, bom e ótimo).
- O setor elétrico, novamente aparece, concentrado no nível de *disclosure* ótimo. De certa forma, isso auxilia no embasamento da hipótese formulada anteriormente, de que as empresas do setor elétrico possuem em média um melhor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas de outros setores.

4.3 Análise de regressão com dados em painel: fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário

Essa seção apresenta os resultados da análise de regressão com dados em painel que objetivou identificar os fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das empresas. Essas análises estão divididas em três partes: (i) modelo de *disclosure* de informações econômicas; (ii) modelo de *disclosure* de informações socioambientais e (iii) modelo de *disclosure* voluntário total (econômico e socioambiental).

Inicialmente, optou-se por verificar as correlações entre as variáveis do estudo, de modo a identificar, principalmente, a existência de possíveis indícios de multicolinearidade entre as variáveis independentes. A tabela 31, a seguir, apresenta essa matriz de correlação.

Tabela 31 Matriz de Correlação das Variáveis do Estudo

	AUD	ORIG_	GOV	SETOR_	CONC_	INTER	TAM	DIS_SOC_AMB	DISC_TOTAL	DISC_ECO	END	TOBIN	CRESC	RENT	EMISS
AUD	1														
ORIG	-0,17	1													
GOV	0,09	0,02	1												
SETOR	-0,12	0,10	-0,07	1											
CONC	0,12	-0,14	0,18	-0,26	1										
INTER	0,15	0,09	0,15	-0,18	0,07	1									
TAM	0,07	0,22	0,10	-0,06	-0,01	0,56	1								
DISC_SOC-AMB	0,01	0,40	-0,05	0,45	-0,19	0,13	0,17	1							
DISC_TOTAL	0,06	0,39	0,01	0,36	-0,11	0,20	0,22	0,93	1						
DISC_ECO	0,12	0,27	0,10	0,15	0,03	0,26	0,25	0,59	0,85	1					
END	-0,07	-0,16	-0,17	0,03	0,01	0,03	0,01	-0,15	-0,15	-0,10	1				
TOBIN	0,20	-0,24	0,21	-0,17	0,19	0,14	0,06	-0,01	-0,01	-0,01	-0,06	1			
CRESC	-0,02	-0,07	0,17	-0,28	0,08	0,04	0,04	-0,26	-0,23	-0,13	0,01	0,18	1		
RENT	0,21	-0,22	-0,01	-0,01	0,10	-0,01	0,04	-0,01	0,03	0,08	0,29	0,42	0,13	1	
EMISS	0,01	-0,01	0,10	-0,07	0,02	-0,01	0,03	-0,07	-0,04	0,01	0,11	0,06	0,05	0,17	1

Percebe-se que a variável internacionalização e a variável tamanho possuem um coeficiente de correlação de 0,56. Esse resultado parece natural, afinal, a *proxie* utilizada para internacionalização foi a emissão de ADRs Nível II e III. Nesse sentido, era de se esperar que essas variáveis estivessem positivamente correlacionadas, já que as empresas que emitem esses títulos são, efetivamente, grandes empresas.

Como a matriz de correlação indica, apenas, possíveis indícios de multicolinearidade, optou-se, primeiramente, por não retirar uma dessas variáveis do modelo. Entretanto, quando ambas as variáveis foram colocadas no modelo conjuntamente, houve uma mudança no sinal do coeficiente angular da variável tamanho.

Percebeu-se que, sem a inclusão da variável internacionalização nos modelos, o coeficiente angular da variável tamanho era positivo, conforme preconizado pela literatura existente, haja vista que grandes empresas tendem a divulgar, em média, mais informações de natureza voluntária. Contudo, esse coeficiente tornou-se negativo com a inclusão da variável internacionalização. Nesse sentido, decidiu-se por retirar a variável internacionalização dos modelos de regressão com dados em painel.

As outras variáveis independentes não apresentaram alta correlação entre si. Já as variáveis dependentes, *disclosure* socioambiental e *disclosure* econômico, apresentaram uma correlação positiva de 0,59. Apesar de se tratar de uma correlação, relativamente, alta, esse indicador confirma a suposição de que essas duas variáveis não estariam perfeitamente correlacionadas, o que, de certa forma, justifica a separação dessas duas dimensões do *disclosure* voluntário.

Notou-se, também, que o *disclosure* socioambiental e o *disclosure* econômico estão altamente correlacionados com o *disclosure* total. Obviamente, essa correlação positiva ocorre em razão da variável *disclosure* total ser composta, justamente, pelas variáveis *disclosure* socioambiental e *disclosure* econômico.

Uma vez verificada as correlações entre as variáveis, o próximo passo consistiu na realização dos testes estatísticos a fim de identificar o modelo de painel mais recomendado para os dados do estudo. As análises foram realizadas em 6 etapas:

I. Regressão com dados em painel com o efeito *pooling*;
II. Regressão com dados em painel com o efeito fixo;
III. Teste de Chow: para comparar o efeito fixo com o efeito *pooling;*
IV. Regressão com dados em painel com o efeito aleatório;
V. Teste de Breusch Pagan: para comparar o efeito aleatório com o efeito *pooling e*
VI. Teste de Hausman: para comparar o efeito aleatório com o efeito fixo.

Essas análises foram realizadas para os três modelos deste estudo: *disclosure* econômico, *disclosure* socioambiental e *disclosure* total (econômico e socioambiental). O quadro 11, a seguir, apresenta os resultados dessas análises.

Quadro 11 – Resultados dos Testes- Identificação dos Modelos de Painel

Testes	Hipóteses	Modelos		
		Econômico	**Socioambiental**	**Total**
Chow	**H_0:** O intercepto é o mesmo para todas as empresas (*pooling*). **H_1:** O intercepto é diferente para todas as empresas (efeitos fixos).	Prob > F = 0.0000	Prob > F = 0.0000	Prob > F = 0.0000
Breusch Pagan	**H_0:** A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é igual a zero (*pooling).* **H_1:** A variância dos resíduos que reflete diferenças individuais é diferente de zero (efeitos aleatórios).	Prob > chi2 = 0.0000	Prob > chi2 = 0.0000	Prob > chi2 = 0.0000
Hausman	**H_0:** Modelo de correção de erros (efeitos aleatórios) é adequado. **H_1:** Modelo de efeitos fixos é adequado.	Prob>chi2 = 0.5549	Prob>chi2 = 0.9067	Prob>chi2 = 0.7311
Modelo de Painel mais indicado		Aleatório	Aleatório	Aleatório

Com base no quadro 11, constata-se que o painel de efeito aleatório foi o mais indicado para os três modelos de *disclosure* deste estudo, pois: (i) os testes de Chow e Breusch Pagan possibilitaram a rejeição das hipóteses nulas, de que o painel de efeito *pooling* seria mais adequado do que o painel de efeito fixo e do que o painel de efeito aleatório respectivamente e (ii) o teste de Hausman não permitiu rejeitar a hipótese nula de que o painel de efeito aleatório é mais adequado que o painel de efeito fixo.

Com base nos resultados desses testes, apresentam-se, a seguir, os resultados das regressões com dados em painel para os três modelos do estudo.

Tabela 32 Modelo de Painel – *Disclosure* Econômico

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
TAM	0.017837	0.030219	0.590281	0.5556
SETOR_ELE	0.066646	0.034381	1.938451	0.0539
TOBIN	0.017161	0.014000	1.225793	0.2216
ORIG_CONTR	0.184635	0.054321	3.398985	0.0008
RENT	0.014328	0.004901	2.923199	0.0038
END	0.009981	0.003116	3.202771	0.0016
GOV	0.013016	0.018880	0.689384	0.4913
EMISS	-0.021212	0.013223	-1.604090	0.1102
CRES	-0.010865	0.007353	-1.477627	0.1410
CONC_CONT	0.022475	0.021971	1.022945	0.3075
AUD	0.019049	0.010513	1.811989	0.0714
C	0.104374	0.428170	0.243767	0.8076
R-quadrado	0.111721	R-quadrado ajustado		0.066485
Estatística F	2.469717	Prob. (F)		0.006240
Jarque-Bera	1.967629	Prob. (JB)		0.373882
Durbin-Watson	2.370170			

*Corrigido pela Matriz de White *Cross-Section* para Heterocedasticidade

Primeiramente, percebe-se que o modelo é significante como um todo, considerando um nível de confiança de 95%, conforme o teste F. O poder explicativo do modelo, mensurado pelo R-quadrado e R-quadrado ajustado é de, aproximadamente, 11,17% e 6,65% respectivamente. O teste de Jarque-Bera não rejeitou a hipótese nula de que os resíduos apresentam uma distribuição normal.

Quanto à hipótese de autocorrelação serial dos resíduos, verifica-se que a estatística de Durbin-Watson encontra-se um pouco acima do intervalo de 1,8 e 2,2, ou seja, existem indícios de problemas de autocorrelação dos resíduos. Os testes de Bartlett (0.0354), Levene (0.0027) e Brown-Forsythe (0.0092) rejeitaram a hipótese nula de homocedasticidade dos resíduos. Assim, de modo a atender aos pressupostos do modelo, adotou-se o método de correção White *cross-section* para a correção da heterocedasticidade.

Constata-se, também, que as variáveis setor elétrico, origem de controle, rentabilidade e endividamento são significativas ao nível de significância de 5%. Já a variável auditoria é, estatisticamente, significativa ao nível de significância de 10%. Com relação aos sinais dos coeficientes angulares das variáveis, métricas, não significativas, apenas a variável crescimento apresentou um sinal diferente do que era esperado.

Tabela 33 Modelo de Painel – *Disclosure* Socioambiental

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
TAM	0.007813	0.034390	0.227200	0.8205
SETOR_ELE	0.167514	0.023718	7.062702	0.0000
TOBIN	0.042033	0.006473	6.493868	0.0000
RENT	0.011460	0.011627	0.985611	0.3254
ORIG_CONTR	0.321167	0.079839	4.022683	0.0001
END	0.010847	0.018181	0.596587	0.5514
GOV	-0.028773	0.025448	-1.130675	0.2594
EMISS	-0.023724	0.052385	-0.452871	0.6511
CRES	-0.016781	0.011154	-1.504431	0.1339
CONC_CONT	-0.017035	0.024169	-0.704828	0.4817
AUD	0.014084	0.032129	0.438372	0.6616
C	0.120091	0.464205	0.258704	0.7961
R-quadrado	0.280176	R-quadrado ajustado		0.243518
Estatística F	7.643016	Prob. (F)		0.000000
Jarque-Bera	1.132726	Prob. (JB)		0.567586
Durbin-Watson	2.078771			

*Corrigido pela Matriz de White *Cross-Section* para Heterocedasticidade

De acordo com os resultados apresentados na tabela 33, o modelo de *disclosure* socioambiental, igualmente, é, estatisticamente, significante como um todo, considerando um nível de confiança de 95%, conforme o teste F. Já o poder explicativo desse modelo é de, aproximadamente, 28,02% (R-quadrado) e 24,35% (R-quadrado ajustado).

Com relação aos pressupostos econométricos desse modelo: (i) o teste de Jarque-Bera não rejeitou a hipótese nula de que os resíduos apresentam uma distribuição normal; (ii) a estatística Durbin-Watson encontra-se no intervalo 1,8 e 2,2, ou seja, o modelo não apresenta problemas de autocorrelação dos resíduos e (iii) o problema da heterocedasticidade, detectado pelos testes de Bartlett (0.0351), Levene (0.0458) e Brown-Forsythe (0.0476), foi corrigido pela matriz de Matriz de White *Cross-Section*.

Por outro lado, apenas três variáveis foram, estatisticamente, significativas ao um nível de significância de 5%: setor elétrico, Q de Tobin e origem do controle. Ressalte-se que a variável crescimento, que possui uma significância marginal (0.1339), apresentou novamente um coeficiente angular negativo.

Tabela 34 Modelo de Painel – *Disclosure* Total

Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística t	Prob.
TAM	0.012712	0.034236	0.371303	0.7108
SETOR_ELE	0.120333	0.028184	4.269559	0.0000
ORIG_CONTR	0.257698	0.070624	3.648890	0.0003
TOBIN	0.030317	0.008931	3.394400	0.0008
RENT	0.012272	0.006752	1.817636	0.0705
END	0.012197	0.009112	1.338459	0.1822
GOV	-0.009946	0.022082	-0.450404	0.6529
EMISS	-0.022517	0.030239	-0.744653	0.4573
CRES	-0.013481	0.009622	-1.401112	0.1626
CONC_CONT	0.001370	0.021526	0.063649	0.9493
AUD	0.016402	0.021959	0.746947	0.4559
C	0.109576	0.472926	0.231699	0.8170
R-quadrado	0.219164	R-quadrado ajustado		0.179399
Estatística F	5.511503	Prob. (F)		0.000000
Jarque-Bera	2.629376	Prob. (JB)		0.268558
Durbin-Watson	2.289731			

*Corrigido pela Matriz de White *Cross-Section* para Heterocedasticidade

Finalmente, o modelo de painel, de *disclosure* total, como um todo: (i) é estatisticamente significativo (teste F); possui poder explicativo de, aproximadamente, 21,91% (R-quadrado) e 17,94% (R-quadrado ajustado); (iii) não apresenta problemas relativos à falta de normalidade dos resíduos (teste Jarque-Bera); (iv) não apresenta problemas de autocorrelação dos resíduos (estatística Durbin-Watson) e (v) apresentou problemas de heterocedasticidade, que foram corrigidos pela Matriz de White *Cross-Section*.

Com relação às variáveis independentes: (i) setor elétrico, Q de Tobin e origem do controle são, estatisticamente, significantes ao nível de significância de 5%; (ii) rentabilidade, também, é significante, mas apenas ao nível de significância de 10% e (iii) crescimento foi a única variável métrica que apresentou sinal diferente do esperado.

Com base nos resultados dos três modelos apresentados, é possível sumarizar e comparar os resultados encontrados com o que era esperado, de acordo com a literatura. A tabela 35, a seguir, apresenta essa comparação.

Quadro 12 - Fatores Determinantes do *Disclosure*- Resumo dos Resultados Encontrados

Variáveis	Sinal Esperado	*Disclosure* Econômico		*Disclosure* Socioambiental		*Disclosure* Total	
		Sinal Observado	Sig	Sinal Observado	Sig	Sinal Observado	Sig
TAM	(+)	(+)	Não	(+)	Não	(+)	Não
SETOR_ELE	(+)	(+)	Sim *	(+)	Sim *	(+)	Sim *
TOBIN	(+)	(+)	Não	(+)	Sim *	(+)	Sim *
ORIG_CONTR	(+)	(+)	Sim *	(+)	Sim *	(+)	Sim *
RENT	(+)	(+)	Sim *	(+)	Não	(+)	Sim **
END	(+)	(+)	Sim *	(+)	Não	(+)	Não
GOV	(+)	(+)	Não	(-)	Não	(-)	Não
EMISS	(+)	(-)	Não	(-)	Não	(-)	Não
CRES	(+)	(-)	Não	(-)	Não	(-)	Não
CONC_CONT	(+)	(+)	Não	(-)	Não	(+)	Não
AUD	(+)	(+)	Sim **	(+)	Não	(+)	Não
INTER	(+)	Retirada dos Modelos por problemas de multicolinearidade					

*Significativa a um nível de significância de 5%
**Significativa a um nível de significância de 10%

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

O presente trabalho teve como objetivo principal identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário de companhias abertas no Brasil. Para isso, apoiou-se na Teoria do *Disclosure* Discricionário na medida em que, por meio de uma perspectiva de racionalidade econômica, a evidenciação voluntária de informações pode ser explicada pelas características das empresas.

As principais justificativas para a realização dessa pesquisa foram: (i) o Brasil proporciona um ambiente único, pois, além de ser um dos principais países emergentes do mundo, possui características como: uma contabilidade influenciada por fatores institucionais; um mercado caracterizado por baixa transparência, baixo *enforcement* legal etc.; (ii) a análise do *disclosure* voluntário e também do *disclosure* obrigatório no tocante aos derivativos pode fornecer *insights* para a normatização contábil, na medida em que evidencia as motivações dos gestores para divulgar ou não informações; (iii) o tema permite a interação da Contabilidade com outras áreas do conhecimento como a Economia e o Direito, sendo a divulgação contábil um ponto extremamente relevante para o bom funcionamento do mercado e (iv) o trabalho apresentou um recorte de pesquisa diferenciado, com uma métrica de *disclosure* voluntário que engloba três dimensões (econômico, social e ambiental) e operacionalização da relação entre o *disclosure* e as variáveis independentes por meio de um modelo de regressão com dados em painel, que permitiu considerar os aspectos temporais dessa relação.

Para atingir o objetivo geral do trabalho, foram construídos cinco objetivos específicos.

O primeiro objetivo específico era aprimorar as métricas de avaliação do *disclosure* voluntário existentes na literatura. Esse objetivo foi atendido a partir da elaboração de uma métrica composta por 92 itens de *disclosure* voluntário, composta por três grandes grupos: econômico (43), social (15) e ambiental (34), baseada em 27 estudos: Ernst e Ernst (1978); Chow e Wong Boren (1987); Zeghal e Ahmed (1990); Meek, Roberts, Gray (1995); Gray, Kouhy e Lavers (1995); Hackston e Milne (1996); Burrit e Welch (1997); Botosan (1997); Willians (1999); Depoers (2000); Salomone e Galluccio (2001); Deegan, Rankin e Tobin (2002); Hail (2002); Nossa (2002); Standard & Poor's (2002); Kuasirikun e Sherer (2004); Lanzana (2004); Yusoff, Lehman e Nasir (2006); Malacrida e Yamamoto (2006); Lima

(2007); Alencar (2007); Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007); Andrade e Salotti (2008); Francis, Nanda e Olsson (2008); Hossain (2008), Morris e Tronnes (2008); e Orens e Lybaert (2008).

O segundo objetivo específico do trabalho era descrever as principais práticas de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. Para isso, as demonstrações financeiras padronizadas, de uma amostra das 100 maiores companhias abertas e não financeiras, foram analisadas nos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008. As análises permitiram identificar as informações mais divulgadas pelas empresas de maneira voluntária, são elas:

- **Grupo Econômico**: Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) nos anos de 2006 e 2007, EBITDA, exposição cambial, indicadores de endividamento e identificação e gestão dos riscos do negócio.
- **Grupo Social**: Demonstração do Valor Adicionado ou menção ao valor adicionado nos anos de 2006 e 2007, projetos sociais, número de funcionários, remuneração dos funcionários e benefícios aos empregados.
- **Grupo Ambiental:** declaração das políticas ambientais, investimentos ambientais, qualquer menção sobre sustentabilidade e educação ambiental

Já os itens menos evidenciados pela amostra de empresas nos anos analisados foram:

- **Grupo Econômico:** correção monetária, estrutura organizacional, projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros), indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca) e informações em IFRS ou US GAAP.
- **Grupo Social:** declarações indicando que os produtos e serviços da empresa estão adequados às normas de segurança, menção a reclamações sobre os produtos e/ou serviços, relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe e satisfação dos funcionários.
- **Grupo Ambiental:** Certificados de Emissões Reduzidas (CER), ativos ambientais intangíveis, utilização de materiais desperdiçados na produção de energia e seguro ambiental.

As empresas com melhores práticas de *disclosure* voluntário, considerando o nível médio dos três anos analisados (2007, 2008 e 2009) e os três grupos (econômico, ambiental e social) foram: Petrobras (82,45%), Sanepar (59,77%) e Sabesp (54,86%). Em contrapartida, as

empresas que menos divulgaram informações de maneira voluntária de acordo com esse mesmo critério foram: Vigor (8,70%), Parmalat (9,78%) e Suzano Petroquímica (10,87%).

A análise exploratória, também, permitiu verificar a existência de associação entre o setor de atuação das empresas e o nível de *disclosure* socioambiental, econômico e total (socioambiental e econômico). O teste Qui-quadrado confirmou a existência dessa associação, a um nível de significância de 1%, sendo que a partir do mapa percentual da Anacor foi possível constatar que:

- O setor de varejo está associado ao nível de ruim nas três dimensões do *disclosure*.
- O setor elétrico está associado ao nível ótimo no que diz respeito ao *disclosure* socioambiental e total, e ao nível bom no tocante ao *disclosure* econômico. Essa constatação, ainda que não confirmatória, auxiliou na formulação da hipótese de que as empresas do setor elétrico possuem em média um melhor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas de outros setores.

O terceiro objetivo específico era analisar o impacto da normatização contábil no nível de *disclosure* de companhias abertas no Brasil no tocante às operações com instrumentos financeiros derivativos. Esse objetivo foi atendido mediante a construção de uma métrica e posterior análise do *disclosure* dessas operações nos exercícios findo em 2006, 2007 e 2008. Dentre os principais resultados das análises, tem-se:

- Um total de nove empresas em 2006 e de dez empresas em 2007 não fez qualquer menção acerca da utilização de derivativos em nota explicativa, o que, de certa forma, pode gerar dúvidas aos usuários das demonstrações contábeis acerca da utilização ou não desses instrumentos. Em 2008, apenas duas empresas exibiram esse mesmo comportamento.
- A maioria da empresas divulgou o valor justo dos seus derivativos, mas, apenas, 16,44% em 2006; 8,33% em 2007 e 48,53% em 2008 divulgaram os critérios de avaliação e mensuração utilizados.
- Menos de 50% divulgaram aos usuários os efeitos da adoção inicial da CVM Nº 566;
- O quadro de análise de sensibilidade não foi evidenciado por nenhuma empresa em 2006 e 2007. Em contrapartida, 90% das empresas analisadas evidenciaram esse demonstrativo em 2008.

De maneira geral, é possível afirmar que a Deliberação CVM Nº 566/08 e a Instrução CVM Nº 475/08 tiveram impacto positivo no *disclosure* da empresas, na medida em que em todos os 22 itens analisados houve aumento de divulgação. Aparentemente, a norma atingiu seu objetivo, que era justamente exigir que as empresas passassem a divulgar aquilo que não estavam evidenciando voluntariamente.

Esses resultados podem ser interpretados de acordo com a Teoria do *Disclosure* Discricionário, onde o *disclosure* só ocorre se os benefícios gerados pela divulgação das informações voluntárias (redução do custo de capital, aumento da liquidez das ações) forem superiores aos seus custos (custo de elaboração e publicação das demonstrações, custos de propriedade). O caso do quadro de sensibilidade parece ilustrar bem essa premissa, já que como se tratava de uma informação aparentemente negativa, os custos para a empresa aparentavam ser superiores aos benefícios, e isso, de certa forma, inibia a divulgação dessa informação. Nesse sentido, as normas possuem o papel fundamental de "forçar" tal divulgação.

Contudo, é mister ressaltar que as empresas analisadas, em 2008, ainda não divulgaram, integralmente, o exigido pelas normas. Nesse aspecto, destaca-se o papel fundamental atribuído à CVM, pois cabe a ela o poder de exigir republicações de balanços nos casos de omissão ou insuficiência de informação. Afinal "lei sem punição é conselho".

O quarto e o quinto objetivos específicos do trabalho consistiam em identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário de informações de caráter <u>econômico</u> de companhias abertas no Brasil e identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário de informações de caráter <u>socioambiental</u> de companhias abertas no Brasil. Note-se que esses dois objetivos específicos quando analisados em conjunto, constituem o objetivo geral do trabalho.

Esses objetivos foram atingidos por meio da operacionalização de um modelo, em que o nível de *disclosure* das empresas é explicado por um conjunto de doze variáveis independentes, no caso as doze hipóteses formuladas. Para testar essas hipóteses, utilizou-se um modelo de regressão com dados em painel. Os principais resultados das análises foram:

- As variáveis **setor elétrico** e **origem de controle** são, estatisticamente, significativas nos três modelos de *disclosure*;
- A variável **rentabilidade** é significativa no modelo de *disclosure* econômico e no modelo de *disclosure* total;
- A variável **Q de Tobin** é significativa no modelo de *disclosure* socioambiental e no modelo de *disclosure* total;
- As variáveis **endividamento** e **auditoria** são significativas, apenas, no modelo de *disclosure* econômico;
- As variáveis **tamanho, governança, emissão de ações, crescimento** e **concentração do controle** não são, estatisticamente, significativas em nenhum dos três modelos de *disclosure*;
- Os sinais observados dos coeficientes angulares das variáveis corroboram a literatura existente e as hipóteses formuladas, exceto pela variável **crescimento**, que apresentou sinal negativo;
- As variáveis **governança, concentração de controle** e **emissão de ações,** também, apresentaram sinais diferentes do esperado em algum ou em todos os modelos de *disclosure*. Contudo, como são variáveis binárias e não foram, estatisticamente, significativas, não é possível interpretar seus coeficientes angulares.

As interpretações desses resultados indicam que a Agência Nacional de Energia Elétrica parece influenciar, positivamente, o nível de *disclosure*, conforme resultado da hipótese 'setor'. Aparentemente, essa parece ser uma característica específica do cenário nacional, já que a revisão da literatura não encontrou estudos que considerassem a variável regulação setorial como uma possível explicação para a divulgação voluntária de informações.

Do mesmo modo, o fato de as empresas serem controladas pelo Estado parece influenciar, positivamente, o nível de *disclosure* voluntário das empresas. Da mesma forma que a hipótese setor, não foram encontrados estudos que verificassem esse aspecto. Aparentemente, essa parece ser outra especificidade do mercado brasileiro.

Finalmente, o fato de a hipótese rentabilidade e de a hipótese Q de Tobin serem significativas em alguns dos modelos de *disclosure* testados corrobora a Teoria da Sinalização e a Teoria do *Disclosure* Discricionário. Aparentemente, as empresas de "melhor" qualidade, no Brasil,

possuem incentivos econômicos para demonstrar ao mercado seu diferencial por meio do *disclosure* corporativo.

REFERÊNCIAS

ABBOTT, Walter; MONSEN, Joseph. On the measurement of corporate social responsibility: self-reported disclosures as a method of measuring corporate social environment. *Academy of Management Journal*. v.22, p.501-515, 1979.

AHMAD, Zauwiyah; HASSAN, Salleh; MOHAMMAD, Junaini. Determinants of environmental reporting in Malaysia. *International Journal of Business Studies*, v. 11, p. 69-90, 2003.

AHMED, Kamran; NICHOLLS, Des. The impact of non-financial company characteristics on mandatory compliance in developing countries: The case of Bangladesh. *International Journal of Accounting*, v. 29, p. 60-66, 1994.

ALAM, Jahangir. Financial disclosure in developing countries with special reference to Bangladesh. Ph.D Dissertation – University of Ghent, Bélgica, Dezembro de 2007. Disponível em: <http://www.feb.ugent.be/fac/research/Proefschriften/Abstracts/Jahangir_abstract_eng.pdf>. Acesso em 18 de setembro de 2008.

ALENCAR, Roberta. *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro*. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

AMARAL, Carlos. Derivativos: O que são e a evolução quanto ao aspecto contábil. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, n. 32, p. 71-80, 2003.

ANDERSON, Christopher. Financial contracting under extreme uncertainty: An analysis of Brazilian corporate debentures. *Journal of Financial Economics*, v. 51, p. 45-84, 1999.

ANDRADE, Jesusmar; SALOTTI, Bruno. Balanço de recursos humanos: uma análise de companhias do mercado brasileiro. In: Congresso ANPCONT, 2, 2008, Salvador. Anais...: Congresso ANPCONT, 2008. CD-ROM.

AKERLOF, George. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, p. 488-500, 1970.

AKHTARUDDIN, Md. Corporate mandatory disclosure practices in Bangladesh. *International Journal of Accounting*, v. 40, p. 399-422, 2005.

ARCHAMBAULT, Jeffrey; ARCHAMBAULT, Marie. A multinational test of determinants of corporate disclosure. *International Journal of Accounting*, v. 38, p. 173-194, 2003.

ASHBAUGH, Hollis; DAVIS-FRIDAY, Paquita. The role of non-US firms' financial reporting in international mergers and acquisitions. Working Paper – University of Wisconsin-Madison. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Outubro, 2002. Acesso em 16 de Setembro de 2008.

ATTIG, Najah; FONG, Wai-Ming; GADHOUM, Yoser; LANG, Larry. Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. *Journal of Banking and Finance*, v. 30, p. 2875-2892, 2006.

BALL, Ray. International Financial Reporting Standard (IFRS): Pros e cons for investors. *Journal of Business Research*, v. 36, p. 5-27, 2006.

BALL, Ray; FOSTER, George. Corporate financial reporting: A methodological view of empirical research. *Journal of Accounting Research*, v. 20, p. 161-234, 1982.

BALL, Ray; KOTHARI, S.P.; ROBIN, Ashok. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, v. 29, p. 1-51, 2000.

BAKER, Kent; CHENHALL, Robert; HASLEM, John; JUCHAU, Roger. Disclosure of material information: A cross-national comparison. *The International Journal of Accounting Education and Research*, v. 13, p. 1-18, 1977.

BARDIN, Laurence. *Análise de conteúdo.* Lisboa: Edições 70, 1977.

BARLEV, Benzion; HADDAD, Joshua. Information asymmetry, decision-usefulness, and the conceptual framework. In: *American Accounting Association Annual Meeting*, 2008, Anaheim.

BARTH, Mary; BEAVER, William; LANDSMAN, Wayne. Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS No. 107. *The Accounting Review*, v.71, 513-537, 1996.

BARTH, Mary; BEAVER, William; LANDSMAN, Wayne. The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 77-104, 2001.

BAUMS, Theodor. Changing patterns of corporate disclosure in continental Europe: The example of Germany. European Corporate Governance Institute (EGCI) – Law Working Paper. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Outubro, 2002. Acesso em 11 de Setembro de 2008.

BEATTIE, Vivien; McINNES, Bill; FEARNLEY, Stella. A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accouting Forum*, v .28, p. 205-236, 2004.

BEAVER, William. *Financial reporting*: an accounting revolution. Editora Prentice Hall, 1998.
BENS, Daniel; MONAHAN, Steven. Disclosure quality and excess value of diversification. *Journal of Accounting Research*, v. 42, p. 691-730, 2004.

BERETTA, Sérgio; BOZZOLAN, Saverio. Quality versus quantity: The case of forward-looking disclosure. Journal of Accounting, Auditing and Finance, Forthcoming, 2008. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Janeiro, 2007. Acesso em 11 de Setembro de 2008.

BLACK, Bernard; CARVALHO, Gledson, GORGA, Érica. An overview of Brazilian corporate governance. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Junho, 2008. Acesso em 22 de Agosto de 2008.

BOTOSAN, Christine. Disclosure level and cost of equity capital. *The Accounting Review*, v. 72, p. 323-349, 1997.

BOTOSAN, Christine. Discussion of a framework for the analysis of a firm risk communication. *The International Journal of Accounting*, v. 39, p. 289-295, 2004.

BOVESPA. *Governança Corporativa - Comparativo entre Segmentos.* Disponível em: <http://www.bovespa.com.br> Acesso em: 10 de setembro de 2009.

BOZZOLAN, Saviero; IPINO, Elisabetta. Information asymmetries and IPO underpricing: The role of voluntarily disclosure of forward-looking information in the prospectus. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Março, 2008. Acesso em 22 de Agosto de 2008.

BRASIL. *Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007*. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato20072010/2007/Lei/L11 638.htm>. Acesso em: 30 junho 2008.

BRAVO, Francisco; ABAD, Cristina; TROMBETTA, Marco. Methodological and empirical analysis of problems in the measurement of voluntary disclosure. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, 2008, Rotterdam.

BROWN, Stephen; HILLEGEIST, Stephen. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Março, 2008. Acesso em 22 de agosto de 2008.

BURRIT, Roger; WELCH, Stephen. Accountability for environmental performance of the Australian Commonwealth public sector. *Accounting, Auditing & Accountability Journal.*V.10, p.532-561, 1997.

BUSHEE, Brian; LEUZ, Christian. Economic consequences of SEC disclosure regulation: Evidence from OTC bulletin board. *Journal of Accounting and Economics*, v. 39, p. 233-264, 2005.

BUSHEE, Brian; NOE, Christopher. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. *Journal of Accounting Research*, v. 38, p. 171-202, 2000.

BUSHMAN, Robert; PIOTROSKI, Joseph; SMITH, Abbie. What determines corporate transparency. *Journal of Accounting Research*, v. 42, p. 1-53, 2004.

BUSHMAN, Robert; PIOTROSKI, Joseph. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, p. 107-148, 2006.

BUSHMAN, Robert; CHEN, Qi; ENGEL, Ellen; SMITH, Abbie. Financial accounting information, organization complexity and corporate governance systems. *Journal of Accounting and Economics*, v. 37, p. 167-201, 2004.

BUSHMAN, Robert; SMITH, Abbie. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 237-333, 2001.

CARDOSO, Ricardo; MARTINEZ, Antonio. Gerenciamento de resultados contábeis mediante decisões operacionais. In: Encontro da ANPAD, 30, 2006. Salvador. *Anais...* Brasília: ANPAD, 2006. CD-ROM.

CARMO, Heron; SARTORIS, Alexandre; BRAGA, Marcio. Modelo de Regressão Linear Geral. In: VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; ALVES, Denisard. (Org.). *Manual de Econometria*: nível intermediário. 1 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2000, v. 1, p. 21-64.

CARVALHO, Antônio Gledson. Ascensão e declínio do mercado de capitais: A experiência dos anos 90. *Economia Aplicada*, v. 4, p. 595-632, 2000.

CARVALHO, Antônio Gledson. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, v. 37, p. 19-32, 2002.

CARVALHO, Nelson. *Uma contribuição a auditoria do risco de derivativos*. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1996.

CARVALHO, Nelson. Evidenciação de derivativos. *Caderno de Estudos,* São Paulo, n. 20, p. 1-16, 1999.

CARVALHO, Nelson; LEMES, Sirlei; COSTA, Fábio. *Contabilidade Internacional-Aplicação das IFRS 2005*. São Paulo: Atlas, 2006.

CHEUNG, Stephen; CONNELLY, Thomas; LIMPAPHAYON, Piman; ZHOU, Lynda. Determinants of Corporate Disclosure and Transparency: Evidence from Hong Kong and Thailand. *American Accounting Association 2006 Annual Meeting*. Disponível em <http://aaahq.org>. Acesso em 10 de setembro de 2009.

CHOW, Chee; WONG-BOREN, Adrian. Voluntarily disclosure by Mexican companies. *The Accounting Review*, v. 62, p. 533-541, 1987.

COFFEE, John. The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. Northwestern University Law Review. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Fevereiro, 1999. Acesso em 9 de Outubro de 2008.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM Nº. 235, de 23 de março de 1995*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 15 de janeiro de 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM Nº. 475, de 17 de dezembro de 2008.* Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 16 de janeiro de 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Nota Explicativa a Instrução CVM Nº. 475, de 17 de dezembro de 2008*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 16 de janeiro de 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Deliberação CVM Nº. 566, de 17 de dezembro de 2008*. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 16 de janeiro de 2009.

COOKE, Terence E. Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. *Accounting and Business Research*, v. 19, p. 113-124, 1989.

COOKE, Terence E. The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations. *Accounting and Business Research*, v. 22, p. 229-237, 1992.

CORE, John. A review of empirical disclosure literature: Discussion. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 441-456, 2001.

CORRAR, Luiz João; THEOPHILO, Carlos Renato; BERGMANN, Daniel. Regressões. In: CORRAR, Luiz João; THEÓPHILO, Carlos Renato. *Pesquisa Operacional para Decisão em Contabilidade e Administração*. Editora Atlas: São Paulo, 2004.

COSENZA, José; GRATERON, Ivan. A auditoria da contabilidade criativa. *Revista Brasileira de Contabilidade*. N. 143, p.43-61, 2003.

COSTA JUNIOR, Jorge. Uma avaliação do nível de evidenciação das companhias abertas, no Brasil, no tocante aos instrumentos financeiros. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, n. 32, p. 23-39, 2003.

CUNHA, Jacqueline; RIBEIRO, Maisa. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. In: ENANPAD, 30., 2006, Salvador. *Anais...* Brasília: ANPAD, 2006. CD-ROM.

DA-SILVA, Wesley; MAGALHÃES FILHO, Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na internet. *Revista de Administração de Empresas Eletrônica*, v.4 , p.1-15, 2005.

DARÓS, Leandro; BORBA, José Alonso. Evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis: Uma análise das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade e Finanças,* São Paulo, n. 39, p. 68-80, 2005.

DASKE, Holger; HAIL, Luzi; LEUZ, Christian, VERDI, Rodrigo. Mandatory IFRS reporting around the world: Early evidence on the economic consequences. European Corporate Governance Institute (ECGI) – Finance Research Paper Series. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Dezembro, 2007. Acesso em 9 de outubro de 2008.

DEBOSKEY, David, GILLETT, Peter. The impact of multi-dimensional corporate transparency on US firms' credit ratings and cost of capital. In: *American Accounting Association Annual Meeting*, 2008, Anaheim.

DEEGAN, Craig, RANKING, Michaela, TOBIN, John. An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: a test of legitimacy theory, Accounting, Auditing and Accountability Journal, v.15, p.312-43, 2002.

DEEGAN, Craig. The legitimizing effect of social and environmental disclosures: a theoretical foundation. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*. v.15, p.282-307, 2002.

DELOOF, Mark. Determinants of corporate financial disclosure in an unregulated environment: Evidence from the early 20th century. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, 2008, Rotterdam.

DEPOERS, Florence. A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, v. 9, p. 245-263, 2000.

DIAMOND, Douglas. Optimal release of informations by firms. Journal of Finance, v. 40, p. 1071-1094, 1985.

DIAMOND, Douglas; VERRECCHIA, Robert. Disclosure, liquidity and the cost of capital. *Journal of Finance*, v. 46, p. 1325-1360, 1991.

DJANKOV, Simeon; LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florêncio, SHLEIFER, Andrei. The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, v. 88, p. 430-465, 2008.

DOBLER, Michael. How informative is risk reporting? A review of disclosure models. Munich Business Research Working Paper. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Janeiro, 2005. Acesso em 22 de agosto de 2008.

DYE, Ronald. Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, v. 23, p. 123-145, 1985a.

DYE, Ronald. Strategic accounting choice and effects of alternative financial reporting requirements. *Journal of Accounting Research*, v. 23, p. 554-574, 1985b.

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

DUTRA, Marcos; SAITO, Richard. Conselhos de administração: Análise de sua composição em um conjunto de companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, p. 9-27, 2002.

ERNST and ERNST. Social responsibility disclosure: 1978 survey. Ernst and Ernst, Cleveland, OH, 1978.

ERTIMUR, Yonca; SLETTEN, Ewa; SUNDER, Jayanthi. Voluntary disclosure strategy around IPO lockup expirations. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Janeiro, 2007. Acesso em 11 de setembro de 2008.

EVANS III, John; SRIDHAR, Sri. Disclosure – disciplining mechanisms: capital markets, product markets, and shareholder litigation. *The Accounting Review*, v. 77, p. 595-626, 2002.

FAMA, Eugene. Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, v. 88, p. 288-307, 1980.

FERREIRA, Daniel; RESENDE, Marcelo. Corporate strategy and information disclosure. *The RAND Journal of Economics*, v. 38, p. 164-184, 2007.

FIELDS, Thomas; LYS, Thomas; VICENT, Linda. Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 255-307, 2001.

FIRTH, Michael. The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports. *Accounting and Business Research*, v. 9, p. 273-280, 1979.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). SFAC No.1 - *Objectives of financial reporting by business enterprises*. Novembro de 1978. Disponível em <http://www.fasb.org>. Acesso em: 10 de janeiro de 2008.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). *Preliminary Views on an Improved Conceptual Framework for Financial Reporting. Julho de 2006.* Novembro de 1978. Disponível em <http://www.fasb.org>. Acesso em: 13 de março de 2008.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. *SFAS 133 - Accounting for Derivative and Hedging Activities, 1998*. Disponível em <http://www.fasb.org>. Acesso em: 20 de janeiro de 2009.

FISHER, Paul; VERRECCHIA, Robert. Reporting bias. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Julho, 1998. Acesso em 15 de setembro de 2008.

FRANCIS, Jennifer; NANDA, Dhananjay; OLSON, Per. Voluntarily disclosure, information quality, and costs of capital. *Journal of Accounting Research*, v. 46, p. 53-99, 2008.

FRANCIS, Jere; KHURANA, Inder; PEREIRA, Raynolde. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*, v. 80, p. 1125-1162, 2005.

FRANKEL, Richard; MCNICHOLS, Maureen; WILSON, Peter. Discretionary disclosure and external finance. *Accounting Review*, v. 70, p. 135-150, 1995.

FROST, Carol; POWNALL, Grace. Accounting disclosure practices in the United States and the United Kingdom. *Journal of Accounting Research*, v. 32, p. 75-101, 1994.

FROST, Carol; GORDON, Elizabeth; POWNALL, Grace. Financial reporting and disclosure quality, and emerging market companies' access to capital in global markets. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Abril, 2008. Acesso em 22 de agosto de 2008.

GALBRAITH, John. *A economia das fraudes inocentes-verdades para o nosso tempo*. Editora Companhia das Letras, 2004.

GALDI, Fernando; LOPES, Alexsandro. *Derivativos*. In: LIMA, Iran; LIMA, Gerlando; PIMENTEL, René. Curso de mercado financeiro: Tópicos especiais. São Paulo: Atlas, 2007.

GHOSE, Anindya. Information disclosure and regulatory compliance: Economic issues and research directions. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Julho, 2006. Acesso em 22 de agosto de 2008.

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

GIGLER, Frank; HEMMER, Thomas. On the frequency, quality and informational role of mandatory financial reports. *Journal of Accounting Research*, v. 36, p. 99-114, 1998.

GORGA, Erica. Culture and corporate law reform: A case study of Brazil. University of Pennsylvânia. Journal of International Economic Law. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Julho, 2006. Acesso em 22 de agosto de 2008.

GOULART, André; LIMA, Gerlando, GREGÓRIO, Jaime. Mercado de renda variável. In: LIMA, Iran; LIMA, Gerlando; PIMENTEL, René. *Curso de mercado financeiro*: Tópicos especiais. Editora Atlas, 2006.

GOTO, Shingo; WATANABE, Masashiro; XU, Yan. Strategic disclosure and stock returns: Theory and evidence from U.S. cross-listing. Review of Financial Studies, Forthcoming. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Maio, 2007. Acesso em 22 de agosto de 2008.

GRAY, Rob; KOUHY, Reza; LAVERS, Simon. Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing and Accountability Journal.* v. 8, p.47-77, 1995a.

GRAY, Rob; KOUHY, Reza; LAVERS, Simon. Methodological themes: constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal.* v. 8, p.78-101, 1995b.

GROSSMAN, Sanford; STIGLITZ. On the impossibility of informationally efficient markets. *The American Economic Review*, v. 70, p. 393-408, 1980.

GRUNING, Michael. Capital Markets Implications of Corporate Disclosure: German Evidence. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, 2008, Rotterdam.

GUAY, Wayne; VERRECCHIA, Robert. Conservative disclosure. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Junho, 2007. Acesso em 22 de agosto de 2008.

HACKSTON, David; MILNE, Markus. Some determinants of social and environmental disclosure in New Zealand companies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, v.9, p. 77-108, 1996.

HAIL, Luizi. The impact of voluntarily corporate disclosure on the ex ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, v. 11, p. 741-743, 2002.

HEALY, Paul; HUNTTON, Amy; PALEPU, Krishna. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. *Contemporary Accounting Research*, v. 16, p. 485-520, 1999.

HEALY, Paulo; PALEPU, Krishna. Information asymmetry, corporate disclosure and capital markets: A review of empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 405-440, 2001.

HERMALIN, Benjamim; WEISBACH, Michael. Information disclosure e corporate governance. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Janeiro, 2008. Acesso em 11 de setembro de 2008.

HOLMSTRON, Bengt. Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, v. 10, p. 74-91, 1979.

HOPE, Ole-Kristian; DE FRANCO, Gus; LAROCQUE, Stephanie. Disclosure and monitoring: The effects of management earnings forecasts on the pay-performance relation. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, 2008, Rotterdam.

HOSSAIN, Mahmud; TAN, Lin; ADAMS, Mike. Voluntarily disclosure in an emerging capital market: Some empirical evidence from companies listed in the Kuala Lumpur stock exchange. *The International Journal of Accounting*, v. 29, p. 334-351, 1994.

HOSSAIN, Mohammed. The extent of disclosure in annual reports of banking companies: The case of India. In: *American Accounting Association Annual Meeting*, 2008, Anaheim.
HOULTHAUSEN, Robert; WATTS, Ross. The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 3-75, 2001.

INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL (IBRACON). *NPA No. 1- Parecer dos Auditores Independentes sobre Demonstrações Contábeis.* Disponível em: <www.ibracon.com.br> Acesso em: 20 de novembro de 2008.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. *IAS 32 – Financial Instruments: Disclosure and Presentation*. Disponível em <http://www.iasb.org>. Acesso em: 20 de janeiro de 2009.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. *IAS 39 – Financial Instruments Recognition and Measurement.* Disponível em <http://www.iasb.org>. Acesso em: 20 de janeiro de 2009.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. *IFRS 7 – Financial Instruments: Disclosure*. Disponível em <http://www.iasb.org>. Acesso em: 20 de janeiro de 2009.

IUDÍCIBUS, Sérgio. *Teoria da contabilidade*. 6. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio; MARTINS, Eliseu, GELBCKE, Ernesto. *Manual de contabilidade das sociedades por ações* (Aplicável às demais sociedades). 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

KHANCHEL, Imen. Corporate Governance: Measurement and Determinant Analysis. Managerial Auditing Journal. V.22, p.740-760, 2007.

KHANNA, Tarun; PALEPU, Krishna; SRINIVASAN, Suraj. Disclosure practices of foreign companies interacting with U.S. markets. *Journal of Accounting Research*, v. 42 p. 475-508, 2004.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 105-231, 2001.

KOTHARI, S. P.; SHU, Susan, WYSOCKI, Peter. Do managers withhold bad news? Working Paper. MIT Sloan School of Management, 2007. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Março, 2008. Acesso em 22 de outubro de 2008.

KRIPPENDORFF, Klaus. *Metodología de análisis de contenido:* teoría y práctica. Barcelona: Paidós Comunicación, 1990.

KUASIRIKUN, Nongnooch; SHERER, Michel. Corporate social accounting in Thailand. Accounting, Auditing and Accountability Journal, v. 17, p. 629-660, 2004.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, v. 54, p. 471-517, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SCHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. The quality of government. *The Journal of Law, Economics and Organization*, v. 15, p. 222-279, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v. 58, p. 3-27, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Financial Economics*, v. 55, p. 1-33, 2000.

LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, v. 57, p. 1147-1170, 2002.

LABELE, Real. The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP): A voluntary disclosure and corporate governance perspective. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Junho, 2002. Acesso em 22 de agosto de 2008.

LAMBERT, Richard. Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 3-87, 2001.

LANG, Mark; LUNDHOLM, Russell. An empirical assessment of voluntary disclosure theory. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Junho, 1992. Acesso em 22 de agosto de 2008.

LANG, Mark; LUNDHOLM, Russell. Cross-sectional determinants of analyst rating of corporate disclosures. *Journal of Accounting Research*, v. 31, p. 246-271, 1993.

LANG, Mark; LUNDHOLM, Russell. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting Review*, v. 71, p. 467-492, 1996.

LANG, Mark; LUNDHOLM, Russell. Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock. *Comtemporary Accounting Research*, v. 17, p. 623-662, 2000.

LANZANA, Ana. *Relação entre o disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LEAL, Ricardo. Governance practices and corporate value: A recent literature survey. *Revista de Administração*, v. 19, p. 327-337, 2004.

LEAL, Ricardo; OLIVEIRA, Claudia. Uma avaliação das práticas dos conselhos de administração no Brasil. In: SILVA, André; LEAL, Ricardo. *Governança corporativa*: Evidências empíricas no Brasil. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

LEAL, Ricardo; SILVA, André; VALADARES, Sílvia. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 6, p. 7-18, 2002.

LEFTWICH, Richard; WATTS, Ross; ZIMMERMAN, Jerold. Voluntary corporate disclosure: The case of interim reporting. *Journal of Accounting Research*, v. 19, p. 50-77, 1981.

LENNOX, Clive; DEDMAN, Elisabeth. Managers' perception of product market competition, profitability and firms' voluntarily disclosure of sales. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, 2008, Rotterdam.

LEUZ, Christian. Cross listing, bonding and firms reporting incentives: A discussion of Lang, Raedy and Wilson. *Journal of Accounting and Economics*, v. 42, p. 285-299, 2006.

LEUZ, Christian; WYSOCKI, Peter. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Março, 2008. Acesso em 22 de agosto de 2008.

LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert. The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*, v. 38, p. 91-124, 2000.

LEV, Baruch. Toward a theory of equitable accounting policy. *The Accounting Review*, v. 63, p. 1-22, 1988.

LEVITT, Arthur. The importance of high quality accounting standards. *Accounting Horizons*, v. 12, p. 79-82, 1998.

LIMA, Gerlando. *Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileira*. 118 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LIMA, Gerlando; OZAWA, Celina, GOULART, André. Underwriting, ações, ADR e BDR. In: LIMA, Iran; LIMA Gerlando; PIMENTEL, René. *Curso de mercado financeiro*: Tópicos especiais. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

LOPES, Alexsandro. Uma análise crítica do arcabouço teórico do SFAS 133: Accounting for derivative and hedging activities. *Caderno de Estudos*, São Paulo, n. 22, p. 1-15, 1999.

LOPES, Alexsandro; Carvalho, Nelson. Contabilização de operações com derivativos: Uma comparação entre o SFAS Nº 133 e o arcabouço emanado pelo COSIF. *Caderno de Estudos*, São Paulo, n. 20, p. 1-23, 1999.

LOPES, Alexsandro; LIMA, Iran. Perspectivas para a pesquisa em contabilidade: O impacto dos derivativos. *Revista Contabilidade e Finanças,* São Paulo, n. 26, p. 25-41, 2001.

LOPES, Alexsandro; LIMA, Iran. Contabilidade e controle de operações com derivativos. São Paulo: Thomson, 2003.

LOPES, Alexsandro; SANTOS, Nelson. A administração do lucro contábil e os critérios para determinação da eficácia do *hedge accounting*: Utilização da correlação simples dentro do arcabouço do SFAS Nº 133. *Revista Contabilidade e Finanças*, São Paulo, n. 31, p. 16-25, 2003.

LOPES, Alexsandro. *A informação contábil e o mercado de capitais*. Editora Thomson: São Paulo, 2002.

LOPES, Alexandro. Financial accounting in Brazil: An empirical examination. *Latin America Business Review*, v. 6, p. 45-68, 2005.

LOPES, Alexsandro; MARTINS, Eliseu. *Teoria da contabilidade*: Uma nova abordagem. São Paulo: Editora Atlas, 2005.

LOPES, Alexsandro. Teoria dos contratos, governança corporativa e contabilidade. In: LOPES, Alexsandro; IUDÍCIBUS, Sérgio; *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Editora Atlas, 2004.

LOPES, Alexsandro; WALKER, Martin. Firm-level incentives and the informativeness of accounting reports: An experiment in Brazil. In: *American Accounting Association Annual Meeting*, 2008, Anaheim.

LOPES, Alexsandro; ALENCAR, Roberta. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Janeiro, 2008. Acesso em 15 de setembro de 2008.

MALACRIDA, Mara; YAMAMOTO, Marina. Governança corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. *Revista Contabilidade e Finanças*, Edição Comemorativa, p. 65-79, 2006.

MARTINS, Gilberto; THEOPHILO, Carlos. *Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas.* São Paulo: Editora Atlas, 2007.

MARTINEZ, Antonio. *"Gerenciamento" dos resultados contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras*. Tese (Doutorado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

MEDEIROS, Otávio; QUINTEIRO, Luis. Disclosure of accounting information and stock return volatility in Brazil. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Outubro, 2005. Acesso em 11 de setembro de 2008.

MEEK, Gary; ROBERTS, Clare; GRAY, Sid. Factors influencing voluntarily annual report disclosure by U.S., U.K., and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, v. 26, p. 555-572, 1995.

MENINI, Andrea. Press coverage and disclosure quality. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, 2008, Rotterdam.

MILGROM, Paul. Good news and bad news: Representation theorem and applications. *Bell Journal of Economics*, v. 12, p. 380-391, 1981.

MOREIRA, Carolina; NIYAMA, Jorge; SANTANA, Cláudio. Avaliação do nível de evidenciação contábil de operações com derivativos: Uma comparação entre as informações enviadas à CVM e à SEC pelas companhias abertas brasileiras emissoras de ADR. In: *Congresso USP de Contabilidade e Controladoria*, 6, 2006, São Paulo. Anais... São Paulo: 2006.

MORRIS, Richard D. Morris, TRONNES, Per Christen. The determinants of voluntary strategy disclosure: An international comparison. In: *American Accounting Association Annual Meeting*, 2008, Anaheim.

MOURIK, Carien; KEYNES, Milton. Financial disclosure, weighted average cost of capital, and corporate governance in Japan. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, 2008, Rotterdam.

NOSSA, Valcemiro. *Disclosure ambiental: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional*. 2002. 246 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2002.

ORENS, Raf; LYBAERT, Nadine. Analysts' earnings forecasts and non-financial disclosures. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, 2008, Rotterdam.

OWUSU-ANSAH, Stephen. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies: A comment. *The European Accounting Review*, v. 6, p. 487-492, 1997.

PATEL, Sandeep; BALIC, Amra; BWAKIRA, Liliane. Measuring transparency and disclosure at firm-level in emerging markets. *Emerging Markets Review*, v. 3, p. 325-337, 2002.

PATTON, James; ZELENKA, Ivan. An empirical analysis of the determination of the extent disclosure in annual reports of joint stock companies in the Czech Republic. *The European Accounting Review*, v. 6, p. 605-626, 1997.

PAULO, Edílson. Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras. In: Encontro da ANPAD, 30, 2006. Salvador. *Anais...* Brasília: ANPAD, 2006. CD-ROM.

PAULSON, Henry. *É preciso reformar a regulamentação.* Folha de São Paulo. 22 de março de 2009.

PESTANA, Maria; GAGEIRO, João. *Análise de Dados para Ciências Sociais – A Complementaridade do SPSS.* Lisboa: Editora Sílabo, 2003.

POHLMANN, Marcelo; ALVES, Francisco. Regulamentação. In: LOPES, Alexsandro; IUDÍBUS, Sérgio. *Teoria avançada da contabilidade*. São Paulo: Editora Atlas, 2004.

PORTAL EXAME. *Guia do investidor*: Bovespa reforça regulamentação do mercado acionário. Disponível em: <http://portalexame.abril.uol.com.br> Acesso em 9 de novembro de 2008.

PORTER, Brenda; SIMON, Jon; HATHERLY, David. *Principles of External Auditing*. Editora Wiley, 2003.

RAFFOURNIER, Bernard. The determinants of voluntarily disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review*, v. 4, p. 261-280, 1995.

SALOMONE, Roberta; GALLUCCIO, Giulia. Environmental issues and financial reporting trends: a survey in the chemical and oil & gas industries. *FEEM Working Paper*. No. 32, 2001.

SCHRAND, Catherine; VERRECCHIA, Robert. Information disclosure and adverse selection explanation for IPO underpricing. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Outubro, 2005. Acesso em 11 de setembro de 2008.

SCOTT, William. *Financial Accounting Theory.* Editora Prentice Hall, 2003.

SEOW,Gym; TAM, Kinsun. The usefulness of derivative-related accounting disclosures. *Review of Quantitative Finance and Accounting,* v. 18, p. 273-291, 2002.

SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, v. 73, p. 459-474, 1998.

SHIN, Hyun. News management and the value of the firm. *RAND Journal of Economics*, v. 25, p. 58-70, 1994.

SHIN, Hyun. Disclosures and asset return. *Econometrica*, v. 71, p. 105-133, 2003.

SHLEIFER, Andrei. Understanding regulation. *European Financial Management*, v. 11, p. 439-451, 2005.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, p. 737-783, 1997.

SHLEIFER, Andrei; WOLFENZON, Daniel. Investor protection and equity markets. *Journal of Financial Economics*, v. 66, p. 3-27, 2002.

SILVEIRA, Alexandre; LANZANA, Ana; BARROS, Lucas; FAMÁ, Rubens. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração*, v. 39, p. 362-372, 2004.

SILVEIRA, Alexandre; BARROS, Lucas. Determinantes da Qualidade da Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. *REAd.* V.14, p. 1-15, 2008.

SILVEIRA, Alexandre; LEAL, Ricardo; SILVA, André, BARROS, Lucas. Evolution and Determinants of Firm-Level Corporate Governance Quality in Brazil. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Junho, 2007. Acesso em 10 de setembro de 2009.

SLOAN, Richard. Financial accounting and corporate governance: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 335-347, 2001.

SKINNER, Douglas. Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, v. 32, p. 38-60, 1994.

SKINNER, Douglas. Are disclosures about bank derivatives and employee stock options 'value-relevant'? *Journal of Accounting and Economics*, v. 22, p. 393-405, 1996.

SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: Um estudo sobre a conduta e a *performance* das firmas brasileiras. In: SILVA, André; LEAL, Ricardo. *Governança corporativa*: Evidências empíricas no Brasil. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

STANDARDS & POOR'S. Transparency and Disclosure (T&D) 2002 rankings. Disponível em: www.standardandpoors.com. Acesso em 15 de Setembro de 2008.

STIGLER, George. The theory of economic regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 2, p. 3-21, 1971.

STIGLITZ, Joseph. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *Quarterly Journal of Economics*, v. 115, p. 1441-1478, 2000.

STIGLITZ, Joseph. Information and capital markets. National Bureau of Economic Research – Working Paper No. 678. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Maio, 1981. Acesso em 11 de setembro de 2008.

STICKNEY, Clyde; WEIL, Roman. *Financial accounting: an introduction to concepts, methods and uses.* Editora Dryden, 2000.

VALOR ECONÔMICO ONLINE. Derivativos levam Sadia a prejuízo de R$ 2,48 bilhões em 2008. Publicado em 27 de Março de 2009. Disponível em <http://www.valoronline.com.br>. Acesso em: 1 de abril de 2009.

VALOR ECONÔMICO ONLINE. Sensibilidade obrigatória. Publicado em 4 de Dezembro de 2008. Disponível em <http://www.valoronline.com.br>. Acesso em: 7 de fevereiro de 2009.

VERRECCHIA, Robert. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 5, p. 179-194, 1983.

VERRECCHIA, Robert. Information quality and discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, v. 12, p. 365-380, 1990.

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

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

WATTS, Ross; ZIMMERMAN, Jerold. *Positive accounting theory*. Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1986.

WEIL, David. The benefits and costs of transparency: A model of disclosure based regulation. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Julho, 2002. Acesso em 22 de agosto de 2008.

WELKER, Michael. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, v. 11, p. 801-827, 1995.

WELLS, Joseph. *Principles of Fraud Examination.* Editora Wiley, 2005.

WILLIAMS, S. Mitchell. Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific region: an international empirical test of political economy theory. *The International Journal of Accounting*, v. 34, p. 209-238, 1999.

WOOLDRIDGE. Jeffrey. *Introdução a econometria*: Uma abordagem moderna. Editora Thomson: São Paulo, 2002.

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

YOUNG, Danqing; GUENTHER, David. Financial reporting environments and international capital mobility. *Journal of Accounting Research*, v. 41, p. 553-579, 2003.

YUSOFF, Haslinda; LEHMAN, Glen; NASIR, Noraini. Environmental engagements through the lens of disclosure practices: a Malaysian story". *Asian Review of Accounting*, v. 14, p.122-48, 2006.

ZEGHAL, Daniel; AHMED, Sadrudin. Comparison of Social Responsibility Information Disclosure Media Used by Canadian Firms. Accounting, Auditing and Accountability Journal, v.3, p.1-13, 1990.

ZHANG, Jidong. Corporate competitive strategy voluntary disclosure and company characters. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Maio, 2008. Acesso em 22 de agosto de 2008.

ZHOU, Hayan. The impact of increased accounting disclosure on information asymmetry: A case of implementing new auditing standards in emerging markets. *Social Science Research Network*. Disponível em: <www.ssrn.com>. Novembro, 2004. Acesso em 22 de agosto de 2008.