

"A FEA e a USP respeitam os direitos autorais deste trabalho. Nós acreditamos que a melhor proteção contra o uso ilegítimo deste texto é a publicação online. Além de preservar o conteúdo motiva-nos oferecer à sociedade o conhecimento produzido no âmbito da universidade pública e dar publicidade ao esforço do pesquisador. Entretanto, caso não seja do interesse do autor manter o documento online, pedimos compreensão em relação à iniciativa e o contato pelo e-mail [bibfea@usp.br](mailto:bibfea@usp.br) para que possamos tomar as providências cabíveis (remoção da tese ou dissertação da BDTD)."

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**  
**DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DAS  
INFORMAÇÕES E SUA RELAÇÃO COM A VOLATILIDADE DAS AÇÕES DO  
IBOVESPA**

**Mara Jane Contrera Malacrida**

**Orientadora: Profa. Dra. Marina Mitiyo Yamamoto**

**São Paulo**

**2004**

**Prof. Dr. Adolpho José Melfi**  
**Reitor da Universidade de São Paulo**

**Profa. Dra. Maria Tereza Leme Fleury**  
**Diretora da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade**

**Prof. Dr. Reinaldo Guerreiro**  
**Chefe do Departamento de Contabilidade e Atuária**

**Prof. Dr. Fábio Frezatti**  
**Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade**

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE**  
**DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE E ATUÁRIA**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA: NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DAS  
INFORMAÇÕES E SUA RELAÇÃO COM A VOLATILIDADE DAS AÇÕES DO  
IBOVESPA**

Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Controladoria e Contabilidade.

Mara Jane Contrera Malacrida

Orientadora: Profa. Dra. Marina Mitiyo Yamamoto

**USP - FEA - SBD**

DATA DA DEFESA 18/11/04

São Paulo

2004

**FICHA CATALOGRÁFICA**  
Elaborada pela Seção de Publicações e Divulgação do SBD/FEA/USP

Malacrida, Mara Jane Contrera

Governança corporativa: nível de evidencição das informações e sua relação com a volatilidade das ações do ibovespa / Mara Jane Contrera, Malacrida. -- São Paulo, 2004.

176 p. -

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2004.

Bibliografia. -

1. Governanca corporativa. 2. Ações. 3. Volatilidade de mercado. 4. Administração e Contabilidade. 5. USP. 6. Título.

11/11/04

**Dedicatória**

A meu esposo Sergio pela paciência, carinho e compreensão e a meus filhos, Pedro e Rafael, pelos momentos de alegria durante esta caminhada.

## AGRADECIMENTOS

Ao meu esposo que muito me apoiou nos momentos difíceis e aos meus filhos que souberam entender as muitas horas de ausência. À minha sogra, Luci, que sempre me ajudou, tentando suprir um pouco de minha ausência para meus filhos. A Helena, um pouco mãe dos meus filhos, pelas horas de espera.

Aos meus pais, pelos ensinamentos transmitidos que me guiam no dia-a-dia, como coragem, determinação, honestidade e carinho.

À professora Dra. Marina Mitiyo Yamamoto, pelo seu empenho e dedicação indispensáveis a conclusão desse trabalho e pela amizade desde a graduação.

Ao professor Dr. Luiz João Corrar e ao professor Anísio Cândido Pereira, pelas suas importantes e valiosas sugestões para o aperfeiçoamento desse trabalho.

Aos professores do departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo que transmitiram com empenho e dedicação o conhecimento necessário para à obtenção deste título.

À CAPES por ter acreditado e financiado essa pesquisa.

Aos amigos e companheiros que sempre me apoiaram e me incentivaram: Bruno Salotti, Flávio Batistella, Gerlando Lima, Rafael Pacheco e Ricardo Ikeda.

E a todos que, direta ou indiretamente, me ajudaram na conclusão dessa jornada.

## RESUMO

Esse estudo investiga empiricamente o papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais brasileiro, buscando analisar se o nível de evidenciação de informações contábeis, apresentadas pelas empresas componentes do Índice Bovespa, influencia a volatilidade do retorno de suas ações quando negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, pois se espera que empresas com maior nível de evidenciação apresentem menor volatilidade dos retornos de suas ações. Um dos principais pontos a ser destacado é o fato de a evidenciação se referir ao meio pelo qual a contabilidade se comunica com seus usuários, sendo, assim, fundamental para que esta atinja seus objetivos, além de ser um dos mais importantes pilares da governança corporativa. Para efetuar a análise entre o nível de evidenciação e a volatilidade do retorno das ações, fez-se necessária a coleta das informações publicadas por 42 empresas pertencentes ao Ibovespa, através dos relatórios anuais referentes ao exercício de 2002. Após segregar essas companhias em 3 grupos distintos, de acordo com seus níveis específicos de evidenciação, foram aplicados testes estatísticos com o propósito de se verificar a existência de diferenças significativas entre o nível de evidenciação das empresas e a volatilidade do retorno das ações das mesmas. As análises possibilitaram a constatação de que o grupo de empresas com maior nível médio de evidenciação das informações contábeis apresenta menor volatilidade média dos retornos das ações; o grupo de empresas com menor nível médio de evidenciação das informações contábeis apresenta maior volatilidade média dos retornos das ações. Assim, neste estudo, verifica-se que maior nível médio de evidenciação resulta em menor volatilidade média dos retornos das ações.



## ABSTRACT

This study empirically investigates the role of accounting as a source of information to the Brazilian capital market. It is done with the intent to verify whether the accounting disclosure level provided by Brazilian entities is related to the volatility of their share prices at Bovespa (Brazilian Stock Exchange). At first, it would be presumable that entities with greater accounting disclosure level present lower volatility of their stock returns. It was pointed out that accounting disclosure information to its users, to achieve its objectives. Besides, it is one of the most important issues of corporate governance. It was analysed all the financial statements that had been disclosed during the year 2003, according to the selected sample, which embraces 42 companies of IBOVESPA (Bovespa index). After segregating these companies into three different groups in accordance with their specific disclosure levels using cluster analysis, it was statically verified the existence or not of significant differences of their volatility levels. The conclusions indicate that the cluster of companies with better accounting disclosure presented the lower volatility of returns. And the cluster with worse disclosure presented the higher volatility of returns as it would be supposed to. Thus, in this study, it was verified that higher accounting disclosure level resulted in lower volatility of stock returns in Brazil.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO E METODOLOGIA .....</b>	<b>1</b>
1.1	Introdução .....	1
1.2	Situação-Problema .....	2
1.3	Formulação das Hipóteses.....	3
1.4	Objetivos da Pesquisa.....	3
1.4.1	Objetivo Geral .....	3
1.4.2	Objetivos Específicos .....	4
1.5	Justificativas .....	4
1.6	Delimitação da Pesquisa.....	6
1.7	Metodologia.....	8
1.8	Estrutura do Trabalho.....	11
<b>2</b>	<b>REVISÃO DA LITERATURA.....</b>	<b>13</b>
2.1	Objetivos da Contabilidade.....	13
2.2	A Informação Contábil.....	15
2.3	Evidenciação .....	19
2.4	Governança Corporativa .....	25
2.4.1	Considerações Gerais.....	25
2.4.2	Governança Corporativa no Brasil .....	31
2.4.3	Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa.....	37
2.5	Mercado de Ações .....	39
<b>3</b>	<b>VOLATILIDADE DO RETORNO DAS AÇÕES .....</b>	<b>44</b>

<b>4</b>	<b>NORMAS BRASILEIRAS ATUAIS SOBRE EVIDENCIAÇÃO.....</b>	<b>47</b>
4.1	Demonstrações Contábeis .....	47
4.2	Relatório da Administração .....	51
4.3	Notas Explicativas .....	57
4.4	Parecer dos Auditores Independentes .....	75
4.5	Demonstrações Complementares .....	76
4.5.1	Demonstração do Fluxo de Caixa .....	77
4.5.2	Balanço Social .....	80
4.5.2.1	Demonstração do Valor Adicionado.....	81
4.5.2.2	Informações Ambientais .....	83
4.5.3	Demonstrações Contábeis em Moeda de Capacidade Aquisitiva Constante.....	88
<b>5</b>	<b>ESTUDO EMPÍRICO .....</b>	<b>92</b>
5.1	Critério para Escolha das Empresas .....	92
5.2	Base de dados .....	94
5.3	Nível de Evidenciação.....	94
5.3.1	Informações Obrigatórias .....	95
5.3.2	Demonstrações Complementares .....	98
5.4	Testes Estatísticos e Análise do Nível de Evidenciação .....	103
5.4.1	Análise de <i>Cluster</i> .....	104
5.4.2	Análise do Nível de Evidenciação – Informações Obrigatórias .....	108
5.4.2.1	Análise de Variância - ANOVA .....	108
5.4.2.2	Teste de Kruskal-Wallis .....	112

5.4.3	Análise do Nível de Evidenciação – Demonstrações Complementares.....	113
5.4.3.1	Análise de Variância - ANOVA .....	114
5.4.3.2	Teste de Tukey HSD.....	116
5.4.3.3	Teste de Kruskal-Wallis .....	117
5.4.4	Resultados da Análise do Nível de Evidenciação .....	118
5.5	Análise da Volatilidade dos Retornos das Ações .....	119
5.5.1	Análise de Variância – ANOVA .....	121
5.5.2	Teste de Tukey HSD.....	123
5.5.3	Teste de Kruskal-Wallis.....	124
5.5.4	Resultados da Análise da Volatilidade dos Retornos das Ações ...	125
5.6	Relação entre Nível de Evidenciação e Volatilidade dos Retornos das Ações .....	125
	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>127</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....</b>	<b>130</b>
	<b>APÊNDICE A – INFORMAÇÕES DIVULGADAS PELAS EMPRESAS.....</b>	<b>141</b>

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1. Evidenciação das Informações Obrigatórias .....	97
Tabela 2. Evidenciação das Demonstrações Complementares .....	100
Tabela 3. Demonstrações Complementares Divulgadas .....	101
Tabela 4. Notas Atribuídas em Função do Nível de Evidenciação.....	105
Tabela 5. Teste de Kolmogorov-Smirnov - Informações Obrigatórias.....	110
Tabela 6. Teste de Levene - Informações Obrigatórias .....	111
Tabela 7. ANOVA - Informações Obrigatórias .....	111
Tabela 8. Teste de Kruskal-Wallis - Informações Obrigatórias .....	113
Tabela 9. Teste de Kolmogorov-Smirnov - Demonstrações Complementares.....	114
Tabela 10. Teste de Levene - Demonstrações Complementares .....	114
Tabela 11. ANOVA - Demonstrações Complementares .....	115
Tabela 12. Teste de Tukey HSD - Demonstrações Complementares.....	116
Tabela 13. Teste de Tukey HSD – Grupos Homogêneos - Demonstrações Complementares.....	117
Tabela 14. Teste de Kruskal-Wallis - Demonstrações Complementares .....	117
Tabela 15. Volatilidade dos Retornos das Ações .....	120
Tabela 16. Teste de Kolmogorov-Smirnov – Volatilidade dos Retornos das Ações	121
Tabela 17. Teste de Levene - Volatilidade dos Retornos das Ações.....	122
Tabela 18 . ANOVA - Volatilidade dos Retornos das Ações .....	122
Tabela 19. Teste de Tukey HSD – Volatilidade dos Retornos das Ações.....	123
Tabela 20. Teste de Tukey HSD – Grupos Homogêneos – Volatilidade dos Retornos das Ações .....	124
Tabela 21. Teste de Kruskal-Wallis - Volatilidade dos Retornos das Ações.....	124

**LISTA DE QUADROS**

Quadro 1. Informações a Serem Divulgadas e Respectivas Normatizações .....	89
Quadro 02. Empresas que Compõem a Amostra do Estudo .....	93
Quadro 03. Grupos de Empresas Formados .....	107

# 1 INTRODUÇÃO E METODOLOGIA

## 1.1 Introdução

A divulgação de informações, por parte das empresas, é fundamental para os seus usuários no processo de tomada de decisões. Assim, a evidenciação clara, objetiva e completa possibilita um maior grau de confiabilidade e segurança ao se decidir por uma alternativa em detrimento de outras.

Atualmente, existem várias normatizações (leis, pareceres, instruções) que tornam a divulgação de várias informações econômico-financeiras obrigatórias para as companhias abertas. No entanto, há outras, cuja divulgação é de caráter voluntário e depende de fatores independentes da imposição legal, tais como conscientização da necessidade e respeito.

O argumento utilizado para que haja um maior nível de evidenciação por parte das empresas, independentemente da obrigatoriedade, é a esperada repercussão positiva dessas informações no Mercado de Valores Mobiliários, contribuindo para uma melhor avaliação financeira da empresa, ou estar menos sujeita às flutuações de mercado, entre outras repercussões positivas.

Dessa forma, esse trabalho busca analisar os diferentes níveis de evidenciação das informações econômicas e financeiras e sua relação com o mercado de capitais brasileiro. Para tanto, são empregadas empresas que representam aproximadamente 93% do Ibovespa, comparando-se o nível de evidenciação dessas empresas com a volatilidade do retorno de suas ações.

## 1.2 Situação-Problema

Segundo Rudio (1989, p.75):

Formular o problema consiste em dizer, de maneira explícita, clara, compreensível e operacional, qual a dificuldade, com a qual nos defrontamos e que pretendemos resolver, limitando o seu campo e apresentando suas características. Desta forma, o objetivo da formulação do problema da pesquisa é torna-lo individualizado, específico, inconfundível.

Assim, a formulação do problema é específica, indicando qual a dificuldade que se pretende resolver.

A contabilidade é um dos mais importantes instrumentos utilizados para o fornecimento de informações econômico-financeiras. Nesse sentido, de acordo com Iudícibus (2000, p. 121):

A evidenciação é um compromisso inalienável da Contabilidade com seus usuários e com os próprios objetivos. As formas de evidenciação podem variar, mas a essência é sempre a mesma: apresentar informação quantitativa e qualitativa de maneira ordenada, (...).

Dessa forma, a falta de informações, tanto quantitativas quanto qualitativas, pode prejudicar a utilidade das informações contábeis.

Esse estudo pretende realizar uma investigação a respeito da evidenciação das informações contábeis das empresas que compõem o Índice Bovespa, tendo como base os aspectos legais referentes ao assunto, bem como a evidenciação voluntária de informações, com a finalidade de responder a seguinte questão:

**O nível de evidenciação das informações econômico-financeiras tem relação com a volatilidade do retorno das ações das empresas que são negociadas no Mercado de Valores Mobiliários brasileiro?**



### 1.3 Formulação das Hipóteses

Conforme Lakatos e Marconi (2001, p. 127), “uma vez formulado o problema, com a certeza de ser cientificamente válido, propõe-se uma resposta ‘suposta, provável e provisória’, isto é, uma hipótese”.

Obedecendo a isso, têm-se as seguintes hipóteses de pesquisa:

$H_0$  : as empresas que apresentam um maior nível de evidenciação possuem uma volatilidade média dos retornos de suas ações menor em relação às empresas que apresentam um menor nível de evidenciação.

$H_1$  : a volatilidade do retorno das ações das empresas independem do nível de evidenciação.

### 1.4 Objetivos da Pesquisa

#### 1.4.1 Objetivo Geral

Esse trabalho tem como objetivo geral investigar se o nível de evidenciação de informações contábeis apresentadas pelas companhias abertas influencia a volatilidade do retorno de suas ações.

Busca-se, dessa forma, verificar os impactos causados pela evidenciação de informações contábeis no mercado de capitais brasileiro.

### 1.4.2 Objetivos Específicos

Para se atingir o objetivo geral são estabelecidos os objetivos específicos:

- Identificar e classificar as empresas por grupos de acordo com os seus níveis de evidenciação;
- Analisar se as empresas apresentam o mesmo nível médio de evidenciação, tanto das demonstrações/informações obrigatórias quanto das complementares;
- Examinar se empresas com diferentes níveis de evidenciação apresentam volatilidades médias dos retornos de suas ações iguais, ou seja, se as ações dessas empresas estão expostas ao mesmo nível de risco.

### 1.5 Justificativas

Esse estudo pretende investigar, empiricamente, o papel da contabilidade como fornecedora de informações para o mercado de capitais brasileiro, uma vez que este é um dos importantes usuários dessas informações por intermédio de analistas, investidores, acionistas, bancos de investimento e outros.

Conforme Lopes (2001, p. 10):

Com a internacionalização dos mercados financeiros e a importância desses para o desenvolvimento econômico, aumenta a demanda para maiores estudos relacionados ao entendimento do papel da contabilidade. Somente o entendimento desse papel pode orientar ações futuras no sentido de melhorar o conteúdo informativo da informação emanada pela contabilidade.

Corroborando com esse entendimento, Beaver (*apud* LOPES, 2001, p. 7) comenta que:

É esperado que mercados emergentes sejam pouco eficientes em termos de informações contábeis e que essas informações sejam pouco relevantes para os investidores nesses mercados com base nas características da regulamentação contábil nesses países e nos mecanismos de governança existentes.

Contudo, este autor complementa que essas considerações, apesar do apelo intuitivo, não possuem fundamentação empírica, podendo-se afirmar a existência de uma grande lacuna na literatura contábil relacionada à evidências empíricas em mercados menos desenvolvidos.

Dessa maneira, tal omissão dificulta o entendimento do papel da contabilidade como fornecedora de informações para o processo de tomada de decisões no âmbito dos mercados de capitais emergentes, no qual o Brasil se insere.

Nesse contexto, surge o conceito de transparência, um dos principais pilares da Governança Corporativa, muito discutido, tanto pelos acadêmicos quanto pelos profissionais de mercado.

Conforme pesquisa de opinião realizada pela PricewaterhouseCoopers (ECCLES et al., 2001, p. 189), entre investidores institucionais e analistas, um dos benefícios advindos de uma melhor evidenciação é uma melhor avaliação do preço das ações.

Essa melhor avaliação do preço das ações decorre da maior transparência das informações divulgadas ao mercado, acarretando uma maior confiabilidade por parte do mercado na empresa. Se a empresa é mais confiável, significa que ela apresenta um menor risco.

Destacando Eccles et al. (2001, p.189) *“analysts and investors in capital markets worldwide have seen the light already and believe that better disclosure produces some very clear benefits”*.<sup>1</sup>

Adicionalmente, constatou-se que, de acordo com pesquisa de opinião realizada junto a investidores pela Mckinsey & Co, em parceria com o Banco Mundial (IBGC, 2004a), os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência, cujos resultados vão ao encontro dos resultados obtidos pela pesquisa de opinião realizada pela PricewaterhouseCoopers.

Desse modo, esse trabalho justifica-se em virtude da necessidade de verificar se o nível de evidenciação impacta a volatilidade do retorno das ações negociadas na Bovespa, buscando apurar, empiricamente, que a evidenciação é importante para a diminuição do risco apresentado pelas empresas inseridas no mercado de capitais brasileiro.

## 1.6 Delimitação da Pesquisa

Para a realização desse estudo foram selecionadas empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. As empresas escolhidas integram o índice Bovespa – Ibovespa, composto por 45 empresas, uma vez que esse índice representa as ações mais negociadas no mercado de valores mobiliários brasileiro, tendo estas, portanto, alta liquidez e presença na maior parte dos pregões.

---

<sup>1</sup> Analistas e investidores em mercados de capitais ao redor do mundo também têm percebido a luz [o autor se refere ao benefício possível através da melhoria da transparência] e acreditam em que melhor evidenciação produz alguns benefícios muito claros. (tradução livre).

Do total das empresas que compõem o Ibovespa, todas foram analisadas, excluindo-se apenas as 3 instituições financeiras, ou seja, das 45 empresas integrantes do Ibovespa foram verificadas 42. Optou-se pela exclusão de tais instituições financeiras por elas possuírem características operacionais muito diferentes das outras.

Assim, ao se considerar as ações escolhidas adequadas aos objetivos desse estudo, a amostra utilizada pode ser classificada do tipo intencional, não probabilística (MATTAR, 1996, p. 270).

Segundo esse mesmo autor (1996, p. 274), a principal implicação em se utilizar uma amostra não-probabilística está na sua limitação, isto é, na incapacidade de se extrapolarem seus resultados para toda a população.

Dessa forma, os resultados e conclusões obtidos nesse estudo estão limitados ao mercado de capitais brasileiro no período de 2002/2003 e para o conjunto das empresas não financeiras pertencentes ao Ibovespa.

O trabalho limita-se ao exame das demonstrações contábeis publicadas em 2003, referente ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2002, por tratar das últimas demonstrações completas publicadas pelas companhias à época da pesquisa.

A coleta de dados esteve dependente da disponibilidade de informações nos *sites* das empresas, uma vez que informações evidenciadas de forma não eletrônica e separadamente das informações obrigatórias não foram consideradas, levando a uma limitação da pesquisa.

A análise do nível de evidenciação baseou-se nas exigências de publicações existentes e cabíveis à época da divulgação das demonstrações contábeis analisadas.

Para o cálculo da volatilidade do retorno das ações utiliza-se a cotação média diária, por se considerar a mais representativa.

O período definido para a análise da volatilidade do retorno das ações é de 02/01/2002 até 30/04/2003, pois a análise do nível de evidenciação realizado compreende as demonstrações contábeis referentes ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2002. O término em abril de 2003 justifica-se em função do tempo existente entre o encerramento do exercício social e a publicação das referidas demonstrações e seus possíveis reflexos nos preços das ações.

## 1.7 Metodologia

Metodologia, de acordo com sua origem grega, significa o estudo dos procedimentos e regras utilizadas por determinado método. Já Método, que também tem origem na língua grega, significa o caminho ou maneira para chegar a determinado fim ou objetivo.

Conforme Rudio (1989, p. 9), "a pesquisa científica se distingue de outra modalidade qualquer de pesquisa pelo método, pelas técnicas, por estar voltada para a realidade empírica e pela forma de comunicar o conhecimento obtido."

De uma forma geral, o estudo apresentado nesse trabalho mostra-se predominantemente empírico-analítico, sendo, segundo Martins (2000, p. 26):

(...) abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativas. Privilegiam estudos práticos. Suas propostas têm caráter técnico, restaurador e incrementalista. Têm forte preocupação com a relação causal entre as variáveis. A validação da prova científica é buscada através de testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais.

Esse tipo de estudo está voltado para as pesquisas aplicadas nas quais há tratamento quantitativo dos dados obtidos, buscando uma relação causal entre as variáveis, objeto do estudo.

Em relação às técnicas de coleta de dados, o trabalho apóia-se na pesquisa bibliográfica e documental, análise descritiva e análise quantitativa.

A pesquisa bibliográfica inclui artigos nacionais e internacionais publicados e/ou disponíveis na *Internet*, bem como dissertações, teses e livros e é efetuada com o intuito de se obter fundamentação conceitual para a realização e interpretação dos resultados.

A análise documental tem como base os relatórios anuais e as demonstrações complementares evidenciadas pelas empresas. Nesse estudo, consideram-se relatórios anuais aqueles compostos das Demonstrações Contábeis e respectivas Notas Explicativas, incluindo o Relatório da Administração e o Parecer dos Auditores Independentes. As demonstrações complementares se referem aos Balanços Sociais, Demonstrações do Valor Adicionado, Relatórios Ambientais, Demonstrações do Fluxo de Caixa e Demonstrações em Correção Monetária Integral.

O acesso a esses documentos foi obtido por meio de *internet*, diretamente nas *home pages* das empresas. Quando os arquivos dos relatórios anuais não estavam disponíveis via *internet*, recorreu-se às demonstrações financeiras enviadas à CVM, pois as empresas que compõem a amostra são de capital aberto e, portanto, obrigadas a enviar suas demonstrações à CVM. Quanto às demonstrações complementares, consideraram-se aquelas publicadas junto com as demonstrações obrigatórias ou disponíveis nos *sites* das empresas analisadas.

Em relação às cotações das ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, estas foram adquiridas através da Economática<sup>2</sup>.

A análise descritiva foi utilizada para a interpretação e análise do nível de evidenciação das empresas, objeto de estudo. A análise quantitativa baseou-se em testes estatísticos para a avaliação final dos resultados.

As ferramentas estatísticas utilizadas para a realização desse estudo foram:

a) Análise de *Clusters*: trata-se de uma técnica multivariada que permite segregar elementos em grupos homogêneos internamente e heterogêneos entre si, a partir de determinados parâmetros conforme uma medida de distância ou similaridade, a qual é utilizada para agrupar as empresas com características similares em termos de evidenciação.

b) Análise de Variância (ANOVA): teste estatístico cujo objetivo é analisar diferenças entre médias aritméticas. Assim, através desse teste, podem-se comparar médias de diferentes grupos e saber se há diferenças entre os diversos grupos identificados pela análise de *cluster*.

c) Teste de Kolmogorov-Smirnov: visa analisar se os dados da amostra seguem ou não a distribuição normal.

d) Teste de Homogeneidade de Variâncias de Levene: verifica se a variância dentro de cada população é igual para todas as populações (homocedasticidade).

e) Teste de Tukey HSD: método que identifica quais grupos, dentre os comparados (ex: grupo 1 *versus* grupo 2 e 3), têm diferenças significativas. Desse modo, pode-se determinar quais das médias são significativamente diferentes das outras. Esse método é um exemplo de procedimento de comparação *a posteriori*.

---

<sup>2</sup> *Software* amplamente utilizado no mercado financeiro que disponibiliza séries históricas de preços de ativos financeiros, indexadores e eventos de ações.



f) Teste de Kruskal-Wallis: teste não-paramétrico destinado a verificar se K amostras ( $k > 2$ ) independentes provêm de populações com medianas iguais. É indicado nos casos em que o investigador não tem condições de mostrar se seus dados suportam as hipóteses do teste paramétrico (Anova).

Os testes estatísticos foram realizados com a utilização do *software* estatístico SPSS.

## 1.8 Estrutura do Trabalho

Esse trabalho está estruturado da seguinte forma:

O capítulo 2 apresenta a revisão bibliográfica e a fundamentação teórica a respeito da contabilidade como fornecedora de informações e sua relação com a Governança Corporativa, mais diretamente relacionada à evidenciação e transparência.

O capítulo 3 apresenta os conceitos referentes à volatilidade das ações.

O capítulo 4 traz uma análise das exigências legais existentes quanto às informações a serem divulgadas pelas empresas de capital aberto, especificando quais informações devem ser evidenciadas.

No capítulo 5, demonstra-se o desenvolvimento da pesquisa empírica e são apresentados e analisados os resultados e os testes estatísticos realizados.

E, finalmente, são apresentadas as considerações finais relacionadas ao estudo como um todo, procurando atingir os objetivos iniciais propostos e responder ao problema de pesquisa.

A seguir, complementando os fundamentos do trabalho, há um Apêndice em que se demonstra o *checklist* das informações analisadas nos relatórios anuais das

companhias, bem como dos resultados obtidos, após a verificação das informações divulgadas pelas companhias.

## 2 REVISÃO DA LITERATURA

A finalidade desse capítulo é, a partir de pesquisa bibliográfica, fundamentar os principais conceitos envolvidos na elaboração do trabalho.

### 2.1 Objetivos da Contabilidade

Contabilidade é o processo de identificar, registrar, resumir e divulgar informações econômicas para tomadas de decisões, possuindo vários objetivos, os quais são abordados a seguir.

Iudícibus (2000, p. 28) apresenta de maneira clara e precisa o objetivo fundamental da contabilidade. Segundo ele:

O objetivo principal da Contabilidade (e dos relatórios dela emanados) é fornecer informação econômica relevante para que cada usuário possa tomar suas decisões e realizar seus julgamentos com segurança.

Iudícibus ressalta, assim, a importância da evidenciação das informações contábeis, pois através desse meio de comunicação, a contabilidade consegue atingir seu objetivo principal. Dessa forma, todos os eventos, que afetem, ou que possam vir a afetar, a situação patrimonial, econômica e financeira de uma dada entidade, devem ser evidenciados.

Para o *International Accounting Standards Board* (IASB, 2001, p. 46), o objetivo das demonstrações contábeis é “dar informações sobre a posição financeira, os resultados e as mudanças na posição financeira de uma entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em sua tomadas de decisão”.

Dessa maneira, pode-se considerar como objetivo central da contabilidade o fornecimento de informações úteis aos seus usuários, no intuito de que estes possam tomar decisões adequadas.

Outro ponto importante abordado por Ludícibus (2000, p. 23) é o fato de a contabilidade ter o compromisso de fornecer informações econômicas para os vários usuários, de forma a propiciar decisões racionais.

Tomar decisões racionais significa tomar decisões de forma 'pensada', ou seja, decidir-se com base em informações relevantes (úteis), as quais possibilitam a cada usuário realizar julgamentos confiáveis.

Nesse sentido, as informações fornecidas pela Contabilidade devem possibilitar a seus usuários a realização de projeções, comparações, avaliação da capacidade de uma empresa gerar riqueza futura, e não apenas ficar restritas a eventos passados.

Assim, verifica-se que a contabilidade deve fornecer informações úteis para qualquer usuário que necessite tomar decisões que tenham conseqüências econômicas. Dentre os vários usuários, há administradores, proprietários, investidores, bancos, agências governamentais, fornecedores, clientes e o fisco. Desse modo, constata-se que a contabilidade deve ter preocupação com os usuários internos e externos, pois todos os *stakeholders*<sup>3</sup> devem ser atendidos pela contabilidade.

Logo, para a contabilidade atingir seus objetivos, as informações por ela divulgadas devem ter um mínimo de qualidade.

---

<sup>3</sup> Entende-se por stakeholder todo indivíduo que tenha relação direta ou indireta com os negócios da organização, tais como: fornecedores, clientes, financiadores e outros.

## 2.2 A Informação Contábil

Várias são as naturezas das informações contábeis, dentre as quais se destacam a econômica, a física e a de produtividade (por exemplo, receita bruta per capita etc). No entanto, para que essas informações sejam úteis no processo decisório de seus usuários, elas precisam apresentar algumas características importantes, tais como confiabilidade, relevância e outras.

O *Financial Accounting Standards Board* (FASB, SFAC 2, 1980, p. 1021) estabelece que:

(...) as características da informação que a faz uma mercadoria desejável podem ser vistas como uma hierarquia de qualidades, sendo a utilidade para a tomada de decisão a mais importante. Sem utilidade, não haveria benefícios da informação para serem confrontados com seus custos.

Para o FASB, as principais características para se produzir uma informação contábil útil são relevância e confiabilidade, estando estas sujeitas às restrições de gerar benefícios superiores aos custos dispendidos para produzi-la e a de se submeter aos limites da materialidade.

Segundo o *International Accounting Standards Board* (IASB, 2001, p. 49), as principais características qualitativas da informação contábil são:

- Compreensibilidade;
- Relevância;
- Confiabilidade;
- Comparabilidade.

Segundo essa instituição, tais características fazem a informação contábil útil para seus usuários.

A respeito da compreensibilidade, o IASB (2001, p. 49) comenta que “uma qualidade essencial da informação, divulgada nas demonstrações financeiras, é que ela seja facilmente compreensível para os usuários”.

Para o IASB (2001, p. 49), a informação somente é considerada relevante “quando influencia a decisão econômica dos usuários, ajudando-os a avaliar eventos passados, presentes ou futuros ou confirmando, ou corrigindo, suas avaliações passadas”.

De acordo com Kam (1986, p. 350), *“information is relevant to a decision if it can reduce the uncertainty about the variables in the decision process. Information about past activities aids in the prediction of the outcome of related future activities”*<sup>4</sup>.

Assim, para ser relevante, a informação tem de ser oportuna, ter valor preditivo e/ou valor de *feedback*. Contudo, a relevância da informação é afetada pela sua natureza e materialidade.

Quanto à confiabilidade, para o IASB (2001, p. 50), “a informação tem a qualidade de confiabilidade quando está livre de erros e viés materiais e pode representar fielmente o que se propôs a representar, ou o que poderia razoavelmente ser esperado representar”.

Segundo Kam (1986, p. 359), *“representational faithfulness, the most critical element of reliability, concerns the correspondence between a measure or description and the economic object or event it purports to represent”*<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> A informação é relevante para uma decisão se ela pode reduzir a incerteza sobre as variáveis componentes do processo de decisão. Informações sobre atividades passadas dão apoio na previsão de resultados de atividades futuras relacionadas. (tradução livre).

<sup>5</sup> Fidelidade de representação, o elemento mais crítico da confiabilidade, trata da correspondência entre uma medida ou descrição e o objeto econômico ou evento que se pretende representar. (tradução livre).

A confiabilidade, conforme Ludícibus (2000, p. 77):

(...) é a qualidade (atributo) que faz com que o usuário aceite a informação contábil e a utilize como base para suas decisões, tomando-se, assim, um elo fundamental entre o usuário e a própria informação. Para serem confiáveis, as informações contábeis, além de sua Integralidade ou Completeza, devem ser baseadas nos Princípios Fundamentais de Contabilidade (Postulados, Princípios e Convenções) e, em geral, nos preceitos da doutrina contábil.

Com isso, Ludícibus ressalta a questão da integralidade da informação evidenciada pela contabilidade, sendo esse aspecto de fundamental importância para a confiabilidade das informações.

Desse modo, para ser confiável, a informação deve ter fidelidade de representação, ser verificável e neutra.

Com relação à comparabilidade, as informações contábeis devem auxiliar o usuário quando o mesmo tiver a necessidade, num dado momento, de comparar informações similares de outras entidades e/ou informações similares da mesma entidade em datas distintas, para identificar semelhanças e diferenças entre elas. A comparabilidade ainda diz respeito à uniformidade e consistência dos procedimentos contábeis utilizados na preparação das demonstrações contábeis.

Dessa maneira, é possível inferir que a confiabilidade, a compreensibilidade, a comparabilidade e a relevância são qualidades básicas e essenciais para as informações contábeis.

A contabilidade, através do processo de evidenciação, pode estabelecer e manter essa inter-relação entre as características, à medida que os fatos econômicos relevantes são divulgados de forma adequada, justa e plena, seguindo procedimentos contábeis uniformes e consistentes e em uma linguagem simples, acessível a seus usuários.

A partir disso, parte-se da premissa de que as informações evidenciadas pelas empresas em suas demonstrações contábeis são de fundamental importância para auxiliar os seus usuários no processo de tomada de decisão.

Sendo assim, concebem-se como imprescindíveis as demonstrações complementares evidenciadas pelas empresas, desde que estas contribuam significativamente para a análise e interpretação da situação econômica, financeira e patrimonial da companhia, bem como de sua relação com o ambiente onde estão inseridas.

Ainda, segundo Ludícibus (2000, p.77) :

(...) as informações e demonstrações contábeis, para serem úteis para seus usuários, devem ser produzidas em tempo hábil para que o tomador de decisões possa extrair o máximo de utilidade da informação para os propósitos a que se destina.

Corroborando com esse entendimento, Kam (1986, p. 350) expõe que:

*Timeliness is also a component of relevance. If the information is not available at the time a decision needs to be made, it lacks relevance. The idea of timeliness is to have information for decision makers before it loses its capability to influence decisions.*<sup>6</sup>

Dessa forma, a oportunidade é uma característica muito importante para as informações contábeis a fim de que estas sejam úteis aos seus usuários, possibilitando a análise dos acontecimentos e possíveis decisões relevantes.

---

<sup>6</sup> Oportunidade também é um componente da relevância. Se a informação não está disponível no momento em que a decisão precisa ser tomada, ela carece de relevância. O conceito de oportunidade significa ter a informação, para os tomadores de decisão, antes de ela perder a sua capacidade de influenciar as decisões. (tradução livre).



## 2.3 Evidenciação

Conforme o dicionário Houaiss (2001), evidenciar significa tornar claro, manifesto, evidente, indiscutível pela incontestabilidade, irrefutável.

O conceito de evidenciação utilizado nesse estudo tem a seguinte definição:

Evidenciação contábil se refere ao processo de divulgação, de tornar público, de informar, de maneira clara e compreensível aos seus usuários, as informações, materiais e relevantes, referentes a uma dada entidade, quanto aos seus respectivos impactos patrimoniais.

Conforme Iudícibus (2000, p. 119), a evidenciação é realizada de várias formas, as quais podem ser:

1. forma e apresentação das demonstrações contábeis;
2. informações entre parênteses;
3. notas de rodapé (explicativas);
4. quadros e demonstrativos suplementares;
5. comentários do auditor; e
6. relatório da diretoria.

No entanto, cada uma dessas formas de evidenciação possui conteúdos diferentes, expostos assim, segundo Iudícibus (2000, p. 119):

Na primeira (...) devem conter a maior quantidade de evidenciação.  
 Na segunda (...) maiores esclarecimentos sobre um título de um grupo ou critério de avaliação (...)  
 Na terceira (...) evidenciar informações que não podem ser apresentadas no corpo dos demonstrativos contábeis e/ou, se fizéssemos, diminuiríamos sua clareza.  
 Na quarta (...) detalhes de itens que constam dos demonstrativos tradicionais e que não seriam cabíveis no corpo destes.  
 A quinta (...) serve como fonte adicional de disclosure (...)  
 A última (...) engloba, normalmente, informações de caráter não financeiro que afetam a operação da empresa.

Contudo, de acordo com o mesmo autor (2000, p. 123):

(...) deve-se tomar cuidado para não substituir os demonstrativos contábeis por notas explicativas ou quadros suplementares, pois, acima de tudo, é nos demonstrativos tradicionais que deve ser feita a maior parte da evidenciação dos fatos relevantes.

Assim, ele chama a atenção para o fato de que as notas explicativas devem ser utilizadas de modo a complementar as demonstrações tradicionais. Esse complemento deve ser feito com a finalidade de melhor evidenciar, aos seus usuários, detalhes e esclarecimentos sobre informações relevantes, não suficientemente abordados nas referidas demonstrações.

Iudicibus, Martins e Gelbcke (2002, p. 43) comentam que:

As empresas precisam dar ênfase à evidenciação de todas as informações que permitem a avaliação da sua situação patrimonial e das mutações desse seu patrimônio e, além disso, que possibilitem a realização de inferências perante o futuro.

Contudo, o processo de evidenciação tem sofrido grandes mudanças nas últimas décadas, como dado citado por Aquino e Santana (1992, p. 12):

Em 1932, a Bolsa de Nova Iorque determinou que todas as empresas com ações nela negociadas fornecessem, pelo menos uma vez por ano, a seus acionistas, demonstrações contábeis auditadas. Em convênio com o Instituto de Contadores Americanos (atual AICPA) foi estabelecido um intenso programa de pesquisa e de emissão de pareceres sobre princípios contábeis e critérios de evidenciação. A expansão das grandes sociedades anônimas, fazendo com que elas ultrapassassem as suas fronteiras e se transformassem em multinacionais, levou à divulgação por todo o mundo desses padrões contábeis, bem como à difusão do conceito de que o objetivo principal da contabilidade é o de produzir informações úteis para a tomada de decisões econômicas.

Dessa forma, observa-se que após a 'quebra' da Bolsa de Nova Iorque em 1929, passa a haver uma maior preocupação quanto à evidenciação de informações contábeis por parte das empresas, bem como se introduz a exigência de as empresas fornecerem demonstrações contábeis auditadas pelo menos uma vez por ano.

Nesse sentido, Bueno (1999, p. 19) esclarece que a questão de divulgar ou não determinadas informações contábeis, com a evolução da atividade mercantil, tendo como consequência direta as exigências por parte dos usuários, "(...) veio à

tona com o *crash* da Bolsa de Nova Iorque (...) e, a partir daí, o relacionamento empresa-governo-mercado nunca mais foi o mesmo (...).”.

Observa-se entretanto, que o processo de evidenciação de informações e a determinação de sua natureza e extensão estão relacionados com a forma como são estabelecidos os princípios e práticas contábeis, com a estrutura e o desenvolvimento econômico, político e social, com a existência de um mercado financeiro e de capitais desenvolvidos e representativos, com o nível de participação de capitais estrangeiros e outros.

Quanto à definição da quantidade e tipos de informações a serem divulgadas, existem 3 conceitos bastante utilizados: evidenciação adequada (*adequate disclosure*), evidenciação justa (*fair disclosure*) e evidenciação plena (*full disclosure*). No entanto, para Ludícibus (2000, p. 117):

(...) não existe diferença efetiva entre tais conceitos (...) toda informação para o usuário precisa ser, ao mesmo tempo, adequada, justa e plena, pelo menos no que se refere ao detalhe que está sendo evidenciado. Afinal, o sentido da evidenciação é que a informação que não for relevante deve ser omitida (...)

Um ponto abordado por Eccles et al. (2001, p. 143) é o fato de que “*even if companies reported all the relevant financial and nonfinancial measures that show how create value and how much they create, investors would still need more information*”.<sup>7</sup>

Em relação à quantidade de informações, segundo Ludícibus (2000, p. 121), “ocultar ou fornecer informação demasiadamente resumida é tão prejudicial quanto fornecer informação em excesso”.

---

<sup>7</sup> Mesmo se as companhias divulgassem todas as medidas financeiras e não financeiras relevantes que mostram como criar valor e quanto elas criam, os investidores ainda necessitariam de mais informação. (tradução livre).

Aquino e Santana (1992, p. 5) complementam que:

Se desejamos reduzir a incerteza das decisões ou conhecimentos (...) é necessário uma certa quantidade mínima de informações. (...) A avaliação da quantidade de elementos que devem ser fornecidos implica no uso econômico da informação, ou na sua relação de custo benefício.

Assim, se por um lado a contabilidade deve preocupar-se com a relação custo-benefício ao determinar quais informações devem ser divulgadas, por outro, deve sempre ter como foco principal seus objetivos.

Outra discussão se refere aos benefícios que a empresa pode obter em função de uma melhor evidenciação. Há um consenso, entre profissionais e acadêmicos, de que uma melhor evidenciação pode trazer benefícios para a empresa, entretanto existem ainda poucos trabalhos abordando esse assunto.

Nesse sentido, foi realizada uma pesquisa pela PricewaterhouseCoopers. De acordo com Eccles et al. (2001, p. 189), esta se refere a uma pesquisa de opinião realizada entre investidores institucionais e analistas.

De acordo com tal pesquisa, cinco pontos são citados como sendo os maiores benefícios de uma melhor evidenciação:

Aumento da credibilidade dos gestores;  
Mais investidores de longo prazo;  
Maior monitoramento por parte dos analistas;  
Melhor acesso a novos capitais;  
Melhor avaliação do preço das ações.

Em relação ao primeiro benefício, Eccles et al. (2001, p. 192) comentam que *"by consistently providing information in both good times and bad, management reinforces its credibility with the market-place. The market hates surprises, especially negatives ones"*<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Fornecendo consistentemente informação em ambos momentos, bons e ruins, a gerência reafirma a sua credibilidade com o mercado. O mercado odeia surpresas, especialmente as negativas. (tradução livre).

Entretanto, conforme os mesmos autores (2001, p. 193):

*This doesn't mean that disappointing news won't have a negative effect on a company's stock price. It probably will, and it probably should if the news is sufficiently bad, and the leading indicators are negative as well. But when those indicators turn positive, the company's stock price will also be more likely to rise.*<sup>9</sup>

Quanto ao segundo benefício, Eccles et al. (2001, p. 194) complementam que *"for existing investors to decide to increase their holdings, and for new long-term investors to want to take a position, both groups need information that will give them a higher degree of comfort in making their long-term commitments"*.<sup>10</sup>

De acordo com os autores (2001, p. 196), o terceiro benefício diz respeito a um maior monitoramento por parte dos analistas, sendo que: *"one of the best ways to get the market's attention is to provide it with a lot information. This gives both sell-side analysts and the investors something to analyze so they can determine if an investment opportunity exists"*<sup>11</sup>.

O quarto benefício de uma melhor evidenciação está relacionado ao custo de capital, sendo que a empresa detentora de maior acesso a novos capitais tem mais oportunidades de obter um menor custo de capital. Contudo, conforme Botosan (1997, p. 323), *"the association between disclosure level and cost of equity capital is not well established and has been difficult to quantify"*.<sup>12</sup>

---

<sup>9</sup> Isso não significa que uma má notícia não terá um efeito negativo no preço das ações da companhia. Provavelmente terá, e provavelmente deveria ter se a notícia é suficientemente ruim, e os indicadores principais também são negativos. Mas, quando esses indicadores tomam-se positivos, o preço das ações da companhia também terá maior probabilidade de ascensão. (tradução livre).

<sup>10</sup> Por existirem investidores que decidem aumentar os seus investimentos e também novos investidores de longo prazo, ambos grupos necessitam de informação que trará a eles um maior conforto em realizar esses compromissos de longo prazo. (tradução livre).

<sup>11</sup> Um dos melhores caminhos para atrair a atenção do mercado é provê-lo com muita informação. Isso concede tanto a analistas quanto a investidores algo para analisar de modo que eles possam determinar se uma oportunidade de investimento existe. (tradução livre).

<sup>12</sup> A associação entre o nível de evidenciação e o custo do capital próprio não está bem estabelecida e tem sido difícil de quantificar. (tradução livre).

O quinto benefício, segundo Eccles et al. (2001, p. 198), está relacionado aos demais benefícios, sendo que *“the first four benefits of better disclosure – increased management credibility, more long-term investors, greater analyst following, and improved access to new capital – logically contribute to a higher share price”*.<sup>13</sup>

No entanto, para Eccles et al. (2001, p. 199):

*ValueReporting is not a silver bullet for guaranteeing more value for shareholders.(...) ValueReporting can guarantee, however, that a company's stock price will be closer to its intrinsic value. To believe otherwise would imply that markets are completely irrational or that stock prices are based solely on information other than a company's performance.*<sup>14</sup>

Ressalta-se ainda, de acordo com tais autores (2001, p. 188): *“one argument for better disclosure is that managers typically think they do a better job of communicating with the market than the market thinks they do”*.<sup>15</sup>

Assim, os dirigentes supõem ter uma boa comunicação com o mercado, cuja visão, contudo, não é esta.

Nesse sentido, os mesmos autores ainda (2001, p. 189) afirmam o fato, *“granted, most managers genuinely believe they try hard to give the market the information it wants. But most analysts and investors believe managers could try harder”*.<sup>16</sup>

---

<sup>13</sup> Os quatro primeiros benefícios de uma melhor evidenciação – aumento da credibilidade dos gestores, mais investidores de longo prazo, maior monitoramento por parte dos analistas e melhor acesso a novos capitais – logicamente contribuem para aumentar o preço de ação. (tradução livre).

<sup>14</sup> *Value Reporting* [referindo-se a uma política de melhor evidenciação que gera valor] não é uma bala de prata para garantir mais valor para os acionistas (...) *Value Reporting* pode garantir, no entanto, que o preço das ações de uma companhia estará próximo do seu valor intrínseco. Acreditar no oposto implicaria que os mercados são completamente irracionais ou que os preços das ações são baseados apenas em informações não relacionadas com a performance de uma companhia. (tradução livre).

<sup>15</sup> Um argumento para a melhoria da evidenciação é que os gestores tipicamente pensam em estar fazendo um trabalho de comunicação com o mercado melhor do que o mercado pensa que eles fazem. (tradução livre).

<sup>16</sup> Admitindo que a maioria dos gestores genuinamente acredita em seu grande esforço para dar ao mercado a informação desejada. Mas a maioria dos analistas e investidores acredita em que os gestores poderiam se esforçar mais. (tradução livre).

No entanto, os autores (2001, p. 189) destacam o fato de que:

*For now, read "better disclosure" as simply "more disclosure", which means giving the market more of the information it regards as important and less of the information it doesn't. Bear in mind, however, that merely increasing the quantity of information will not necessarily improve its quality.<sup>17</sup>*

Embora essa questão seja relacionada a uma das maiores dificuldades concernentes a esse assunto, a identificação de pontos realmente referentes a aumento de quantidade e não de qualidade é de difícil segregação.

## **2.4 Governança Corporativa**

### **2.4.1 Considerações Gerais**

A evolução constante das sociedades capitalistas traz uma nova relação entre as empresas e a sociedade como um todo e, em muitos casos, essa evolução culmina na segregação entre os proprietários das companhias e seus administradores. Essa segregação entre controle e gestão pode provocar conflitos de interesses entre acionistas, investidores e demais interessados na empresa.

Nesse contexto de mudanças, surge a Governança Corporativa como um processo para reduzir a distância existente entre proprietários e administração da empresa e a sociedade de maneira geral.

De acordo com Lodi (2000, p. 35), "a era da Governança Corporativa começou em 1992, quando foi derrubado Robert Stempel, presidente da *General Motors* e do seu Conselho de Administração".

---

<sup>17</sup> Por hora, ler 'melhor evidenciação' como simplesmente 'mais evidenciação', significa dar ao mercado mais da informação que ele considera importante e menos da que ele não considera. É bom ter em mente, contudo, que um mero aumento de quantidade não necessariamente aumentará a qualidade da informação. (tradução livre).

Esse mesmo autor (2000, p. 35) complementa que, a partir desse momento, iniciou-se uma exploração das “regras de governo de empresas para protegê-las dos abusos da presidência ou da inércia do Conselho”.

Assim, a governança corporativa surgiu como um processo para evitar conflitos de interesses entre acionistas, investidores e demais interessados na empresa.

Desse modo, de acordo com Siffert Filho (1998, p. 125), “as questões de governança corporativa ganharam maior relevância a partir do surgimento das modernas corporações, nas quais há separação entre controle e gestão”.

Atualmente existem diversos organismos e instituições internacionais dedicados a estudos de governança, dentre os quais pode-se citar o Banco Mundial, o G7, o FMI (Fundo Monetário Internacional), o Instituto de Contadores Australianos (ANAO), o Instituto de Contadores do Reino Unido (ICAEW) e o Instituto de Contadores Canadenses (CICA), bem como o Bank for International Settlements (BIS), a International Organization of Securities Commissions (IOSCO) e a Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD).

No Brasil, um dos principais órgãos dedicados ao estudo de governança corporativa é o IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Porém, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também se pronuncia a este respeito.

Para a *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD, 2004a) governança corporativa envolve:

*(...) a set of relationships between a company's management, its board, its shareholders, and other stakeholders. Corporate governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. Good corporate governance should provide incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the*



*company and shareholders and should facilitate effective monitoring, thereby encouraging firms to use resources more efficiently.*<sup>18</sup>

Shleifer e Vishny (1997, p. 737) definem governança corporativa como um conjunto de mecanismos pelos quais os fornecedores de recursos garantem a obtenção para si do retorno sobre seu investimento.

Para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2002), governança corporativa é:

O conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2004a), governança corporativa “são as práticas e os relacionamentos entre os Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital”.

Nesse sentido, compreende-se que governança corporativa refere-se ao sistema de relacionamento entre controle e direção de uma empresa, bem como entre os diversos interessados no negócio, tendo como objetivo deixar as relações entre esses diversos interessados mais transparentes, evitando, assim, possíveis conflitos e ainda facilitar a captação dos recursos necessários para seu contínuo desenvolvimento.

---

<sup>18</sup> Um conjunto de relacionamentos entre a gerência da companhia, seus bords, acionistas, e outros *stakeholders*. Governança corporativa também fornece a estrutura pela qual os objetivos da companhia são estabelecidos, e os meios para atingi-los e monitoramento da performance são determinados. A boa governança deveria fornecer incentivos específicos para os boards e para os gestores na busca dos objetivos que representam os interesses da companhia e dos acionistas, bem como deveria facilitar o efetivo monitoramento dos negócios, de tal modo a encorajar as firmas a utilizarem seus recursos mais eficientemente. (tradução livre).

De acordo com o IBGC (2004a):

Na teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o chamado 'conflito de agência'<sup>19</sup>, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O "principal", titular da propriedade, delega ao "agente" o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. Sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

Desse modo, percebe-se que a governança corporativa surgiu para criar mecanismos que permitam controlar e monitorar os negócios, não somente pelos gestores internos, mas também pelos acionistas, possibilitando identificar e solucionar prováveis conflitos de agência a surgirem dentro de uma organização.

Corroborando com esse entendimento, Tirole (2001, p. 1) expõe:

*There is now widespread awareness that managers, say, may take actions that hurt shareholders. They exert insufficient effort when overcommitting themselves to external activities, when finding it convenient to accept overstaffing by building empires, enjoying perks, or even stealing from the firm by raiding its pension fund, by paying inflated transfer prices to affiliated entities, or by engaging in insider trading.<sup>20</sup>*

Segundo Rabelo (1998):

Um mecanismo de governança corporativa eficiente é aquele que consegue contestar a presença de administradores que não estão conseguindo um bom desempenho, eventualmente retirando-lhes esse controle e transferindo-o para indivíduos melhor capacitados a agregar valor ao acionista.

---

<sup>19</sup> Para maiores esclarecimentos sobre conflito de agência vide Silveira (2002) e Jensen (1988, p. 21-48).

<sup>20</sup> Atualmente, é conhecido que os gestores, por assim dizer, podem realizar ações que podem prejudicar os acionistas. Eles não se esforçam o suficiente quando se dedicam em demasia a atividades externas, quando acham conveniente aceitar um excesso de hierarquização, ou quando fazem vista grossa aos controles internos. Eles podem obter benefícios pessoais com a construção de impérios, empertigarem-se por deleite pessoal ou até desviarem recursos da firma por meio da manipulação dos fundos de pensão, com o pagamento de preços de transferência inflados a partes relacionadas ou com o exercício de insider trading (tradução livre).

Entretanto, como observa Witherell (2003, p. 1):

*Governance is more than just board processes and procedures. It involves the full set of relationships between a company's management, its board, its shareholders and its other stakeholders, such as its employees and the community in which it is located<sup>21</sup>.*

De acordo com Yamamoto (2004):

A governança corporativa, como técnica ou sistema de estruturação societária, não deve ser vista apenas sob a ótica da otimização da relação retorno-risco ou como meio de captar recursos no mercado a custo mais baixo. Isso seria uma visão muito pobre. Deve, sim, ser vista como um valor a ser incorporado às práticas empresariais, independentemente do ganho fortuito que possa proporcionar.

Para a OECD (*apud* THOMSON, 2003, p 10), a empresa com uma boa governança<sup>22</sup>, na área de mercado de capitais, observa os seguintes princípios:

- 1) Reconhece e protege os direitos dos acionistas;
- 2) Trata todos os acionistas equitativamente, incluindo os minoritários e estrangeiros;
- 3) Adota processos e procedimentos para corrigir as violações desses direitos;
- 4) Proíbe a negociação de ações com base em informações privilegiadas;
- 5) Reconhece e protege os direitos de outras partes interessadas;
- 6) Desenvolve mecanismos de informação para que todas as partes interessadas participem do processo de governança.

Mais especificamente, são sintetizados por Gave (2000, p. 6) os tópicos destacados nas discussões sobre governança corporativa, dentre os quais são ressaltados nesse estudo:

---

<sup>21</sup> Governança não se restringe a processos e procedimentos dos órgãos de administração. Isso envolve uma ampla gama de relações entre os gestores da companhia, os comitês, os acionistas e *stakeholders* de uma forma geral, bem como seus empregados e a comunidade local na qual se encontram (tradução livre).

<sup>22</sup> Entende-se por boa governança corporativa um conjunto de práticas e mecanismos o qual proporciona aos proprietários (acionistas ou cotistas) a gestão estratégica de sua empresa e a efetiva monitoração da direção executiva, protegendo todas as partes interessadas contra desvios de ativos por indivíduos com poder de influenciar ou tomar decisões em nome da empresa.

**a) Maior disclosure**

Isso significa incluir ou aumentar a quantidade de informações relativas às áreas de crucial importância para os proprietários poderem monitorar e estimar o desempenho financeiro futuro da companhia, tais como as informações relativas à estratégia corporativa, ao posicionamento e participação no mercado e à performance em face dos objetivos traçados. A natureza da base de mensuração usada atualmente (custo histórico como base de valor) deveria ser ampliada para abranger um aspecto preditivo e incluir matérias como a evidenciação do risco a que se expõe a companhia.

**b) Maior transparência**

A apresentação e a natureza da informação fornecida deveria ser simplificada, ou seja, transparência se refere à qualidade da informação divulgada.

Ressalta-se, que muitas vezes utiliza-se o termo transparência como sinônimo de evidenciação.

**c) Revisão do papel das demonstrações contábeis anuais**

O papel das demonstrações contábeis e das reuniões anuais, como meio de comunicação entre a companhia e os acionistas, deveria ser redefinido e considerações sobre a preparação dessas demonstrações em bases temporais mais curtas deveriam ser efetuadas.

Finalmente, Witherell (2003, p. 1), afirma que *“corporate governance is not just a business matter. It concerns the well-being of whole economies and populations too, and is a partnership question par excellence”*.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Governança Corporativa não é apenas uma questão de negócio. Diz respeito ao bem estar de todas as economias e populações também, e é uma questão de parceria por excelência (tradução livre).

De acordo com o IBGC (2004a), o G7, grupo das nações mais ricas do mundo, considera a governança corporativa o mais novo pilar da arquitetura econômica global; o Banco Mundial e o FMI julgam a adoção de boas práticas de governança corporativa como parte da recuperação dos mercados mundiais, abatidos por sucessivas crises em seus mercados de capitais e, em praticamente todos os países, surgem instituições dedicadas a promover debates em torno da governança corporativa.

Desse modo, deve-se analisar a governança corporativa como algo a ser incorporado às práticas empresariais, tornando-se muito importante para a credibilidade e crescimento econômico das empresas e países.

#### **2.4.2 Governança Corporativa no Brasil**

Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento do modelo de governança corporativa das empresas do país destacam-se: a criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, as linhas de crédito especiais oferecidas pelo BNDES, as novas regras de investimento por parte de fundos de pensão e o projeto de reforma das demonstrações contábeis.

No entanto, no Brasil, um dos primeiros sinais de governança corporativa ocorreu com a promulgação da Lei nº 6.404/76 (Lei das SAs), determinante da obrigatoriedade da presença de órgãos de administração nas companhias abertas.

A criação do Novo Mercado pela Bolsa de Valores de São Paulo representa uma das principais iniciativas para o aperfeiçoamento da governança corporativa no Brasil. O Novo Mercado é definido pela Bovespa (2002a) como:

(...) um segmento de listagem destinado à negociação de ações, emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de

práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

De acordo com a Bovespa (2002c), o Novo Mercado tem o objetivo de:

(...) criar um ambiente mais adequado para que as empresas possam, a partir de melhores práticas de governança corporativa e maior transparência das informações, proporcionar maior segurança aos investidores e, conseqüentemente, reduzir seus custos de captação de recursos.

Complementando essa visão, o IBGC (2004c) comenta que:

O Novo Mercado foi instituído com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais brasileiro e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia.

Assim, o Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados na Bolsa de Valores de São Paulo. E, nesse sentido, a Bovespa (2002a) comenta que as empresas enquadradas nas regras do Novo Mercado devem obter do mercado uma melhor precificação de suas ações, conseguindo, com isso, menores custos de captação. Já para os investidores, o Novo Mercado representa a oportunidade de comprar um “produto ação” diferenciado.

Dentre as principais regras do Novo Mercado, destacam-se:

- Realização de ofertas públicas de colocação de ações através de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- Extensão, para todos os acionistas, das mesmas condições obtidas pelos controladores no momento da venda do controle da companhia;
- Estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de administração com pelo menos 5 conselheiros;

- Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- Introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, dentre as quais distinguem-se a exigência de elaboração de balanços consolidados, demonstração de fluxo de caixa e revisão especial;
- Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- Cumprimento de regras de *disclosure* em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa.

Contudo, uma outra regra exigida das companhias a fim de que tenham autorização para negociação no Novo Mercado se refere a ter seu capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias. A emissão exclusiva de ações ordinárias tem por finalidade garantir a todas as ações o direito de voto.

Além do Novo Mercado, foram criados os chamados “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” da Bovespa, com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias para aderirem ao Novo Mercado, proporcionando maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.

De acordo com a Bovespa (2002b), ‘Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa’ são “um conjunto de normas de conduta para empresas, administradores e controladores consideradas importantes para uma boa valorização das ações e outros ativos emitidos pela companhia”.

Nesse sentido, o IBGC (2004c) comenta que:

O mercado acionário brasileiro é hoje uma pálida sombra do que poderia representar em termos de financiamento da produção e incentivo a novos investimentos. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias são apontadas como principais causas desse cenário. Trata-se de um ambiente que facilita a multiplicação de riscos.

Assim, a criação desses diferentes níveis de governança corporativa tem sido importante para aumentar a credibilidade do mercado de capitais brasileiro, bem como contribuir para o seu desenvolvimento.

Sendo assim, a CVM (2002) afirma que a adoção de boas práticas de governança corporativa tem por objetivo aumentar o valor da companhia por repercutir na redução de seu custo de capital, aumentando a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização.

Outros benefícios da adoção das práticas de Governança Corporativa estão relacionados à redução do custo de captações, que podem ser obtidos através de incentivos oferecidos pelo banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES.

De acordo com o BNDES (2004):

O Programa de Incentivo à Adoção de Regras de Governança Corporativa, de adesão voluntária, foi criado objetivando colocar em prática o conceito de que melhor governança reduz o custo do capital.

No entanto, esse mesmo órgão esclarece:

Os títulos corporativos serão de emissão pública (com registro na Comissão de Valores Mobiliários - CVM), ou seja, só poderão ser emitidos por Sociedades Anônimas de Capital Aberto. Isso significa que empresas que não sejam de capital aberto ou que não se disponham a realizar a abertura de capital não terão direito aos benefícios do Programa.

As empresas que optarem pela adesão têm direito a um Bônus de Governança Corporativa, e este, segundo o BNDES (2004), pode “representar maior participação do BNDES no valor total do investimento, ampliação do prazo de



pagamento e/ou diminuição do custo financeiro, de acordo com os níveis de exigência do Programa”.

Essas iniciativas mostram que o Brasil vem evoluindo na adoção das práticas de governança corporativa. Isso é confirmado por pesquisa realizada pela *Mckinsey & Co.* e *Korn Ferry International* (apud IBGC, 2004b), intitulada “Panorama da Governança Corporativa no Brasil”.

Nessa pesquisa constata-se que as empresas nacionais, premidas por necessidades de financiamentos e pelos desafios impostos pela competição em nível global, estão reformulando suas práticas de governança corporativa.

Outro estudo que também mostra mudanças de práticas de governança corporativa foi realizado pela OECD (2004b) em parceria com o Banco Mundial sobre Governança Corporativa na América Latina, baseado nos Princípios de Governança Corporativa da OECD.

Nesse estudo da OECD observa-se que diversos grupos e organizações nacionais e regionais emitiram diretrizes, declarações sobre melhores práticas e recomendações para a reforma de normas. Além disso, as empresas e os investidores atuantes na América Latina desenvolveram políticas abrangendo a qualidade da governança corporativa como critério para operações e tomada de decisões de investimento.

Segundo esse estudo (OECD, 2004b):

A boa governança corporativa desempenha papel crucial no processo de estruturação de sólidos mercados de capitais em nível doméstico. (...) Ela aumenta a confiança do público nos mercados de títulos, o que contribui para sua maior liquidez. Ela também contribui para a redução de incertezas, fazendo crescer o desempenho e as perspectivas de investidores institucionais (...). Mercados de capitais mais alicerçados e de maior alcance e liquidez atendem às necessidades de investimento não apenas para os negócios já existentes, mas também para os novos empreendimentos e futuros segmentos de mercado.

Esse trabalho também expõe que outra questão de ordem pública diz respeito à internacionalização de mercados financeiros, nos quais a boa governança corporativa é vista como um elemento fundamental para diminuir turbulências financeiras e para controlar a volatilidade no sistema financeiro global.

Além de contribuir para a redução de custos de capital, a boa governança corporativa agrega valor às sociedades ao proporcionar mecanismos mais efetivos para consolidar negócios competitivos, elevando o nível de confiança entre todos os acionistas.

De acordo com o mesmo estudo (OECD, 2004b):

Controles adequados dentro da sociedade, a fiscalização dos administradores da sociedade por seu conselho de administração, controles internos mais eficazes e linhas claras de responsabilidade reduzem a oportunidade de a empresa ser envolvida em caso de corrupção pública por seus administradores e outros interessados.

Nesse sentido, também conforme esse estudo, a iniciativa do Novo Mercado da Bovespa, aliada às mudanças nas exigências de registro e à contribuição que as bolsas de valores nacionais trouxeram ao desenvolvimento voluntário de códigos de melhores práticas, evidencia uma crescente conscientização, por parte das bolsas.

Essa afirmação se justifica, pois saudáveis mercados de capitalização média só podem se desenvolver sustentados por padrões compulsórios e voluntários que protejam os direitos de acionistas e incentivem as empresas a adotar melhores práticas de governança.

Assim, a OECD (2004b) observa que "a governança corporativa é essencial para o crescimento econômico liderado pelo setor privado e promoção do bem-estar social, que depende de investimentos crescentes, eficiência no mercado de capitais e desempenho da empresa".

Entre os pontos estudados, a OECD (2004b) aponta as seguintes prioridades a serem mais destacadas:

- 1) Tratamento adequado aos direitos de voto;
- 2) Tratamento justo de acionistas nas hipóteses de mudança no controle societário e fechamento de capital;
- 3) Garantia de integridade dos relatórios financeiros e aperfeiçoamento da divulgação de operações com partes relacionadas;
- 4) Desenvolvimento de conselhos de administração eficientes;
- 5) Aprimoramento da qualidade, eficácia e segurança da estrutura jurídica e reguladora;
- 6) Cooperação contínua em âmbito regional.

### **2.4.3 Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa**

Os denominados Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa se referem a um conjunto de normas e diretrizes de governança corporativa. Esses códigos concentram em problemas de governança advindas da separação entre participação acionária e controle.

De acordo com Lodi (2000, p. 28), o primeiro de todos os Códigos foi o *The Cadbury Report*, divulgado em 1992. Lodi (2000, p. 55) complementa que esse código inspirou-se na prática do mercado de capitais norte-americano, o mais avançado do mundo, onde existem grandes blocos de ações detidos por Fundos de Pensão ou Fundos de Investimentos, minoritários muito ativos, investidores institucionais, escritórios de advocacia muito agressivos, conselhos exigentes e a natureza geralmente litigiosa da sociedade.

Posteriormente, foi divulgado o Relatório Hampel em 1998, o qual se refere a uma revisão do Relatório Cadbury, ampliando as recomendações dos trabalhos anteriores.

Atualmente, dentre os principais Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa pode-se citar o da OECD, que vem buscando estabelecer

um conjunto de princípios essenciais para o desenvolvimento de práticas de boa governança corporativa. Os princípios da OECD (2004a) abrangem os seguintes pontos:

- I – Rights of shareholders;*
- II – Equitable treatment of shareholders;*
- III – Role of Stakeholders (they should have access to relevant information);*
- IV – Disclosure and transparency;*
- V – Responsibilities of the board.<sup>24</sup>*

De acordo com a OECD (2004 a), há intenção de que os Princípios sejam concisos, compreensíveis e acessíveis à comunidade internacional.

No Brasil, especificamente, há o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, o qual, de acordo com o IBGC (2004d), tem como objetivo central indicar caminhos para todos os tipos de empresas, visando à melhoria de seu desempenho e à facilidade do acesso ao capital.

Esse código (IBGC, 2004d) possui como linhas principais os seguinte pontos:

- I – Transparência;
- II – Prestação de contas (accountability);
- III – Equidade.

Dentre os principais pontos abordados por esses dois códigos de governança corporativa, destaca-se como sendo o mais importante para fins desse estudo o de Evidenciação e Transparência.

A respeito desse assunto, a OECD (2004a) comenta que a estrutura de governança corporativa deve assegurar divulgação oportuna e precisa de todos os

---

<sup>24</sup> I – Direitos dos acionistas; II – Tratamento igualitário dos acionistas; III – Posição dos *stakeholders* (eles precisam ter acesso a informação relevante); IV – Evidenciação e transparência; V – Responsabilidades do conselho. (tradução livre).

fatos relevantes referentes à empresa, inclusive posição financeira, desempenho, participação acionária e governança.

Para o IBGC (2004d) “os acionistas têm direito a informações transparentes e oportunas com respeito às empresas onde estão investindo”.

A OECD também esclarece que um sistema rigoroso de divulgação pode ajudar a atrair e manter a confiança nos mercados de capitais.

Para o IBGC (2004d):

O código exige que executivo principal (CEO) e a diretoria satisfaçam às diferentes necessidades de informação dos proprietários, do conselho de administração, da auditoria independente, do conselho fiscal, das partes interessadas (stakeholders) e do público em geral.

Verifica-se, assim, que evidenciação e transparência consubstanciam-se em um dos principais pilares da governança corporativa, de grande destaque em todas as reflexões sobre o assunto e também presente na maioria dos códigos existentes na atualidade.

Dessa maneira, esse estudo pretende investigar, empiricamente, se a evidenciação é importante para a diminuição do risco das empresas no mercado de capitais brasileiro.

## **2.5 Mercado de Ações**

Pode-se entender o mercado financeiro como um conjunto de instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar a transferência de recursos dos ofertadores para os tomadores, criando condições de liquidez no mercado.

De acordo com Andrezo e Lima (1999, p. 3), o mercado financeiro pode ser basicamente dividido em duas categorias:

- Mercado de Crédito: composto por instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar operações de curto ou médio prazo.
- Mercado de Capitais: composto por instituições e instrumentos financeiros destinados a possibilitar operações de médio ou longo prazo.

As operações realizadas em Bolsa de Valores são o melhor exemplo de operações compreendidas por esta última categoria. Assim, nesta está inserido o mercado acionário.

Ações são títulos que representam frações do capital das empresas denominadas Sociedades Anônimas, as quais podem ser de capital fechado ou aberto<sup>25</sup>, sendo regulamentadas pela Lei nº 6.404/76. No entanto, se forem de capital aberto, além da referida lei, devem ser registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e têm obrigação de prestar informações periódicas ao mercado sobre seu comportamento social, econômico e financeiro.

Existem dois tipos de ações:

Ordinárias: conferem a seu titular o direito de votar nas assembleias gerais de acionistas e nas extraordinárias. Os acionistas ordinários podem eleger e destituir os membros da diretoria e do Conselho Fiscal da companhia, decidir sobre o destino dos lucros, reformar o estatuto social e outros.

---

<sup>25</sup> O art. 4º da Lei nº 6.404/76 determina que são consideradas companhias abertas aquelas que têm seus valores mobiliários negociados em Bolsa de Valores ou em Mercado de Balcão. Caso isso não ocorra, tem-se uma companhia de capital fechado.

Preferenciais: não dão ao titular o direito de voto, mas proporcionam a ele prioridade no recebimento do dividendo e, em caso de dissolução da sociedade, têm preferência no reembolso do capital.

No entanto, há três situações nas quais os acionistas preferenciais passam a ter direito a voto:

- quando a empresa passa três anos consecutivos sem pagar dividendos aos acionistas preferenciais;
- quando os títulos são conversíveis em ações ordinárias;
- quando as ações preferenciais têm direito a voto por força de estipulação dos próprios estatutos da empresa.

Desse modo, o poder de decisão concentra-se no investidor ou grupo de investidores detentores da maior parte das ações ordinárias. Sociedades que tenham suas ações ordinárias concentradas nas mãos de poucos investidores possuem seu controle bem identificado, dificultando as livres negociações de mercado e os movimentos dos preços.

Já uma maior pulverização das ações propicia melhores condições para que investidores com pequena participação assumam o controle da empresa.

Essas duas características citadas acima, concentração ou pulverização do controle acionário no mercado, dependem do desenvolvimento do mercado de capitais no qual a empresa está inserida.

Quanto mais desenvolvido o mercado de capitais, há a tendência de que o controle possa ser exercido com baixos níveis de participação acionária, sendo o volume de ações negociadas em bolsa bastante significativo. Dessa forma, os preços no mercado tendem a refletir o valor efetivo da empresa, incluindo o prêmio pelo seu controle.

Quanto ao desempenho dos mercados de capitais, existem indicadores que tentam demonstrá-lo, dentre os quais têm-se os índices. Esses indicadores representam o comportamento dos preços das ações de determinado setor da economia e do comportamento geral das ações no mercado à vista.

De acordo com Assaf (2001, p. 229), os índices de Bolsa de Valores são valores que medem o desempenho médio de preços de supostas carteiras de ações, refletindo o comportamento do mercado em determinado intervalo de tempo.

Brito (1989, p. 137) comenta que os índices do mercado à vista de ações são utilizados como:

- I – indicadores gerais de tendência do mercado;
- II – instrumentos de suporte ao processo de administração de investimentos; e
- III – instrumentos de negociação explícita em mercados futuros.

Assim, os índices do mercado acionário são bastante úteis, uma vez que, ao refletir o comportamento dos investimentos em ações, reflete as tendências gerais da economia. O mais conhecido indicador de desempenho, no mundo, é o índice Dow Jones, que reflete o desempenho da Bolsa de Valores de Nova York, considerada a principal bolsa do mundo.

Dentre os principais indicadores existentes no Brasil, têm-se, dentre outros, o Ibovespa e o IBX. Conforme a Bovespa (2004), “o Índice Bovespa é o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado de ações brasileiro. Sua relevância advém do fato do Ibovespa retratar o comportamento dos principais papéis negociados na Bovespa (...)”. Ressalta-se que a Bovespa é a principal bolsa do país.

As ações componentes desse índice são escolhidas principalmente por sua representatividade em termos de volume de negócios e a cada quadrimestre a carteira do Ibovespa é reavaliada, sendo feitas as alterações necessárias que



podem incluir ou excluir ações e mudar a participação percentual da ação na Carteira.

De acordo com a Bovespa (2004), “a finalidade básica do Ibovespa é a de servir como indicador médio do comportamento do mercado”. Contudo, uma das principais críticas a esse índice é a sua excessiva concentração em poucas ações.

A representatividade do Ibovespa está baseada em dois pontos:

- **Liquidez:** as ações integrantes da carteira teórica do Ibovespa respondem por mais de 80% do número de negócios e do volume financeiro verificados no mercado à vista da Bovespa.
- **Capitalização:** as empresas emissoras das ações integrantes da carteira teórica do Ibovespa são responsáveis, em média, por aproximadamente 70% do somatório da capitalização bursátil de todas as empresas com ações negociáveis na Bovespa.

Assim, em função de todas essas características apresentadas pelas ações integrantes do Ibovespa, as empresas que compõem a amostra desse estudo são aquelas participantes do referido índice, garantindo assim a representatividade da amostra (LEITE e SANVICENTE, 1995, p. 42-61).

### 3 VOLATILIDADE DO RETORNO DAS AÇÕES

Esse capítulo visa discutir aspectos conceituais relacionados a risco e, particularmente, a volatilidade das ações, um dos principais assuntos deste trabalho.

A percepção de risco está presente em todas decisões, entretanto, há uma grande complexidade em sua conceituação precisa e consensual. No entanto, alguns autores o define.

Gitman (1997) apresenta duas definições para risco. Na primeira, (1997, p. 17) define risco como a possibilidade de que os resultados possam diferir daqueles esperados. Na segunda, (1997, p. 202) define-o como sendo a possibilidade de um prejuízo financeiro.

Para Solomon e Pringle (1981, p. 523), risco é o grau de incerteza a respeito de um evento.

Segundo Bodie e Merton (2002, p. 258), risco constitui uma incerteza que 'importa', por afetar o bem estar das pessoas.

Verifica-se assim, que o conceito de risco pode ser entendido de diversas maneiras. Contudo, a idéia de incerteza está presente em todas as definições. Dessa forma, aceita-se a definição de Securato (1993, p. 28), "como a probabilidade de ocorrência do evento gerador da perda ou da incerteza".

No entanto, esse autor (1993, p. 30) comenta que muitas vezes a identificação do evento gerador da perda não pode ser efetuada e quando isso acontece, de acordo o mesmo autor (1993, p. 31), o conceito de risco está ligado à distribuição de probabilidade da variável em questão e ele ainda afirma que "dada uma distribuição de probabilidades de uma variável aleatória objetivo a decisão será tomada com base na média da distribuição".

Ao tomar uma decisão levando-se em consideração o valor médio da distribuição, corre-se o risco de que essa média não seja representativa da distribuição.

Securato (1993, p. 31) também expõe que:

A grande questão é saber se esta média é uma boa representação, ou não, da distribuição de probabilidades. A resposta a esta questão é dada pelo desvio-padrão, que nos informa o grau de concentração das probabilidades em torno da média. Quanto menor o desvio, maior a concentração de probabilidades em torno da média e, portanto, mais representativa é a média; naturalmente, quanto maior o desvio, menos a média representa a distribuição.

Partindo-se desse conceito, risco pode ser entendido como o desvio-padrão da variável que está sendo analisada.

No presente estudo, a variável analisada é a cotação das ações, os quais oferecem resultados ao investidor baseados no seu comportamento de mercado. Assim, o investimento em ações envolve a aceitação de certo grau de risco com relação às oscilações de suas cotações de mercado, entre outros.

De acordo com Assaf Neto (2001, p. 212), podem ser identificados dois grandes tipos de risco no investimento em ações: risco da empresa captadora de recursos e risco do mercado.

O risco da empresa se refere àqueles associados à própria atividade da empresa, às características do mercado em que esta opera e também à capacidade em liquidar seus compromissos financeiros assumidos.

Quanto ao risco de mercado, Assaf Neto (2001, p. 213) comenta que:

É identificado pela variabilidade dos retornos de um título em relação ao seu valor médio, denotando menor confiança ao investidor quanto maior for essa variância. Investimentos com retornos mais centrados em seu ponto médio são capazes de oferecer uma melhor aproximação do desempenho esperado futuro.

Assim, quanto maior for a variância de uma ação, maior será seu risco.

Dessa forma, a volatilidade do retorno das ações é calculada do seguinte modo:

$$\text{Volatilidade} = DP(R),$$

Sendo que o retorno da ação se calcula da seguinte maneira:

$$R_t = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

Onde:  $P_t$  = preço no dia  $t$

$P_{t-1}$  = preço no dia  $t - 1$

$\ln$  = logaritmo neperiano

Dessa forma, de acordo com essa metodologia, são calculadas as volatilidades dos retornos das ações das empresas. As volatilidades dos retornos das ações foram calculadas a partir das cotações diárias das ações das empresas integrantes da amostra desse estudo, no período compreendido entre 02/01/2002 a 30/04/2003. As volatilidades dos retornos das ações calculadas são apresentadas na seção 5.5 desse trabalho.

Como visto ao longo desse capítulo, a fundamentação teórica a respeito da contabilidade como fornecedora de informações (mais diretamente relacionada à evidenciação e transparência) e sua relação com a Governança Corporativa visa a dar suporte ao desenvolvimento empírico desse trabalho.

A seguir, analisa-se a legislação brasileira vigente relacionada à evidenciação de informações de natureza econômico-financeira no conjunto das demonstrações contábeis das empresas de capital aberto.

## **4 NORMAS BRASILEIRAS ATUAIS SOBRE EVIDENCIAÇÃO**

Esse capítulo visa à análise das normas vigentes relacionada à obrigatoriedade de evidenciação de informações contábeis nas demonstrações das Sociedades Anônimas abertas, sendo analisadas leis, instruções, pareceres de orientação e outros, os quais se referem à divulgação das informações de natureza econômico-financeira.

A base legal que regulamenta as Sociedades Anônimas e dispõe sobre a obrigatoriedade de divulgação de informações nas demonstrações contábeis é a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Há também pareceres e instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) objetivando a complementação da referida Lei.

Analisa-se, também, as informações consideradas importantes, mas ainda em caráter voluntário.

Ressalta-se, neste capítulo, a legislação atual, contudo para a análise do nível de evidenciação das empresas utilizam-se as regulamentações aplicáveis à época das demonstrações analisadas. Desse modo, as regulamentações posteriores a janeiro de 2003 foram desconsideradas para a análise do nível de evidenciação.

### **4.1 Demonstrações Contábeis**

A Lei nº 6.404/76, alterada pela Lei nº 10.303 de 2001, em seu artigo 176, determina quais as demonstrações financeiras a serem divulgadas pelas Sociedades Anônimas. De acordo com esse artigo a companhia com base na sua escrituração mercantil, deve, ao fim de cada exercício, elaborar as seguintes demonstrações

financeiras: "I – balanço patrimonial; II – demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III – demonstração do resultado do exercício; IV – demonstração das origens e aplicações de recursos".

Em seu parágrafo 1º, determina que "as demonstrações de cada exercício serão publicadas com a indicação dos valores correspondentes das demonstrações do exercício anterior".

Quanto às demonstrações financeiras a serem publicadas pelas sociedades anônimas, a Lei buscou padronizá-las, detalhando a forma pela qual essas demonstrações devem ser evidenciadas aos seus usuários. Assim, o artigo 178 trata da classificação das contas para fins de apresentação do balanço patrimonial, como segue:

No balanço, as contas serão classificadas segundo os elementos do patrimônio que registrem, e agrupadas de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia.

Parágrafo 1º No ativo, as contas serão dispostas em ordem decrescente de grau de liquidez dos elementos nelas registrados, nos seguintes grupos:

- a) ativo circulante;
- b) ativo realizável a longo prazo;
- c) ativo permanente, dividido em investimento, ativo imobilizado e ativo diferido.

Parágrafo 2º No passivo, as contas serão classificadas nos seguintes grupos:

- a) passivo circulante;
- b) passivo exigível a longo prazo;
- c) resultados de exercícios futuros;
- d) patrimônio líquido, dividido em capital social, reservas de capital, reservas de reavaliação, reservas de lucros e lucros ou prejuízos acumulados.

Nos artigos 179 a 182, a Lei traz detalhes quanto ao conteúdo dos grupos de contas definidos no artigo 178. Já o artigo 186 determina a forma de divulgação da demonstração de lucros ou prejuízos acumulados, e esta deve discriminar:

- I – o saldo do início do período, os ajustes de exercícios anteriores e a correção monetária do saldo inicial;
  - II – as reversões de reservas e o lucro líquido do exercício;
  - III – as transferências para reservas, os dividendos, a parcela dos lucros incorporada ao capital e o saldo ao fim do período.
- (...)

Parágrafo 2º A demonstração de lucros ou prejuízos acumulados deverá indicar o montante do dividendo por ação do capital social e poderá ser incluída na demonstração das mutações do patrimônio líquido se elaborada e publicada pela companhia.

O artigo 187 trata da demonstração do resultado do exercício, devendo especificar:

- I – a receita bruta das vendas e serviços, as deduções das vendas, os abatimentos e os impostos;
- II – a receita líquida das vendas e serviços, o custo das mercadorias e serviços vendidos e o lucro bruto;
- III – as despesas com vendas, as despesas financeiras, deduzidas das receitas, as despesas gerais e administrativas, e outras despesas operacionais;
- IV – o lucro ou prejuízo operacional, as receitas e despesas não operacionais;
- V – o resultado do exercício antes do Imposto de renda e a provisão para o imposto;
- VI – as participações de debêntures, empregados, administradores e partes beneficiárias, e as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados;
- VII – o lucro ou prejuízo líquido do exercício e o seu montante por ação do capital social.

Como se pode notar, esse artigo trata da demonstração do resultado de forma bastante detalhada, porém esta não deve ser encarada como uma limitação aos profissionais, os quais, conforme Falcão (1993, p. 39), “não devem ficar apegados ao texto legal, mas sim procurar dar-lhe a melhor interpretação para atingir os objetivos de seu trabalho, que é o de fornecer informações fidedignas a um nível de detalhes que satisfaça as diversas categorias de usuários.”

Já o artigo 188 detalha os itens a serem divulgados na demonstração de origens e aplicações de recursos indicando as modificações na posição financeira da companhia:

- I - as origens dos recursos, agrupadas em:
  - a) lucro do exercício, acrescido de depreciação, amortização ou exaustão e ajustado pela variação nos resultados de exercícios futuros;
  - b) realização do capital social e contribuições para reservas de capital;
  - c) recursos de terceiros, originários do aumento do passivo exigível a longo prazo, da redução do ativo realizável a longo prazo e da alienação de investimentos e direitos do ativo imobilizado;
- II - as aplicações de recursos, agrupadas em:

- a) dividendos distribuídos;
- b) aquisição de direitos do ativo imobilizado;
- c) aumento do ativo realizável a longo prazo, dos investimentos e do ativo diferido;
- d) redução do passivo exigível a longo prazo;

III – o excesso ou insuficiência das origens de recursos em relação às aplicações, representando aumento ou redução do capital circulante líquido;

IV – os saldos, no início e no fim do exercício, do ativo e passivo circulantes, o montante do capital circulante líquido e o seu aumento ou redução durante o exercício.

Quanto a essa demonstração, a tendência internacional é a sua substituição pela demonstração do fluxo de caixa.

No Brasil, essa tendência também existe, pois o projeto para alteração da Lei 6.404/76 prevê essa substituição.

No artigo 249, a Lei trata das demonstrações financeiras consolidadas e estabelece que a companhia aberta detentora de mais de trinta por cento do valor do seu patrimônio líquido, representado por investimentos em sociedades controladas, deve elaborar e divulgar, juntamente com suas demonstrações financeiras, demonstrações consolidadas, observando as normas de consolidação estabelecidas no artigo 250. Em seu parágrafo único, o artigo 249 estabelece que a CVM pode expedir normas sobre as sociedades cujas demonstrações devam ser abrangidas na consolidação e determinar a inclusão de sociedades as quais, embora não controladas, sejam financeira ou administrativamente dependentes da companhia, bem como autorizar, em casos especiais, a exclusão de uma ou mais sociedades controladas.

Quanto ao 'Grupo de Sociedades', a Lei estabelece, em seu artigo 275, que, além da publicação das demonstrações financeiras referentes a cada uma das companhias componentes do grupo, é preciso publicar demonstrações consolidadas, compreendendo todas as sociedades do grupo, elaboradas com



observância do disposto no artigo 250. As demonstrações consolidadas do grupo são publicadas juntamente com as da sociedade de comando, tendo de ser obrigatoriamente auditadas por auditores independentes registrados na CVM e observando as normas expedidas por essa comissão.

Por fim, a Lei 6.404/76, no capítulo concernente às 'Disposições Gerais' (artigo 289), institui que as publicações devem ser feitas no órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal e em outro jornal de grande circulação editado na localidade da sede da companhia. A CVM também pode determinar que as publicações sejam efetuadas, também, em jornal de grande circulação nas localidades onde os valores mobiliários da companhia sejam negociados em bolsa ou em mercado de balcão. Em seu parágrafo 7º, esclarece que as companhias abertas podem, ainda, disponibilizar as referidas demonstrações pela rede mundial de computadores.

## 4.2 Relatório da Administração

Quanto ao relatório da administração, a Lei nº 6.404/76 apenas cita alguns itens que devem ser evidenciados, sendo eles, de acordo com a lei em questão:

a) aquisição de debêntures de sua própria emissão, estabelecido em seu artigo 55, parágrafo 2º:

É facultado à companhia adquirir debêntures de sua emissão, desde que por valor igual ou inferior ao normal, devendo o fato constar do **relatório da administração** e das demonstrações financeiras. (grifo da autora).

b) política de reinvestimento de lucros e distribuição de dividendos, proposto em seu artigo 118, parágrafo 5º:

No **relatório anual**, os órgãos da administração da companhia aberta informarão à assembléia geral as disposições sobre política de

reinvestimentos de lucros e distribuição de dividendos, constantes de acordos de acionistas arquivados na companhia. (grifo da autora).

c) negócios sociais e principais fatos administrativos ocorridos no exercício, determinados em seu artigo 133, inciso I:

Os administradores devem comunicar, (...)

I – o **relatório da administração** sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo. (grifo da autora).

d) investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e as modificações ocorridas, estabelecidos em seu artigo 243:

O **relatório anual da administração** deve relacionar os investimentos da companhia em sociedades coligadas e controladas e mencionar as modificações ocorridas durante o exercício. (grifo da autora).

Em seu parágrafo 3º, esse artigo também dispõe que a companhia aberta divulgue as informações adicionais sobre coligadas e controladas, exigidas pela CVM.

Embora a Lei nº 6.404/76 trate apenas de alguns itens a serem evidenciados, a CVM complementa os mesmos através de Pareceres de Orientação.

O primeiro Parecer de Orientação emitido pela CVM, quanto às divulgações a serem feitas no relatório anual da administração, foi o Parecer de Orientação CVM nº 15, de 28 de dezembro de 1987, referendado posteriormente nos Pareceres de Orientação CVM nºs 17/89 e 18/90.

De acordo com a CVM, esse parecer foi emitido com a finalidade de orientar todas as companhias abertas e os auditores independentes sobre a elaboração e publicação das demonstrações financeiras, notas explicativas, relatório da administração e parecer de auditoria.

Com o objetivo de melhorar a qualidade das informações levadas ao mercado e continuar reduzindo as republicações, a CVM pronunciou-se quanto às

informações a serem divulgadas no relatório anual da administração e notas explicativas.

Em relação ao relatório anual da administração, a justificativa da CVM para emitir esse parecer, bem como os principais aspectos a serem divulgados, são abordados a seguir:

(...) tem sido expressivo o número de empresas que o apresentam de modo sucinto utilizando para tanto as mais variadas justificativas, entre as quais ressaltamos a de que os informes necessários para análise dos aspectos em questão já estão contidos nas notas explicativas.

Tal procedimento (...) não é compatível com a postura que se espera de uma companhia aberta, acarretando a perda de uma valiosa oportunidade da companhia ser melhor conhecida e avaliada pelo público investidor, (...) Outro ponto que deve ser observado na confecção dos relatórios diz respeito ao conteúdo, não sendo válida a simples apresentação de percentuais que podem ser obtidos por qualquer leitor das demonstrações contábeis visto que a informação relevante diz respeito ao comentário ou apreciação dos fatores endógenos e exógenos que influenciaram as variações ocorridas (...).

Esse parecer de orientação esclarece que a divulgação de informações úteis, fidedignas e detalhadas, possibilitando o conhecimento da companhia e de seus objetivos e políticas, é um direito essencial do acionista e o relatório da administração não deve ser excluído dessa premissa. Dessa forma, tanto a falta de informações quanto a inclusão de estudos e fatos genéricos não relativos à situação particular da companhia constituem desatendimento ao interesse e ao direito do investidor.

O relatório, como peça integrante das demonstrações financeiras, deve complementar as demonstrações contábeis e notas explicativas, manifestando coerência com a situação nelas espelhadas. Deve, também, ser redigido em uma linguagem simples para ser acessível ao maior número possível de leitores.

De acordo com esse parecer de orientação, o relatório da administração pode e deve transformar-se em um elemento poderoso de comunicação entre a companhia, seus acionistas e a comunidade onde está inserida.

Esse parecer de orientação apresenta uma relação de itens que constituem informações que devem ser divulgadas, listadas a seguir:

a) Descrição dos negócios, produtos e serviços:

- histórico das vendas físicas dos dois últimos anos;
- vendas em moeda de poder aquisitivo constante;
- descrição e análise por segmento ou linha de produto, se relevantes para a sua compreensão e avaliação.

b) Comentários sobre a conjuntura econômica geral:

- concorrência nos mercados;
- atos governamentais;
- outros fatores exógenos relevantes sobre o desempenho da companhia.

c) Recursos humanos:

- número de empregados no término dos dois últimos exercícios;
- *turnover* nos dois últimos anos;
- segmentação da mão-de-obra segundo localização geográfica;
- nível educacional;
- investimento em treinamento;
- fundos de seguridade e outros planos sociais.

d) Investimentos:

- descrição dos principais investimentos realizados;
- objetivos, montantes e origens dos recursos alocados.

e) Pesquisa e desenvolvimento:

- descrição sucinta dos projetos, recursos alocados, montantes aplicados e situação dos projetos.

f) Novos produtos e serviços:

- descrição de novos produtos, serviços e expectativas a eles relativos.

g) Proteção ao meio-ambiente:

- descrição das políticas;
- objetivos dos investimentos efetuados;
- montante aplicado.

h) Reformulações administrativas:

- descrição das mudanças administrativas, reorganizações societárias e programas de racionalização.

i) Investimentos em controladas e coligadas:

- indicação dos investimentos efetuados e objetivos pretendidos com as inversões.

j) Direitos dos acionistas e dados de mercado:

- políticas relativas à distribuição de direitos;
- desdobramentos e grupamentos de ações;
- valor patrimonial das ações por ação;
- negociação e cotação das ações em Bolsa de Valores.

k) Perspectivas e planos para o exercício em curso e os futuros:

- expectativa da administração quanto ao exercício corrente, baseada em premissas e fundamentos explicitamente colocados.

l) Em se tratando de companhia de participações, o relatório deve contemplar as informações citadas nesse parecer, mesmo que de forma sucinta, relativas às empresas investidas.

Um detalhe importante ressaltado por esse parecer é o fato de que essas sugestões não devem inibir a criatividade da administração ao elaborar o seu relatório.

As informações sobre a prestação de serviços, pelo auditor independente, que não sejam de auditoria externa, é outra questão que passa a ter exigência de divulgação. A esse respeito, a Instrução CVM nº 381, de 14 de janeiro de 2003, dispõe sobre a necessidade de divulgação no relatório da administração dos seguintes dados:

- a data da contratação, o prazo de duração, se superior a um ano, e a indicação da natureza de cada serviço prestado;
- o valor total dos honorários contratados e o seu percentual em relação aos honorários relativos aos serviços de auditoria externa;
- a política ou procedimentos adotados pela companhia para evitar a existência de conflito de interesse, perda de independência ou objetividade de seus auditores independentes;
- resumo da justificativa do auditor pela não perda de independência.

Dessa forma, essa instrução passa a exigir a divulgação de informações referentes à prestação de outros serviços pelo auditor independente nas empresas por ele auditadas, tentando assim, evitar conflitos de interesses e perda de independência do auditor externo.

### 4.3 Notas Explicativas

A Lei nº 6.404/76, em seu artigo 176, parágrafo 4º, determina que “as demonstrações serão complementadas por notas explicativas e por outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessários para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício”.

A respeito desse assunto, a CVM, em seu Ofício-Circular CVM/PTE nº 309, de 17 de dezembro de 86, expõe:

Sendo a evidenciação ('disclosure') um dos objetivos básicos da Contabilidade, de modo a garantir aos usuários informações completas e confiáveis sobre a situação financeira e os resultados da companhia, as notas explicativas que integram as demonstrações financeiras devem apresentar informações quantitativas de maneira ordenada e clara. As notas explicativas deverão discriminar, com clareza e objetividade, os esclarecimentos necessários ao correto entendimento do conteúdo das demonstrações financeiras (...).

No 5º parágrafo do artigo 176 da Lei nº 6.404/76 são determinados quais fatores devem ser indicados nas notas explicativas:

- a) Os principais critérios de avaliação dos elementos patrimoniais, especialmente estoques, dos cálculos de depreciação, amortização e exaustão, de constituição de provisão para encargos ou riscos, e de ajustes para atender a perdas prováveis na realização de elementos do ativo;
- b) os investimentos em outras sociedades, quando relevantes;
- c) o aumento de valor de elementos do ativo resultante de novas avaliações;
- d) os ônus reais constituídos sobre elementos do ativo, as garantias prestadas a terceiros e outras responsabilidades eventuais e contingentes;
- e) a taxa de juros, as datas de vencimento e as garantias das obrigações a longo prazo;
- f) o número, espécies e classes das ações do capital social;
- g) as opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício;
- h) os ajustes de exercícios anteriores;

i) os eventos subsequentes à data de encerramento do exercício que tenham, ou possam vir a ter, efeito relevante sobre a situação financeira e os resultados futuros da companhia.

No artigo 177, parágrafos 1 a 3, a Lei também aborda alguns aspectos a serem evidenciados:

Parágrafo 1º As demonstrações financeiras do exercício em que houver modificações de métodos ou critérios contábeis, de efeitos relevantes, deverão indicá-la em nota e ressaltar esses efeitos.

Parágrafo 2º A companhia observará em registros auxiliares, sem modificação da escrituração mercantil e das demonstrações reguladas nesta lei, as disposições da lei tributária, ou de legislação especial sobre a atividade que constitui seu objeto, que prescrevam métodos ou critérios contábeis diferentes ou determinem a elaboração de outras demonstrações financeiras.

Parágrafo 3º As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, e serão obrigatoriamente auditadas por auditores independentes registrados na mesma comissão.

Assim, a lei explicita claramente a necessidade de evidenciação dos efeitos relevantes provocados por mudança de critério contábil, quando houver, e ainda que a companhia deve observar, em registros auxiliares, disposições fiscais ou de legislação específica divergentes das estabelecidas na referida lei.

Dessa forma, a lei trouxe importante avanço para a Contabilidade no Brasil, segregando a Contabilidade Fiscal da Societária, sendo esta última mais próxima aos aspectos conceituais da Contabilidade.

A respeito desse assunto, segundo Hendriksen e Van Breda (1999, p. 23), “quando exploramos as origens teóricas da contabilidade fiscal, descobrimos rapidamente que os objetivos da contabilidade fiscal são muito distintos dos objetivos de divulgação de dados financeiros”.

Desse modo, a separação entre contabilidade, essa entendida como ciência, a qual possui princípios a serem seguidos, e contabilidade fiscal é muito importante, uma vez que as empresas passam a estar sob um mesmo arcabouço conceitual.



Nesse sentido, Hendriksen e Van Breda (1999, p. 24) comentam que:

Infelizmente, as normas de legislação fiscal têm exercido efeitos adversos sobre a teoria e os princípios contábeis em muitas áreas. A tendência no sentido de aceitar as normas de imposto de renda como princípios e práticas contábeis aceitos é lamentável.

Além dessas importantes alterações, a lei torna obrigatório o exame das demonstrações contábeis, por parte dos auditores independentes, tornando-as mais confiáveis e institui a CVM como órgão regulamentador e fiscalizador das Sociedades Anônimas Abertas.

Em seu artigo 247, a Lei nº 6.404/76 estabelece quais informações devem ser evidenciadas, em notas explicativas, em relação aos investimentos relevantes, sendo necessários:

- I – a denominação da sociedade, seu capital social e patrimônio líquido;
- II – o número, espécies e classes de ações ou quotas de propriedade da companhia, e o preço de mercado das ações, se houver;
- III – o lucro líquido do exercício;
- IV – os créditos e obrigações entre a companhia e as sociedades coligadas e controladas;
- V – o montante das receitas e despesas em operações entre a companhia e as sociedades coligadas e controladas.

Em relação à Lei 6.404/76, os artigos acima descritos são os principais referente à evidenciação de informações. Observa-se, assim, que a lei é muito sucinta ao tentar expor quais itens devem ser evidenciados nas notas explicativas, assim como quando relaciona alguns itens a serem evidenciados no relatório da administração.

No entanto, a CVM através de pareceres e instruções, complementa a relação das informações estabelecidas pela Lei nº 6.404/76, determinando a apresentação, em nota, de diversas outras informações necessárias ao esclarecimento e análise da situação econômico-financeira e dos resultados da companhia.

A seguir são relacionados, em ordem alfabética, os principais itens que devem ser objeto de divulgação em nota explicativa, os principais elementos a serem evidenciados e as respectivas disposições normativas que os instituem como itens a serem divulgados.

**Ações em tesouraria:** segundo a Instrução CVM nº 10/80, alterada pela Instrução CVM nº 390/2003, a nota referente a esse assunto deve indicar:

- o objetivo ao adquirir suas próprias ações;
- a quantidade de ações, por espécie e classe, adquiridas ou alienadas durante o exercício;
- o custo médio ponderado de aquisição, bem como os custos mínimo e máximo;
- o resultado líquido das alienações ocorridas no exercício;
- o valor de mercado das espécies e classes das ações em tesouraria, baseado na última cotação, em bolsa ou balcão.
- o montante de correção monetária das ações em tesouraria.

**Ajustes de exercícios anteriores:** de acordo com o artigo 176 da Lei nº 6.404/76, com o Ofício-Circular CVM/PTE nº 309/86, com a Nota Explicativa referente à Instrução CVM nº 59/86 e com o Parecer de Orientação 18/90, a companhia deve informar:

- a natureza dos ajustes;
- os fundamentos dos ajustes.

**Arrendamento Mercantil, na arrendatária:** de acordo com o Parecer de Orientação CVM nº 15/87, as companhias abertas arrendatárias devem evidenciar os seguintes elementos:

- valor do ativo e do passivo que existiriam se tais contratos tivessem sido registrados como compra financiada;
- os efeitos dessas operações no resultado e no patrimônio líquido;
- informações sobre esses contratos.

**Ativo diferido:** o Parecer de Orientação CVM nº 18/90 determina que devem ser divulgados:

- sua composição;
- os critérios para amortização;
- para os projetos incentivados deve-se especificar a situação na qual se encontram.

**Benefícios a empregados:** de acordo com a Deliberação CVM nº 371/00, as seguintes informações devem ser divulgadas nas demonstrações contábeis da entidade patrocinadora:

- a política contábil adotada pela companhia no reconhecimento dos ganhos e perdas atuariais;
- uma descrição geral das características do plano;
- uma conciliação dos ativos e passivos reconhecidos no balanço, demonstrando pelo menos:
  - o valor presente, na data do balanço, das obrigações atuariais que estejam totalmente descobertas;

- o valor presente, na data do balanço, das obrigações atuariais (antes de deduzir o valor justo dos ativos do plano) que estejam total ou parcialmente cobertas;
- o valor justo dos ativos do plano na data do balanço;
- o valor líquido de ganhos ou perdas atuariais não reconhecido no balanço;
- o valor do custo do serviço passado ainda não reconhecido no balanço;
- qualquer valor não reconhecido como ativo;
- um demonstrativo da movimentação do passivo (ativo) atuarial líquido, no período;
- o total de despesa reconhecida na demonstração do resultado para cada um dos seguintes itens:
  - o custo do serviço corrente;
  - o custo dos juros;
  - o rendimento efetivo e o esperado sobre os ativos do plano;
  - as perdas e ganhos atuariais;
  - o custo do serviço passado amortizado; e
  - o efeito de qualquer aumento, ou redução ou liquidação antecipada do plano.
- as principais premissas atuariais utilizadas na data do balanço, incluindo, quando aplicável:
  - as taxas utilizadas para o desconto a valor presente da obrigação atuarial;
  - as taxas de rendimento esperadas sobre os ativos do plano;

- os índices de aumentos salariais estimados; e
- qualquer outra premissa relevante utilizada.

**Capacidade ociosa:** o Parecer de Orientação CVM nº 24/92 determina que a companhia deve informar:

- a dimensão do fato.

**Capital social:** conforme o artigo 176 da Lei nº 6.404/76 e o Parecer de Orientação CVM nº 4/79, a companhia deve divulgar:

- o número, espécies e classes de ações que compõem o capital social;
- quantidade e valor nominal, se houver, para cada espécie e classe;
- vantagens e preferências conferidas às diversas classes de ações.

**Capital social autorizado:** conforme a Nota Explicativa referente à instrução CVM nº 59/86, a companhia detentora de capital autorizado deve divulgar esse fato, especificando:

- o limite de aumento autorizado, em valor do capital e em número de ações, e as espécies e classes que poderão ser emitidas;
- o órgão competente para deliberar sobre as emissões (AGE ou CA);
- as condições a que estarão sujeitas as emissões;
- casos ou condições sobre direitos de preferência para subscrição, ou inexistência desse direito;
- opção de compra de ações, se houver, aos administradores, empregados ou outras pessoas.

**Continuidade normal dos negócios:** o Parecer de Orientação CVM nº 21/90 estabelece que quando for identificada a situação de risco de paralisação total ou parcial dos negócios, a companhia deve divulgar:

- detalhes sobre os planos e possibilidades de sua recuperação ou não, ante o risco iminente de continuar as suas atividades normais.

**Créditos Eletrobrás:** a Deliberação CVM nº 70/89 estabelece que devem ser divulgados:

- o critério utilizado para a constituição da provisão para perdas;
- montantes envolvidos;
- saldos dos empréstimos ainda não convertidos em ações.

**Debêntures:** segundo o Parecer de Orientação CVM nº 21/90, a companhia deve divulgar:

- os termos das debêntures, inclusive a existência de cláusula de opção de repactuação e os períodos em que devem ocorrer as repactuações;
- aquisição de suas próprias debêntures.

**Demonstrações contábeis consolidadas:** a Instrução CVM nº 247/96, que revoga a Instrução CVM nº 15/80, determina que as companhias obrigadas a elaborar demonstrações contábeis consolidadas, conforme artigo 275 da Lei nº 6.404/76, devem divulgar:

- critérios adotados na consolidação e as razões pelas quais foi realizada a exclusão de determinada controlada;

- eventos subseqüentes à data de encerramento do exercício social os quais tenham, ou possam vir a ter, efeito relevante sobre a situação financeira e os resultados consolidados;
- efeitos, nos elementos do patrimônio e resultado consolidados, da aquisição ou venda de sociedade controlada, no transcorrer do exercício social, assim como da inserção de controlada no processo de consolidação, para fins de comparabilidade das demonstrações contábeis;
- eventos que ocasionaram diferença entre os montantes do patrimônio líquido e do lucro líquido ou prejuízo da investidora, em confronto com os correspondentes montantes do patrimônio líquido e do lucro líquido ou prejuízos consolidados;
- o montante dos principais grupos do ativo, passivo e resultado das sociedades controladas em conjunto, bem como o percentual de participação em cada uma delas.

**Dividendo por ação:** conforme o artigo 186, parágrafo 2º, da Lei nº 6.404/76 e a Instrução CVM nº 59/86 a companhia deve divulgar:

- o montante do dividendo por ação do capital social, por espécie e classe de ações, observando as diferentes vantagens e a existência de ações em tesouraria.

**Dividendos:** o Parecer de Orientação CVM nº 15/87, reiterado pelos Pareceres de Orientação CVM nºs 17/89, 18/90 e 21/90, determina que devem ser divulgados os seguintes elementos:

- demonstração do cálculo do dividendo proposto pela administração;

- política de pagamento e perspectivas de manutenção dessa política para os próximos exercícios;

**Empreendimentos em fase de implantação:** conforme o Parecer de Orientação CVM nº 17/89, referendado no Parecer de Orientação 18/90, a companhia deve informar:

- a atitude adotada com relação aos ganhos de empreendimento em fase de implantação;
- a causa do referido ganho.

**Equivalência patrimonial:** conforme a Lei nº 6.404/76, em seu artigo 247, e a Instrução CVM nº 247/96, que revoga a Instrução CVM nº 1/78, a companhia deve divulgar:

- denominação da coligada e controlada, o número, espécie e classe de ações ou de cotas de capital possuídas pela investidora;
- o percentual de participação no capital social e no capital votante;
- preço de negociação em bolsa de valores, se houver;
- patrimônio líquido, lucro líquido ou prejuízo do exercício;
- montante dos dividendos propostos ou pagos, relativos ao mesmo período;
- créditos e obrigações entre a investidora e as coligadas e controladas especificando prazos, encargos financeiros e garantias;
- avais, garantias, fianças, hipoteca ou penhor concedidos em favor de coligadas ou controladas;
- receitas e despesas em operações entre a investidora e as coligadas e controladas;



- montante individualizado do ajuste, no resultado e patrimônio líquido, decorrente da avaliação do valor contábil do investimento pelo método da equivalência patrimonial e o saldo de cada investimento no final do período;
- memória de cálculo do montante individualizado do ajuste, quando este não decorrer somente da aplicação do percentual de participação no capital social sobre os resultados da investida, se relevante;
- base e fundamento adotados para a constituição e amortização do ágio ou deságio e montantes não amortizados, bem como critérios, taxa de desconto e prazos utilizados na projeção de resultados;
- condições estabelecidas em acordo de acionistas, com respeito à influência na administração e distribuição de lucros, evidenciando os números relativos aos casos em que a proporção do poder de voto for diferente da proporção de participação no capital social votante, direta ou indiretamente;
- participações recíprocas existentes;
- efeitos no ativo, passivo, patrimônio líquido e resultado, decorrentes de investimentos descontinuados.

**Imposto de renda:** a Deliberação CVM nº 273/ 98 e a Instrução CVM nº 371/ 02 estabelecem que devem ser divulgados:

- montante dos impostos, corrente e diferido, registrados no resultado, patrimônio líquido, ativo e passivo;
- natureza, fundamento e expectativa de prazo para a realização de cada ativo e obrigação fiscais diferidos;

- efeitos no ativo, passivo, resultado e patrimônio líquido decorrentes de ajustes por alteração de alíquotas ou por mudança na expectativa de realização ou liquidação dos ativos ou passivos diferidos;
- montantes das diferenças temporárias e dos prejuízos fiscais não utilizados para os quais não se reconheceu contabilmente um ativo fiscal diferido, com a indicação do valor dos tributos que não se qualificaram para esse reconhecimento;
- conciliação entre o valor debitado ou creditado ao resultado de imposto de renda e contribuição social e o produto do resultado contábil antes do IR multiplicado pelas alíquotas aplicáveis, divulgando-se também tais alíquotas e suas bases de cálculo;
- natureza e montante de ativos cuja base fiscal seja inferior a seu valor contábil;
- estimativa das parcelas de realização do ativo fiscal diferido, inclusive para a parcela do ativo fiscal diferido não registrada que ultrapassar o prazo de realização de 10 anos;
- efeitos decorrentes de eventual alteração na expectativa de realização do ativo fiscal diferido e respectivos fundamentos.

**Imposto de renda na fonte sobre o lucro líquido:** de acordo com o Parecer de Orientação CVM nº 18/90, devem ser divulgados:

- os critérios utilizados para o cálculo do referido imposto.

**Instrumentos financeiros:** a Instrução CVM nº 235/95 dispõe que as companhias abertas que possuem instrumentos financeiros, reconhecidos ou não nas demonstrações, devem divulgar em nota explicativa:

- o valor de mercado desses instrumentos;
- os critérios e as premissas adotados para a determinação desse valor de mercado;
- as políticas de atuação e controle das operações nos mercados derivativos e os riscos envolvidos.

**Investimentos societários no exterior:** de acordo com a Deliberação CVM nº 28/86, a companhia deve evidenciar:

- as mesmas informações requeridas para os investimentos em controladas/coligadas no país;
- critérios de apuração das demonstrações contábeis das investidas no exterior;
- critérios de conversão para a moeda nacional;
- os efeitos de eventuais mudanças no método de conversão ou no critério de avaliação dos investimentos.

**Obrigações de longo prazo:** além dos itens exigidos pela Lei nº 6.404/76, em seu artigo 176, o Parecer de Orientação CVM nº 04/79 determina que devem ser evidenciadas:

- a moeda na qual as obrigações foram contraídas;
- a forma de atualização das obrigações (juros, prazos, garantias).

**Ônus, garantias e responsabilidades eventuais e contingentes:** em complemento à Lei nº 6.404/76 (artigo 176), a Nota Explicativa referente à Instrução CVM nº 59/86 determina que devem ser evidenciados:

- fatos contingentes que gerarem reservas ou provisões, inclusive os de difícil cálculo de provisão;
- razões que impossibilitem a mensuração do valor.

**Programa de desestatização:** de acordo com o Parecer de Orientação CVM nº 24/92, devem ser divulgadas, no mínimo, as seguintes informações:

- modalidade operacional e estágio em que se encontra o processo de privatização;
- valor contábil do investimento privatizável e método de avaliação, valor patrimonial e valor de mercado, se for o caso, e o valor da avaliação;
- montante da provisão para desvalorização, ou perda permanente, e respectivo fundamento, ou esclarecimentos das razões que determinam o não provisionamento;
- transações com partes relacionadas;
- pendências judiciais e trabalhistas e recursos a serem utilizados na quitação de dívidas para com o setor público.

**Provisão para devedores duvidosos:** o Parecer de Orientação CVM nº 21/90 estabelece que devem ser divulgados:

- os critérios adotados para sua constituição;
- alterações no critério, ou na forma de sua aplicação.

**Provisão para imposto de renda e incentivos fiscais:** de acordo com o Ofício-Circular CVM/PTE nº 309/86, a companhia deve divulgar:

- a parcela relativa a incentivos fiscais embutida no valor bruto provisionado;
- fazer referência à disposição legal permissionária da utilização dos incentivos.

**Reavaliação:** em complemento à Lei nº 6.404/76 (artigo 176), a Deliberação CVM nº 27/86, referendada na Nota Explicativa referente à Instrução CVM nº 59/86, determina que a companhia tem a obrigação de divulgar as seguintes informações sobre reavaliações procedidas em seus ativos e nos de suas controladas/coligadas:

- histórico e data da reavaliação – somente no exercício da reavaliação;
- sumário, por conta, dos valores de avaliação, respectivos valores contábeis e valor da reserva constituída – somente no exercício da reavaliação;
- efeito no resultado do exercício, oriundo das depreciações, amortizações ou exaustões sobre as reavaliações e eventuais baixas;
- tratamento quanto aos dividendos e participações;
- utilização da reserva para aumento de capital ou compensação de prejuízos;
- reavaliações parciais (itens reavaliados) e em controladas.

**Receitas e despesas financeiras:** os Ofícios-Circulares CVM/PTE nºs 578/85 e 309/86 estabelecem que devem ser evidenciados, separadamente:

- os juros das avaliações monetárias, quer nas receitas, quer nas despesas;
- os juros e comissões das variações monetárias, tanto nas receitas como nas despesas.

**Remuneração dos administradores:** de acordo com o Parecer de Orientação CVM nº 4/79, a companhia deve divulgar o montante da remuneração.

**Reserva de Lucros a Realizar:** o Parecer de Orientação CVM nº 24/92, que consolida todos os pareceres anteriormente emitidos sobre esse assunto, determina que a companhia divulgue as seguintes informações:

- discriminação das origens dos montantes destinados à sua constituição;
- respectivos valores individualizados por modalidade de lucros a realizar;
- montante realizado no exercício e o respectivo fundamento;
- efeito futuro nos dividendos.

**Reservas – detalhamento:** a Instrução CVM nº 59/86 determina que a companhia pode evidenciar:

- as subdivisões das reservas, quando não forem adequadas na Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido.

**Retenção de lucros:** a Nota Explicativa relativa à Instrução CVM nº 59/86 e os Pareceres de Orientação CVM nºs 17/89 e 18/90 estabelecem que devem ser divulgados:

- as justificativas para a retenção de lucros;
- principais linhas do respectivo orçamento de capital.

**Seguros:** sobre esse assunto, o Parecer de Orientação CVM nº 15/87 determina que a companhia deve informar:

- se e quais ativos, responsabilidades ou interesses estão cobertos;

- respectivos montantes, especificados por modalidade.

**Transações entre partes relacionadas:** de acordo com a Deliberação CVM nº 26/86, referendada nos Pareceres de Orientação CVM nºs 17/89 e 18/90, a nota explicativa sobre transações entre partes relacionadas deve cobrir:

- saldos e transações inseridos no contexto operacional habitual das empresas devendo ser classificados em conjunto com os saldos e transações de mesma natureza;
- saldos e transações não inseridos no contexto operacional normal, sendo classificados em itens separados;
- para qualquer das situações acima, indicar as condições em que ocorreram essas transações, especialmente quanto a preços, prazos e encargos e se foram realizadas nas mesmas condições de partes não relacionadas.

**Vendas ou serviços a realizar:** o Parecer de Orientação CVM nº 21/90, determina que a companhia deve divulgar:

- a existência de faturamentos antecipados ou contratos com garantia de recebimento;
- respectivos montantes.

Embora a CVM enumere os itens a serem divulgados pelas companhias nas notas explicativas, não significa que todas as companhias devam apresentá-las em suas notas. Nesse sentido, a própria CVM, em seu Parecer de Orientação nº 24/92, adverte as companhias para estas aperfeiçoarem seu processo de crítica, para que

informações mais importantes tomem o lugar de outras elaboradas por haver exigência legal, mas não relevantes ou não aplicáveis à companhia.

Assim, uma companhia aberta deve fazer uma nota explicativa, mesmo com exigência legal, apenas quando os valores ou os fatos forem materiais e aplicáveis. Também é importante evidenciar fatos relevantes, ainda que não obrigatórios.

De acordo com Hendriksen e Van Breda (1999, p. 525), as vantagens e as desvantagens das notas explicativas são:

- a) **Vantagens:** apresentação de informação não quantitativa como parte dos relatórios contábeis; divulgação das ressalvas e restrições para certos itens contidos nas demonstrações; divulgação de maior detalhes do que é possível nas demonstrações; e apresentação de informações quantitativas ou descritivas de importância secundária.
  
- b) **Desvantagens:** dificuldade e desestímulo à leitura e entendimento das demonstrações contábeis; maior dificuldade na utilização das descrições textuais para a tomada de decisões do que na utilização de resumos de dados quantitativos nas demonstrações; e risco de abuso na sua utilização, em lugar do desenvolvimento apropriado de princípios, visando à incorporação de novas relações e novos eventos nas próprias demonstrações contábeis.

Desse modo, verifica-se que a divulgação de informações em Notas Explicativas possui grande relevância para o entendimento da situação econômico-financeira da empresa, uma vez que complementam as demonstrações contábeis.



Os tópicos das Notas, explicitados por cada empresa, podem variar, mas a essência é sempre a mesma: apresentar informação quantitativa e qualitativa de maneira ordenada, complementando as demais demonstrações contábeis a fim de propiciar uma base oportuna e relevante de informação para o usuário.

#### **4.4 Parecer dos Auditores Independentes**

Os participantes do Mercado de Valores Mobiliários necessitam de informações confiáveis para suas decisões e a opinião dos auditores independentes é um fator muito importante para a maior credibilidade do conteúdo das demonstrações financeiras.

De acordo com a CVM (Nota explicativa nº 09/78):

A exatidão e clareza dessas demonstrações financeiras, a divulgação em notas explicativas de informações indispensáveis a uma visualização da situação patrimonial e financeira e dos resultados das companhias, dependem de um sistema de auditoria eficaz e, principalmente, da tomada de consciência do auditor independente quanto ao seu papel.

A figura do auditor independente é imprescindível à credibilidade do mercado, representando um instrumento de inestimável valor na proteção do investidor, na medida em que a sua função é zelar pela fidedignidade e confiabilidade das demonstrações financeiras das companhias abertas.

Nesse sentido, Boynton, Johnson e Kell (2002, p. 67) expõem que “o principal objetivo da auditoria é adicionar credibilidade às demonstrações preparadas pela administração e não criar informação nova”.

Para esses mesmos autores (ibid, p. 68), “quando lêem o parecer do auditor independente, os usuários de demonstrações contábeis buscam segurança de que essas duas qualidades [os autores se referem a relevância e confiabilidade] foram atendidas”.

Assim, os usuários de demonstrações contábeis, ao buscarem segurança de que as características qualitativas de relevância e confiabilidade estão sendo

atendidas, estão buscando, na realidade, confiar nas informações contábeis para as utilizar na tomada de decisões.

De acordo com Souza e Pereira (2004, p. 6):

Parecer de auditoria é o documento mediante o qual o auditor expressa sua opinião, de forma clara e objetiva, sobre as demonstrações contábeis nele indicadas, em obediência às normas de auditoria.

No entanto, uma das principais características para as demonstrações contábeis auditadas serem confiáveis refere-se à integridade, independência e objetividade com que o auditor realiza seu trabalho. (BOYNTON, JOHNSON e KELL, 2002, p. 78).

Desse modo, é imprescindível para os auditores independentes assumirem uma postura essencialmente técnica na realização de seus trabalhos a fim de que as demonstrações contábeis por eles auditadas possam ser confiáveis.

#### **4.5 Demonstrações Complementares**

Considera-se demonstrações complementares aquelas que tem por finalidade aumentar a transparência da empresa em alguns aspectos considerados relevantes pelos usuários das informações contábeis.

Em seu Parecer de Orientação nº 24, de 15 de janeiro de 92, a CVM expõe que “algumas empresas têm demonstrado interesse ou desenvolvido trabalhos no sentido de levar ao seu usuário uma informação de melhor qualidade, através do aperfeiçoamento dos seus relatórios ou de informações mais completas”.

Nesse sentido, a CVM apóia e estimula essas iniciativas e sugere alguns itens que enriquecem as informações levadas ao público.

Quanto às demonstrações complementares, a CVM sugere:

- 1) Demonstração do Fluxo de Caixa e,
- 2) Demonstração do Valor Adicionado.

Quanto às informações adicionais em notas explicativas, a CVM sugere:

- a) Valor de mercado dos estoques, ouro e ações de alta liquidez;
- b) Resultados por linha de produtos ou negócios, em especial referentes às demonstrações consolidadas;

A CVM também cita alguns itens que deveriam ter maior ênfase quando da divulgação das informações:

- a) Demonstrações financeiras consolidadas;
- b) Elaboração das demonstrações contábeis consolidadas, mesmo quando os investimentos em controladas não atingirem 30% do seu patrimônio líquido;
- c) Demonstrações contábeis com correção integral.

Assim, existem informações que, embora não sejam obrigatórias, contribuem para o aumento da qualidade das informações contábeis e, desse modo, integram esse estudo e estas são abordadas a seguir:

#### **4.5.1 Demonstração do Fluxo de Caixa**

Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) é uma demonstração que apresenta de forma organizada as alterações ocorridas no 'caixa' da empresa.

A divulgação dessa demonstração teve início, em alguns países, na década de 80, mas, no Brasil, a sua divulgação ainda não é obrigatória. Contudo, algumas empresas vêm divulgando essa demonstração de maneira voluntária, seguindo a tendência mundial.

Nesse sentido, de acordo com Salotti (2003, p. 1):

A divulgação da DFC já é obrigatória em diversos países. Essa tendência vem sendo verificada há algum tempo. Por exemplo, o Canadá determinou normas contábeis que obrigam a divulgação da DFC em 1985. Os Estados Unidos fizeram o mesmo em 1987. A norma internacional do IASB (*International Accounting Standards Board*) foi aprovada em 1992.

A DFC surgiu como uma demonstração substituta da DOAR e, segundo Martins (1988a, p. 48), "a grande dificuldade que a demonstração das origens e aplicações de recursos (DOAR) apresenta é que ela é de difícil entendimento para pessoas não bastante afeitas à técnica contábil ou à administração financeira".

Em função dessa dificuldade de entendimento, Martins (1988a, p. 47) comenta que:

(...) ao longo do tempo, principalmente nos últimos dez anos, tem-se feito grandes trabalhos de natureza teórica e prática com base em alternativas diferentes. E elas têm-se encaminhado para a seguinte conclusão: parece ser mais facilmente entendida, e conseqüentemente parece ter maior utilidade, uma demonstração de FLUXOS DE CAIXA do que a DOAR".

Corroborando com esse entendimento, conforme Salotti (2003, p. 13):

Em 1992, o então *International Accounting Standards Committee (IASC)*, atual *International Accounting Standards Board (IASB)*, revisou a Norma Internacional de Contabilidade IAS 7, que determinava padrões contábeis para a Demonstração das Mutações na Posição Financeira (outro nome dado à DOAR), substituindo esta pela DFC, confirmando de fato a tendência internacional de divulgação dessa demonstração.

Em 1999, o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON) emitiu a NPC – 20 (Normas e Procedimentos Contábeis nº 20), que trata de normas e procedimentos relacionados à elaboração e divulgação da DFC no Brasil.

Contudo, no Brasil, para que a divulgação dessa demonstração (DFC) se torne obrigatória, é necessário que a Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A.s) seja alterada. E, enquanto o projeto para sua alteração não é aprovado, apenas algumas empresas continuarão a divulgar essa demonstração de forma espontânea.

Quanto à sua importância, o *Financial Accounting Standards Board (FASB)*, em seu pronunciamento SFAS N° 95, comenta que:

*The information provided in a statement of cash flows, if used related disclosures and information in other financial statements, should help to investors, creditors and others to:*

- (a) Assess the enterprise's ability to generate positive net cash flows;*
- (b) Assess the enterprise's ability to meet its obligations, its ability to pay dividends and its needs for external financing;*
- (c) Assess the reason for differences between net income and associated cash receipts and payments; and*
- (d) Assess the effects on an enterprise's financial position of both its cash and noncash investing and financing transactions during the period.<sup>26</sup>*

Assim, esse pronunciamento esclarece que os usuários das demonstrações contábeis podem obter um número maior de informações a partir da análise da DFC em conjunto com as outras demonstrações contábeis, evidenciando que a demonstração do fluxo de caixa pode ser muito útil, quando adequadamente interpretada e analisada.

---

<sup>26</sup> As informações fornecidas nas demonstrações dos fluxos de caixas, se utilizadas com evidências relacionadas e informações de outras demonstrações financeiras, deveriam auxiliar investidores, credores e outros para:

- a) Ter acesso à habilidade da empresa em gerar fluxos futuros de caixa líquidos positivos;
- b) Ter acesso à habilidade da empresa em honrar as suas obrigações, pagar dividendos e satisfazer as suas necessidades de financiamento externo;
- c) Ter acesso às razões das diferenças entre o lucro líquido e os recebimentos e pagamentos de caixa associados;
- d) Ter acesso aos efeitos da posição financeira de ambas transações de financiamento e investimento caixa e não caixa da empresa durante o período. (tradução livre).

#### 4.5.2 Balanço Social

Balanço Social é um conjunto de informações que possuem a finalidade de demonstrar a relação empresa-sociedade. Tem se tornado importante a partir das exigências da sociedade por maior transparência quanto a responsabilidade social das empresas.

De acordo com Santos (1999a, p.265):

A partir do início dos anos 60, a sociedade, de forma geral, impulsionada pelas mudanças de comportamento ocorridas, principalmente a partir de movimentos iniciados na Europa e Estados Unidos, passou a exigir das empresas uma maior responsabilidade coletiva. Assim, as informações tradicionais ofertadas pela Contabilidade passaram a não ser suficientes para a prestação de contas das atividades das empresas junto à sociedade (...).

Assim, essa necessidade de informações, até então indisponíveis, acabou por influenciar o surgimento de uma demonstração que pudesse refletir essa relação empresa-sociedade, e isso acabou se concretizando na forma do que foi chamado de Balanço Social.

Balanço Social, de acordo com Santos, Freire e Malo (1998, p. 80):

É um conjunto de informações que pode ou não ter origem na contabilidade financeira e tem como principal objetivo demonstrar o grau de envolvimento da empresa em relação à sociedade que a acolhe, devendo ser entendido como um grande instrumento no processo de reflexão sobre as atividades das empresas e dos indivíduos no contexto da comunidade como um todo. Será um poderoso referencial de informações nas definições de políticas de recursos humanos, nas decisões de incentivos fiscais, no auxílio sobre novos investimentos e no desenvolvimento da consciência para a cidadania.

Nesse sentido, o sociólogo Herbert de Souza, *apud* Santos (1999a, p. 33), ao referir-se ao Balanço Social, comenta que:

O balanço social não pode ser uma peça de marketing, mas uma demonstração responsável de investimentos sociais realizados pelas empresas.

Vários são os itens de verificação: educação, saúde, atenção à mulher, preservação do meio ambiente, contribuições para melhoria da qualidade de vida e de trabalho dos funcionários, desenvolvimento de projetos

comunitários, erradicação da pobreza, geração de renda e criação de postos de trabalho.

Muitas informações podem ser obtidas através da elaboração e divulgação do Balanço Social e, sendo assim, este assume sua importância uma vez que muitas das informações apresentadas nele não são apresentadas nas outras demonstrações, de caráter obrigatório.

Conforme Tinoco (1984, p. 34), o Balanço Social é um “instrumento de gestão e de informação que visa reportar, da forma mais transparente possível, informações econômicas, financeiras e sociais sobre o desempenho das entidades aos mais diferenciados usuários da informação”.

Na realidade, o Balanço Social é um conjunto de informações, o qual, além de outras informações sociais, tem como componentes a Demonstração do Valor Adicionado e informações ambientais.

#### **4.5.2.1 Demonstração do Valor Adicionado**

A Demonstração do Valor Adicionado é um componente do Balanço Social e tem por finalidade evidenciar a riqueza gerada pelas empresas e a sua distribuição.

De acordo com Tinoco (1996, p. 34):

A origem deste demonstrativo foi o documento publicado em 1975, pelo *'Accounting Standards Steering Committee'*, intitulado *'The Corporate Report'*, que ilustrou a vontade de reunir informação econômica e social num relatório suscetível de informar a uma só vez aos investidores e aos assalariados, isto é, permitir a divulgação de informação àqueles que têm razoavelmente direito a uma informação: significativa, compreensível, completa, objetiva e comparável.

Para Santos (2003, p. 35):

A Demonstração do Valor Adicionado – DVA, componente importantíssimo do Balanço Social, deve ser entendida como a forma mais competente criada pela Contabilidade para auxiliar na medição e demonstração da

capacidade de geração, bem como de distribuição da riqueza de uma entidade.

Com base na DVA podem ser conhecidos os benefícios gerados pela empresa à sociedade em termos de pagamento de impostos, taxas e contribuições ao governo, pagamento de salários, remuneração do capital de terceiros e próprio.

Um ponto que Santos (2003, p. 36) destaca é o fato de que, embora essa demonstração possa ser elaborada a partir de dados obtidos, principalmente, da Demonstração de Resultado do Exercício, jamais poderá ser confundida com esta. Esse fato verifica-se em função de as duas demonstrações apresentarem objetivos diferentes, sendo objetivo da Demonstração do Resultado do Exercício mostrar o lucro líquido, cujo valor se refere à remuneração dos proprietários, sócios ou acionistas. Já a Demonstração do Valor Adicionado (DVA) tem como objetivo mostrar a parte que cabe aos acionistas, ao governo, aos financiadores e aos empregados.

Nesse sentido, conforme Santos (2003, p. 36):

(...) para a demonstração do valor adicionado, a distribuição da riqueza gerada pela empresa obedecerá o critério do beneficiário da renda. Assim, a distribuição será apresentada entre os detentores de capitais, acionistas e financiadores externos, os trabalhadores, destacando-se os salários e encargos e, finalmente, a parte destinada ao governo na forma de impostos, que podem ser municipais, estaduais ou federais.

Quanto à sua importância, de acordo com o mesmo autor (2003, p. 36), a DVA poderá auxiliar no cálculo do PIB e de indicadores sociais extremamente importantes e na solução de conflitos, quando da tomada de decisões de investimentos por áreas, regiões ou estados. Outros pontos citados por ele se referem à possibilidade de análises que, de forma alguma poderiam ser alcançadas apenas com as demonstrações tradicionais oferecidas hoje pela contabilidade, e à identificação da riqueza gerada e à forma de sua distribuição.



#### 4.5.2.2 Informações Ambientais

Em termos de regulamentação, no Brasil, o único pronunciamento que expõe alguns itens a serem evidenciados pelas companhias abertas, relacionadas ao meio ambiente, é o Parecer de Orientação CVM nº 15/87, o qual cita alguns itens a serem evidenciados no relatório da administração. Esse parecer, embora muito incipiente e sucinto, foi o início para a evolução da evidenciação dessas informações nas demonstrações contábeis.

A esse respeito, de acordo com Skillius e Wennberg *apud* Nossa (2002, p.57), os Estados Unidos da América, Canadá, Noruega e Suécia são até agora os únicos países onde existem requisitos para incluir informações ambientais nos relatórios anuais.

Conforme Carvalho, Matos e Moraes (2000, p. 35), no Brasil, ainda é reduzido o número de empresas que evidenciam a contabilidade ambiental. As que disponibilizam alguma informação, apresentam-na no balanço social da empresa em anexo às demonstrações contábeis, ou a evidenciam no relatório da administração ou ainda em relatórios específicos.

Contudo, para Ribeiro e Martins (1995):

Cabe a todas as áreas científicas e profissionais atuar na preservação e proteção ambientais. E a área contábil pode (e deve) empenhar-se para que seus instrumentos de informação melhor reflitam o real valor do patrimônio das empresas, seus desempenhos e, ao mesmo tempo, satisfaçam as necessidades de seus usuários, inclusive o aspecto ambiental, dado que todas ou quase todas as alternativas que se têm apresentado para o seu controle e preservação são mensuráveis e, portanto, passíveis de contabilização e informação à sociedade.

Segundo Repetto e Austin *apud* Nossa (2002, p. 74) há evidências de que as decisões gerenciais das empresas podem ser afetadas pelo *disclosure* (ou pela falta de *disclosure*) de informações relacionadas à exposição ambiental da companhia,

pois a ausência dessas informações pode afetar a avaliação das companhias e seu risco financeiro.

Para Safatle (2002, p. 51), existem pelo menos três razões para os investidores procurarem ações socialmente responsáveis: a primeira é o apelo ético; a segunda é a crença em que a boa gestão ambiental e social significa um bom tratamento da empresa para com todo o seu negócio; e a terceira é a de que, quando se tem gestão socialmente responsável, obtém-se mais dinheiro.

De acordo com Nossa (2002, p. 31), a divulgação de relatórios com informações ambientais ainda é bastante recente. Iniciou-se basicamente na década de 90. Também expõe (2002, p. 52) que:

(...) a gestão ambiental está sendo colocada a serviço da eficiência operacional. Outro ponto a considerar é a pressão para alcançar diferenciação em produtos. Duas maneiras tradicionais são: gerar produtos de melhor qualidade e oferecer melhores serviços. Outra maneira é projetar produtos "mais verdes" (...).

Conforme Moura (2000, p. 12), os principais fatores que despertam maior análise das questões ambientais pela sociedade são: crescimento populacional, esgotamento dos recursos naturais, diminuição considerável da capacidade da biosfera em absorver resíduos e poluentes, desigualdades existentes entre regiões e a globalização.

Esse autor (2000, p. 45) também afirma que a empresa deve melhorar seu desempenho ambiental para adquirir: a) maior satisfação dos clientes; b) novos mercados; c) redução de custos; d) melhoria do desempenho da empresa; e) redução de riscos; f) melhoria da administração da empresa; g) maior permanência do produto no mercado; h) maior facilidade na obtenção de financiamentos; i) maior facilidade na obtenção de certificações; e j) meios de demonstração aos clientes, vizinhos, acionistas e outras partes interessadas.

Para Nossa (2002, p. 88), os fatores que levam as empresas a evidenciarem suas informações ambientais voluntariamente são as premiações, pressão dos *stakeholders* e os concorrentes.

O estudo realizado pelo Conselho Mundial de Empresas para o Desenvolvimento Sustentável (apud Nossa, 2002, p. 49), abrangendo a pesquisa e o conhecimento de especialistas de mais de 40 empresas, menciona que:

Os mercados financeiros têm sido reconhecidos, até agora, somente por seu desempenho ambiental negativo;

As diretrizes ambientais podem vir a ser uma vantagem competitiva para qualquer empresa. Mais e mais empresas, independentemente de tamanho, setor ou país de origem, começam a usar diretrizes ambientais como um meio de melhorar o desempenho de curto prazo e longo prazo. Da mesma forma, as firmas de investimentos começam a investigar esse desempenho como elementos da análise financeira de uma empresa.

As questões ambientais orientam o desempenho financeiro por meio de elementos tradicionais de avaliação financeira, tais como estratégias fortes e visionárias, aptidão operacional da empresa, qualidade do produto no mercado, reputação da empresa. Manifesta-se por intermédio de elementos de eco-eficiência, reconhecimento e gestão de risco, qualidade da gestão empresarial e identificação de novas oportunidades de negócios.

A qualidade da gestão ambiental de uma empresa oferece ao mundo exterior um bom indicador da qualidade de sua gestão empresarial.

Em pesquisa realizada pelos especialistas do International Standards of Accounting and Reporting (ISAR) (UN-ISAR, 1997) constatou-se que a contabilidade ambiental ainda é pouca utilizada e isso ocorre em função:

- da relutância das empresas em divulgar informações sobre o impacto de suas atividades no meio ambiente, por preferirem divulgar sua própria versão em relatórios específicos, por serem qualitativos, descritivos e parciais, frustrando uma visão abrangente e objetiva do desempenho ambiental da empresa;
- da baixa consistência entre o desempenho da empresa em períodos diferentes no mesmo setor de atividades;

- de os alvos ambientais representados pelos custos não serem previamente estabelecidos de forma mensurável, impossibilitando seu posterior acompanhamento;
- da constatação de que os passivos ambientais geralmente não são reportados de forma adequada, devido às dificuldades em mensurá-los.

Esses problemas também existem no Brasil, uma vez que não há regulamentação específica e a divulgação dessas informações é de caráter voluntário. Assim, adotou-se para a realização desse estudo o *checklist*, com as categorias e subcategorias, utilizadas no trabalho de Nossa (2002, p. 176). A partir disso, as categorias e subcategorias utilizadas nessa pesquisa são:

a) Políticas ambientais:

- ❖ Declarações reais e intenções da política;

b) Auditoria ambiental:

- ❖ Revisão ambiental;
- ❖ Escopo da auditoria;
- ❖ Avaliação incluindo parecer independente;

c) Impactos ambientais:

- ❖ Resíduos;
- ❖ Embalagens;
- ❖ Poluição;
- ❖ Reciclagem e desenvolvimento de produtos ecológicos;
- ❖ Contaminação e recuperação de terras;

d) Energia:

- ❖ Uso eficiente no processo industrial;

- ❖ Uso de resíduos materiais para a produção de energia;
  - ❖ Esforço para a redução do consumo de energia;
- e) Informações financeiras ambientais:
- ❖ Despesas e investimentos ambientais operacionais;
  - ❖ Despesas ambientais extraordinárias;
  - ❖ Passivos ambientais;
  - ❖ Políticas contábeis de itens ambientais;
  - ❖ Contingências e comprometimentos ambientais;
- f) Sistema de gerenciamento ambiental:
- ❖ ISO 14.000;<sup>27</sup>
  - ❖ EMAS;
- g) Outras informações ambientais:
- ❖ Educação ambiental (internamente e/ou comunidade);
  - ❖ Incentivo a apoio às pesquisas ambientais;
- h) Florestas;
- i) Água:
- ❖ Proteção à qualidade;
  - ❖ Uso eficiente/reutilização;
  - ❖ Efluentes líquidos;
- j) Ar;

---

<sup>27</sup>A ISO já vem trabalhando na criação de uma norma única, para certificação dos sistemas de qualidade e ambiental. Já existe um *draft* para a ISO 19000, que ainda está numa fase de discussões.

Um ponto a ser destacado é que no Brasil a evidenciação ambiental, em relatórios anuais, parece bastante incipiente. Nesse sentido, tanto o trabalho realizado por Bernardo (1999) quanto o realizado por Nossa (2002) mostram isso. Bernardo (1999, p. 125) constatou que as empresas não fornecem “dados suficientes para que se pudesse delinear um perfil dos riscos e oportunidades na área ambiental, e não reflete o empenho das empresas para adequarem-se aos padrões internacionais de qualidade ambiental”. Nossa (2002, p. 229) verificou-se que:

(...) com base nas amostras estudadas, o nível de disclosure ambiental no Brasil é menor do que em outros países (...) Em quase todas as categorias o disclosure nas empresas brasileiras foi menor que em outros países. Isso leva à conclusão de que o disclosure ambiental no Brasil é menos detalhado do que nos demais países pesquisados.

Embora seja incipiente o *disclosure* ambiental no Brasil, sua inclusão nesse estudo se justifica em função da crescente preocupação e conscientização da sociedade sobre a necessidade de recuperação e preservação do meio ambiente e da necessidade de se verificar se houve alguma mudança em relação ao que se foi constatado em pesquisas anteriores, pois a divulgação dessas informações permite aos investidores avaliar o nível de responsabilidade e do risco ambiental ao qual as empresas estão sujeitas.

#### **4.5.3 Demonstrações Contábeis em Moeda de Capacidade Aquisitiva Constante**

As demonstrações contábeis em moeda de capacidade aquisitiva constante referem-se às demonstrações atualizadas monetariamente, incorporando em seus resultados os efeitos da inflação ocorrida no período.

A Lei nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995, em consonância com as medidas econômicas adotadas na época, elimina a adoção de qualquer sistema de correção monetária de balanço.

No entanto, através da Instrução nº 248, de 29 de março de 1996, referendada no Parecer de Orientação nº 29, de 11 de abril de 1996, a CVM orienta as companhias sob sua regulamentação a elaborarem e a divulgarem voluntariamente as demonstrações financeiras e as informações periódicas em moeda de capacidade aquisitiva constante, sendo considerada essa divulgação ao mercado relevante pelas companhias.

A preocupação da CVM, de acordo com este parecer, não se limita apenas ao conteúdo das informações a serem divulgadas, mas abrange também a forma, a periodicidade e a oportunidade de divulgação, considerando que a sua ampla disseminação representa um modo de dotar o mercado das necessárias pré-condições de eficiência.

Desse modo, existem companhias que divulgam apenas as informações exigidas pela legislação enquanto outras divulgam informações adicionais. Estas empresas, ao divulgarem demonstrações complementares, reconhecem a sua responsabilidade e a sua interação com o mercado de valores mobiliários.

Para melhor visualização das informações, tanto de caráter obrigatório quanto complementar, discutidas ao longo do capítulo, as quais constituem as informações analisadas nesse trabalho, elaborou-se um quadro resumo.

**Quadro 1.** Informações a Serem Divulgadas e Respectivas Normatizações

Informações	Normatizações
<b>Relatório da Administração</b>	
Aquisição de debêntures de sua própria emissão	art. 55 da Lei nº 6.404/76
Comentários sobre a conjuntura econômica	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87; 17/89; 18/90

Descrição dos negócios, produtos e serviços	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
Direitos dos acionistas e dados de mercado	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
Distribuição de dividendos	art. 118 da Lei nº 6.404/76
Investimentos	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
Investimentos em coligadas e controladas	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
Negócios sociais e principais fatos administrativos	art. 133 da Lei nº 6.404/76
Novos produtos e serviços	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
Participação dos auditores independentes em consultorias	Instrução CVM nº 381/03
Perspectivas e planos para o exercício e os futuros	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
Pesquisa e desenvolvimento	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
Política de reinvestimento de lucros	art. 118 da Lei nº 6.404/76
Proteção ao meio-ambiente	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
Recursos humanos	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
Reformulações administrativas	Pareceres de Orientação CVM nºs 15/87;17/89; 18/90
<b>Notas Explicativas</b>	
Ações em tesouraria	Instruções CVM nºs 10/80 e 390/03
Ajustes de exercícios anteriores	art. 176 da Lei nº 6.404/76, Ofício-Circular CVM/PTE nº 309/86, Nota Explicativa nº 59/86 e PO CVM nº 18/90
Arrendamento mercantil – arrendatária	PO CVM nº 15/87
Ativo diferido	PO CVM nº 18/90
Benefícios a empregados	Deliberação CVM nº 371/00
Capacidade ociosa	PO CVM nº 24/92
Capital social	art. 176 da Lei nº 6.404/76 e PO CVM nº 4/79
Capital social autorizado	Nota Explicativa nº 59/86
Continuidade normal dos negócios	PO CVM nº 21/90
Créditos Eletrobrás	Deliberação CVM nº 70/89
Crêditos de avaliação	art. 176 da Lei nº 6.404/76
Debêntures	PO CVM nº 21/90
Demonstrações consolidadas	art. 275 da Lei nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 247/96
Dividendo por ação	art. 186 da Lei nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 59/86
Dividendos	PO CVM nºs 15/87, 17/89, 18/90 e 21/90
Empreendimentos em fase de implantação	PO CVM nºs 17/89 e 18/90
Equivalência patrimonial	art. 247 da Lei nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 247/96
Eventos subsequentes	art. 176 da Lei nº 6.404/76
Imposto de renda	Deliberação CVM nº 273/98 e Instrução CVM nº 371/02
Imposto de renda na fonte sobre lucro líquido	PO CVM nº 18/90
Instrumentos financeiros	Instrução CVM nº 235/95
Mudanças de critérios contábeis	art. 177 da Lei nº 6.404/76
Obrigações de longo prazo	art. 176 da Lei nº 6.404/76 e PO CVM nº 4/79



Ônus, garantias e responsabilidades eventuais e contingentes	art. 176 da Lei nº 6.404/76 e Nota Explicativa nº 59/86
Opções de compra de ações	art. 176 da Lei nº 6.404/76
Programa de desestatização	PO CVM nº 24/92
Provisão para devedores duvidosos	PO CVM nº 21/90
Provisão para imposto de renda e incentivos fiscais	Ofício-Circular CVM/PTE nº 309/86
Reavaliação	art. 176 da Lei nº 6.404/76, Deliberação CVM nº 27/86 e Nota Explicativa nº 59/86
Receitas e despesas financeiras	Ofícios-Circulares CVM/PTE nºs 578/85 e 309/86
Remuneração dos administradores	Parecer de Orientação CVM nº 4/79
Reserva de lucros a realizar	PO CVM nº 24/92
Reservas – detalhamento	Instrução CVM nº 59/86
Retenção de lucros	Nota Explicativa nº 59/86 e PO CVM nº 18/90
Seguros	PO CVM nº 15/87
Transações entre partes relacionadas	Deliberação CVM nº 26/86 e PO CVM nºs 17/89 e 18/90
Vendas ou serviços a realizar	PO CVM nº 21/90
<b>Demonstrações Complementares</b>	
Balanço Social	
Demonstração do Fluxo de Caixa	PO CVM nº 24/92
Demonstração do Valor Adicionado	PO CVM nº 24/92
Demonstrações em Correção Monetária Integral	PO CVM nº 24/92
Informações Ambientais	

Neste capítulo, analisa-se as informações requeridas para divulgação, as quais são consideradas para a análise do nível de evidenciação das empresas no capítulo a seguir.

## **5 ESTUDO EMPÍRICO**

Esse capítulo visa a testar as hipóteses da pesquisa com dados reais, obtidos a partir dos relatórios anuais e outras informações divulgadas pelas empresas e das cotações dos preços das ações. Para isso, faz-se necessária a descrição de como foi feita a seleção das empresas e de como foram tratados os dados, bem como a explicação dos testes estatísticos aplicados e suas interpretações, possibilitando, assim, a obtenção dos resultados e das conclusões desse estudo.

### **5.1 Critério para Escolha das Empresas**

Selecionaram-se, para fins desse estudo, as companhias abertas que compõem o Índice Bovespa, pois, além de possuírem ações negociadas em bolsa de valores, fez-se necessário a sua presença na maioria dos pregões.

Do total das empresas que compõem o Ibovespa, foram analisadas todas as empresas, excluindo-se apenas as 3 instituições financeiras, ou seja, das 45 empresas que componentes do Ibovespa foram verificadas 42. Optou-se pela exclusão de tais instituições financeiras por elas possuírem características operacionais muito diferentes das demais.

A seguir, apresentam-se as empresas analisadas:

**Quadro 02. Empresas que Compõem a Amostra do Estudo**

<b>Carteira Teórica do IBOVESPA - 1º Quadrimestre de 2003</b>			
<b>Nº</b>	<b>Denominação Social</b>	<b>Sigla</b>	<b>Ação</b>
1	ACESITA SA	ACESITA	PN
2	CIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS	AMBEV	PN
3	ARACRUZ CELULOSE SA	ARACRUZ	PNB N1
4	BRADSPAR SA	BRADSPAR	PN N1
5	BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES SA	BRASIL TELECOM PART	PN N1
6	BRASIL TELECOM SA	BRASIL TELECOM	PN N1
7	BRASKEM SA	BRASKEM	PNA
8	CENTRAIS ELÉTRICAS DE SANTA CATARINA SA	CELESC	PNB N2
9	CIA ENERGÉTICA DE MINAS GERAIS	CEMIG	PN N1
10	CIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO	CESP	PN
11	CIA DE GÁS DE SÃO PAULO	COMGÁS	PNA
12	CIA PARANAENSE DE ENERGIA	COPEL	PNB
13	CELULAR CRT PARTICIPAÇÕES SA	CRT CELULAR	PNA
14	CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS SA	ELETROBRAS	PNB
15	ELETROPAULO METROPOLITANA ELETRICIDADE DE SÃO PAULO SA	ELETROPAULO	PN
16	EMPRESA BRASILEIRA DE AERONÁUTICA SA	EMBRAER	PN
17	EMBRATEL PARTICIPAÇÕES SA	EMBRATEL PART.	PN
18	GERDAU SA	GERDAU	PN N1
19	CIA BRASILEIRA DE PETRÓLEO IPIRANGA	IPIRANGA PET	PN
20	INVESTIMENTOS ITAÚ SA	ITAUSA	PN N1
21	KLABIN SA	KLABIN	PN N1
22	LIGHT - SERVIÇOS DE ELETRICIDADE SA	LIGHT	ON
23	NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO SA	NET	PN N2
24	PETRÓLEO BRASILEIRO SA	PETROBRAS	PN
25	CIA SANEAMENTO BÁSICO ESTADO SÃO PAULO	SABESP	ON NM
26	CIA SIDERÚRGICA NACIONAL	SID NACIONAL	ON
27	CIA SIDERÚRGICA DE TUBARÃO	SID TUBARÃO	PN
28	SOUZA CRUZ SA	SOUZA CRUZ	ON
29	TELE CELULAR SUL PARTICIPAÇÕES SA	TELE CELULAR SUL	PN
30	TELE CENTRO OESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES SA	TELE CENTRO OESTE	PN
31	TELE LESTE CELULAR PARTICIPAÇÕES SA	TELE LESTE CELULAR	PN
32	TELE NORDESTE CELULAR PART. SA	TELE NORDESTE CELULAR	PN
33	TELEMAR NORTE LESTE SA	TELEMAR	PN
34	TELE NORTE LESTE PARTICIPAÇÕES SA	TELEMAR NL	PNA
35	TELEMIG CELULAR PARTICIPAÇÕES SA	TELEMIG PARTC	PN
36	TELECOMUNICAÇÕES DE SÃO PAULO SA	TELESP	PN
37	TELESP CELULAR PARTICIPAÇÕES SA	TELESP CELULAR PART	PN
38	TRACTEBEL ENERGIA SA	TRACTEBEL	ON
39	CIA DE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	TRANSMISSÃO PAULISTA	PN N1
40	USINAS SIDERÚRGICAS DE MINAS GERAIS SA	USIMINAS	PNA
41	CIA VALE DO RIO DOCE	VALE DO RIO DOCE	PNA
42	VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL SA	VCP	PN N1

## 5.2 Base de dados

A base de dados desse trabalho refere-se às informações divulgadas pelas 42 empresas selecionadas em seus relatórios anuais e a cotação das suas ações

Em relação às informações, após análise da legislação vigente, Lei nº 6.404/76 e CVM, apresentada no capítulo 3, conclui-se que os itens obrigatórios de divulgação totalizam 173.

As informações publicadas espontaneamente, denominadas demonstrações complementares, perfazem um total de 6.

Para cada empresa são tabuladas todas as informações obrigatórias e complementares, sendo atribuído para cada uma o mesmo peso na ponderação do nível de evidenciação. No apêndice A são apresentados todos os itens evidenciados por empresa, com a seguinte legenda:

1 - relativo às informações divulgadas pela empresa;

0 – referente às informações que deveriam ter sido divulgadas pela empresa e não foram;

em branco – referente às informações que não foram e não deveriam ter sido divulgadas pelas empresas.

Quanto às cotações das ações, utiliza-se a cotação média diária, obtidas através da Economática

## 5.3 Nível de Evidenciação

A partir da análise das informações divulgadas, calculam-se os percentuais de divulgação, segregadas em obrigatórias e complementares, para cada empresa.

### 5.3.1 Informações Obrigatórias

Para o cálculo do nível de evidenciação das informações obrigatórias utiliza-se o total das informações obrigatórias identificadas para cada empresa componente da amostra. Esses dados são apresentados no Apêndice A e correspondem aos itens constantes no Relatório da Administração e Notas Explicativas.

O nível de evidenciação das informações obrigatórias é calculado dividindo-se o total de informações divulgadas pela empresa pelo total de informações que a empresa deveria ter divulgado. Esse total refere-se ao total de informações divulgadas mais as informações não divulgadas e que deveriam ter sido reportadas pela empresa.

No Apêndice A, o número 1 (um) representa as informações divulgadas pelas empresas; o número 0 (zero) representa as informações não divulgadas pelas empresas, mas que deveriam ter sido divulgadas.

Por exemplo: a Cia de Bebidas das Américas – Ambev – apresenta um total de 80 informações divulgadas no Relatório da Administração e nas Notas Explicativas (total de número 1 no Apêndice A) e apresenta um total de 33 informações não divulgadas, as quais deveriam ter sido divulgadas, no Relatório da Administração e nas Notas Explicativas (total de zero no Apêndice A).

Assim, o nível de evidenciação de informações obrigatórias da Ambev é:

$$\text{Ambev} = 80 / (80+33) = 80 / 113 = 70,8\%$$

No cálculo do nível de evidenciação, a empresa não é prejudicada por não ter a obrigação de divulgar determinada informação, ou seja, somente são consideradas as informações cabíveis de publicação por parte da empresa.

Os resultados obtidos nessa análise são apresentados a seguir na Tabela 1:

Tabela 1. Evidenciação das Informações Obrigatórias

<b>Carteira Teórica do IBOVESPA - 1º Quadrimestre de 2003</b>			
<b>Nº</b>	<b>Empresas Analisadas (Sigla)</b>	<b>Ação</b>	<b>Nível de Evidenciação (itens obrigatórios) %</b>
1	BRASIL TELECOM	PN N1	83,5
2	BRASIL TELECOM PART	PN N1	82,9
3	LIGHT	ON	82,3
4	PETROBRAS	PN	82,2
5	VCP	PN N1	82,2
6	CEMIG	PN N1	82,1
7	ACESITA	PN	81,5
8	EMBRAER	PN	81,5
9	TELESP CELULAR PART	PN	80,7
10	VALE DO RIO DOCE	PNA	79,0
11	TELESP	PN	78,9
12	SID NACIONAL	ON	78,8
13	USIMINAS	PNA	78,8
14	GERDAU	PN N1	77,3
15	CRT CELULAR	PNA	77,2
16	TELEMAR	PN	76,6
17	TELE LESTE CELULAR	PN	75,9
18	EMBRATEL PART.	PN	75,6
19	SABESP	ON NM	74,7
20	CESP	PN	74,6
21	COPEL	PNB	74,4
22	ELETROPAULO	PN	74,2
23	SID TUBARÃO	PN	74,1
24	CELESC	PNB N2	72,5
25	KLABIN	PN N1	72,5
26	TELEMAR NL	PNA	72,5
27	TELE CELULAR SUL	PN	72,4
28	BRASKEM	PNA	72,0
29	TELEMIG PARTC	PN	71,6
30	AMBEV	PN	70,8
31	TRACTEBEL	ON	70,3
32	NET	PN N2	69,6
33	SOUZA CRUZ	ON	69,2
34	ELETOBRAS	PNB	69,0
35	IPIRANGA PET	PN	68,3
36	ARACRUZ	PNB N1	67,3
37	TELE CENTRO OESTE	PN	66,1
38	COMGÁS	PNA	65,9
39	ITAUSA	PN N1	64,9
40	TRANSMISSÃO PAULISTA	PN N1	64,8
41	BRADSPAR	PN N1	60,9
42	TELE NORDESTE CELULAR	PN	57,9

Após a análise do nível de evidenciação das informações obrigatórias, observa-se que nenhuma empresa divulgou 100% das informações exigidas e aplicáveis ao seu caso.

Um fato interessante que pode ser constatado é que a diferença entre a 1ª e 31ª empresa é de, aproximadamente, 13%, divulgando 83,5% e 70,3%, respectivamente. Apenas 11 empresas das 42 divulgaram menos de 70% das informações obrigatórias.

### **5.3.2 Demonstrações Complementares**

O nível de evidenciação das demonstrações complementares refere-se àquelas demonstrações cujas divulgações são incentivadas e são compostas por: Demonstração do Fluxo de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado, Balanço Social, Informações Ambientais e Demonstrações em Correção Monetária Integral, encontrados no Apêndice A.

Para as Demonstrações em Correção Monetária Integral, considera-se, como divulgada pela empresa, a apresentação, no mínimo, do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado. Já para as Informações Ambientais, é considerada, como divulgada pela empresa, a apresentação de, pelo menos, 6 itens, cujo valor representa a média de informações publicadas pelas empresas.

Outro ponto considerado na análise é se a Demonstração do Fluxo de Caixa foi auditada ou não.

Assim, o nível de evidenciação é calculado dividindo-se o total de demonstrações complementares divulgadas pela empresa por 6 (total de demonstrações complementares a serem divulgadas).



Por exemplo: a Cia Vale do Rio Doce apresenta todas as demonstrações complementares, ou seja, a Cia divulga a Demonstração do Fluxo de Caixa auditada, a Demonstração do Valor Adicionado, o Balanço Social, Informações Ambientais e Demonstrações em Correção Monetária Integral (como pode ser visto no Apêndice A – demonstrações complementares).

Assim, o nível de evidenciação das demonstrações complementares da Cia Vale do Rio Doce é:

$$\text{Cia Vale do Rio Doce} = 6 / 6 = 100\%$$

Os resultados obtidos nessa análise são apresentados na tabela 2 a seguir:

Tabela 2. Evidenciação das Demonstrações Complementares

<b>Carteira Teórica do IBOVESPA - 1º Quadrimestre de 2003</b>			
<b>Nº</b>	<b>Empresas Analisadas (Sigla)</b>	<b>Ação</b>	<b>Nível de Evidenciação (demonst.adicionais) %</b>
1	SABESP	ON NM	100,0
2	VALE DO RIO DOCE	PNA	100,0
3	CEMIG	PN N1	83,3
4	CESP	PN	83,3
5	PETROBRAS	PN	83,3
6	SID TUBARÃO	PN	83,3
7	TRANSMISSÃO PAULISTA	PN N1	83,3
8	USIMINAS	PNA	83,3
9	VCP	PN N1	83,3
10	ARACRUZ	PNB N1	66,7
11	BRASIL TELECOM	PN N1	66,7
12	BRASIL TELECOM PART	PN N1	66,7
13	ELETROPAULO	PN	66,7
14	EMBRAER	PN	66,7
15	GERDAU	PN N1	66,7
16	ITAUSA	PN N1	66,7
17	TRACTEBEL	ON	66,7
18	ACESITA	PN	50,0
19	AMBEV	PN	50,0
20	BRASKEM	PNA	50,0
21	CELESC	PNB N2	50,0
22	COMGÁS	PNA	50,0
23	IPIRANGA PET	PN	50,0
24	KLABIN	PN N1	50,0
25	LIGHT	ON	50,0
26	SID NACIONAL	ON	50,0
27	TELEMAR	PN	50,0
28	TELEMAR NL	PNA	50,0
29	TELEMIG PARTC	PN	50,0
30	BRADSPAR	PN N1	33,3
31	COPEL	PNB	33,3
32	ELETROBRAS	PNB	33,3
33	NET	PN N2	33,3
34	SOUZA CRUZ	ON	33,3
35	EMBRATEL PART.	PN	16,7
36	TELE CELULAR SUL	PN	16,7
37	TELESP CELULAR PART	PN	16,7
38	CRT CELULAR	PNA	0,0
39	TELE CENTRO OESTE	PN	0,0
40	TELE LESTE CELULAR	PN	0,0
41	TELE NORDESTE CELULAR	PN	0,0
42	TELESP	PN	0,0

Observa-se após a análise do nível de evidenciação das demonstrações complementares, a existência de empresas que divulgaram todas essas demonstrações, Sabesp e Vale do Rio Doce, enquanto outras não divulgaram qualquer demonstração, como a Telesp e outras.

Um fato muito interessante que pode ser constatado é que das 42 empresas analisadas 29 (69% da amostra) publicaram pelo menos 50% das demonstrações complementares, enquanto apenas 5 das 42 não divulgaram qualquer demonstração. Onde se conclui que um número significativo das empresas analisadas divulgam essas demonstrações.

Apresenta-se a seguir um resumo do número de empresas que divulgaram cada uma das demonstrações complementares. (Informações completas podem ser visualizadas no Apêndice A – demonstrações complementares).

**Tabela 3. Demonstrações Complementares Divulgadas**

<b>Demonstrações Complementares</b>	<b>Quantidade de empresas que as divulgaram</b>
Demonstração do fluxo de Caixa – DFC	32
DFC Auditada	20
Demonstração do Valor Adicionado – DVA	29
DVA Auditada	13
Balanço Social	23
Demonstrações em Correção Monetária Integral	4
Informações Ambientais	20

Pode-se perceber que a demonstração complementar com maior divulgação é a Demonstração do Fluxo de Caixa, apresentando um total de 32 empresas, ou seja, 76% das empresas analisadas divulgaram essa demonstração. No entanto, apenas 20 dessas empresas auditaram essa demonstração.

Quanto à Demonstração do Valor Adicionado, 29 empresas divulgaram essa demonstração totalizando 69% das empresas analisadas, porém apenas 13 dessas demonstrações foram auditadas.

O Balanço Social, por sua vez, foi divulgado por 23 empresas, ou seja, 55% das empresas analisadas. Quanto às Demonstrações em Correção Monetária Integral apenas 4 empresas divulgaram essas demonstrações, ou seja, aproximadamente apenas 10% das empresas analisadas. Esse fato revela a pouca importância dada, hoje, pelas empresas a essas demonstrações. A orientação da CVM (PO nº 29/96) para que as companhias sob sua regulamentação elaborem e divulguem voluntariamente as demonstrações financeiras e as informações periódicas em moeda de capacidade aquisitiva constante não está sendo seguida.

Em relação às Informações Ambientais, 20 empresas divulgaram essas informações constituindo 48% das empresas analisadas. Outro fato observado é a existência de uma diferença muito grande em relação às informações divulgadas pelas empresas. Por exemplo, a Petrobrás divulgou 19 informações das 31 que constam da lista base; a Aracruz divulgou 18; já a CSN apenas informou que possui sistema de gerenciamento ambiental - ISO 14.000. Isso mostra que, embora seja incipiente o *disclosure* ambiental no Brasil, há um grande número de empresas preocupando-se e se conscientizando sobre a necessidade de recuperação e preservação do meio ambiente.

#### 5.4 Testes Estatísticos e Análise do Nível de Evidenciação

Após a análise das informações evidenciadas pelas empresas utiliza-se a análise de *cluster*, com a finalidade de agrupá-las de acordo com suas características de evidenciação.

Posteriormente, são aplicados testes estatísticos com o objetivo de verificar se há diferenças significativas ou não entre esses grupos quanto ao nível de evidenciação.

Finalmente, calcula-se a volatilidade do retorno das ações dessas empresas e se aplicam testes estatísticos objetivando a verificação de diferenças significativas ou não entre esses grupos quanto à volatilidade do retorno de suas ações.

Os testes estatísticos utilizados são: Análise de Variância (ANOVA) e respectivos testes de Kolmogov-Smirnov e Levene, com a finalidade de se averiguar os pressupostos básicos de normalidade e homogeneidade de variâncias, respectivamente, necessários à realização da ANOVA.

Para esse estudo, justifica-se a escolha do teste de análise de variância pois este é adequado para estudos com mais de duas amostras ( $K > 2$ ).

Também são realizados o teste de Tukey HSD, o qual visa identificar quais grupos, dentre os comparados, têm diferenças significativas, e o teste de Kruskal-Wallis, sendo este uma alternativa não-paramétrica à Análise de Variância.

Quanto aos critérios estatísticos utilizados nesse estudo, adota-se para a interpretação dos resultados o nível de significância (*p-value*) de 5%, ou seja,  $\alpha = 0,05$ . Desse modo, se o *p-value* (nível de significância) for menor que o nível de significância escolhido  $\alpha$ , a hipótese nula é rejeitada.

### 5.4.1 Análise de *Cluster*

A análise de *cluster*, conforme Hair et al. (1998, p. 473), refere-se a uma técnica multivariada cujo propósito primário é agrupar elementos com base nas características que eles possuem. O seu resultado deve exibir grupos homogêneos internamente e heterogêneos entre si, a partir de determinados parâmetros preestabelecidos. A análise de *cluster* é efetuada a partir dos itens evidenciados ou não pelas companhias que compõem a amostra desse estudo.

Para cada empresa, além da análise do nível de evidenciação geral (item 4.3), analisa-se também o nível de evidenciação apresentado em cada nota componente do Relatório da Administração e Notas Explicativas, bem como o nível de evidenciação das demonstrações complementares.

Para cada nota do Relatório da Administração e Notas Explicativas, o percentual de divulgação é determinado somando-se o total de itens evidenciados, aos quais é atribuído número 1 (um), dividindo pelo total de itens os quais deveriam ter sido evidenciado (total de 1 (um) e 0 (zero)) para cada uma das notas. Por exemplo: a nota sobre recursos humanos (Relatório da Administração) possui 6 (seis) itens para serem evidenciados; se a empresa divulgou somente 3 (três), significa que ela divulgou 50% da nota. Os itens evidenciados (1) ou não (0) podem ser visualizados no Apêndice A.

Para as demonstrações complementares, não é necessário calcular percentuais, uma vez que a empresa divulgou, ou não, a demonstração. Somente para as Demonstrações em Correção Monetária Integral e para as Informações Ambientais é utilizado o critério descrito acima (nível de evidenciação das demonstrações complementares).

Após o cálculo da porcentagem de divulgação, é estabelecido um critério para atribuição de notas, como se demonstra na tabela a seguir:

**Tabela 4.** Notas Atribuídas em Função do Nível de Evidenciação

Nota Atribuída	Porcentagem Divulgada
0	A informação não tinha que ser divulgada
1	0% a 10%
2	11% a 20%
3	21% a 30%
4	31% a 40%
5	41% a 50%
6	51% a 60%
7	61% a 70%
8	71% a 80%
9	81% a 90%
10	91% a 100%

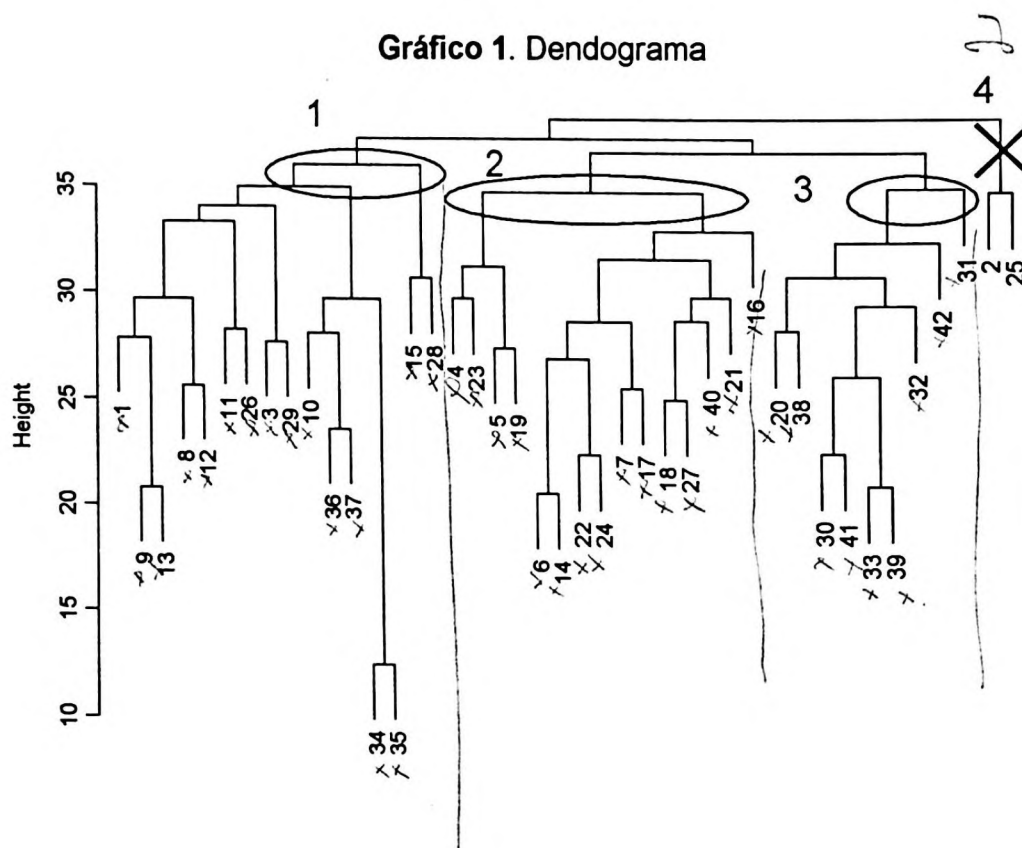
Após atribuição das notas, efetua-se a análise de *cluster* com os critérios descritos a seguir.

Faz-se uso do procedimento *agglomerative hierarchical clustering* (*cluster* hierárquico aglomerativo), cujo processo de agregação trata cada entidade, a princípio, isoladamente como um *cluster* e, a partir de uma medida de semelhança, é iniciado o agrupamento.

Dentre as diversas medidas de distâncias existentes, emprega-se a *euclidean distance* (distância euclidiana) que, conforme Hair et al. (1998, p. 471), “é a mais comumente usada para avaliação de similaridade entre dois elementos”.

Quanto ao método de aglomeração é empregado o *average linkage*, o qual utiliza, como critério para formar os *clusters*, as distâncias médias de todos os elementos em um *cluster* para todos os elementos em outro *cluster*. Esse enfoque, segundo Hair et al. (1998, p. 496), tende a formar *clusters* com pequenas variações internas.

O resultado obtido a partir da análise de *cluster* é apresentado a seguir, através do Dendograma<sup>28</sup>, uma representação gráfica dos resultados do procedimento hierárquico. Ele mostra graficamente como os *clusters* são combinados a cada passo do procedimento até serem contidos em um único *cluster*.



Como se pode observar, há a formação de 4 grupos: 1, 2, 3 e 4. O grupo 1 é formado pelas empresas 1, 9, 13 e outras<sup>29</sup>. O grupo 2, constituído pelas empresas 4, 23, 5 e outras. O grupo 3, composto pelas empresas 20, 38, 30 e outras. O grupo 4, formado pelas empresas 2 e 25. Este último é desconsiderado para efeito de análise por conter poucas empresas.

<sup>28</sup> Dendograma, conforme Hair et al. (1998, p. 472) é a representação gráfica de um procedimento de *clustering* no qual a linha horizontal consiste nos objetos ou indivíduos estudados e a linha vertical consiste no número de *clusters* formados de acordo com o procedimento feito. (Tradução livre).

<sup>29</sup> O nome das empresas referentes aos números podem ser visualizados no quadro 3.



Os grupos 1, 2 e 3 foram analisados, e são formados pelas seguintes empresas:

**Quadro 03.** Grupos de Empresas Formados

Grupo 1		Grupo 2		Grupo 3	
Nº	Empresa	Nº	Empresa	Nº	Empresa
1	Ambev	4	Comgás	20	Eletróbrás
9	CST	23	Trans. Paulista	38	Telemig Part.
13	VCP	5	Sabesp	30	CRT Part.
8	Vale do Rio Doce	19	Cesp	41	Tele Leste Celular
12	Aracruz	6	Acesita	33	Tele Centroeste Cel.
11	Gerdau	14	Klabin	39	Telesp
26	Petrobrás	22	Light	32	Tele Celular Sul
3	Itausa	24	Tractebel	42	Tele Nordeste Cel.
29	Souza Cruz	7	Usiminas	31	Embratel
10	CSN	17	Cemig		
36	Telemar NL	18	Copel		
37	Telemar	27	Ipiranga Pet		
34	Brasil Telecom	40	Telesp Cel. Part.		
35	Brasil Telecom Part.	21	Eletropaulo		
15	Braskem	16	Celesc		
28	Embraer				
Total de empresas em cada grupo	<b>16</b>		<b>15</b>		<b>9</b>

Esses grupos separados através da análise de *cluster*, possuem características diferentes entre si, mas homogêneas internamente, ou seja, as empresas do mesmo grupo têm características parecidas em termos de evidênciação.

As empresas nºs. 2 (Bradespar) e 25 (NET) são excluídas da análise em função de estarem isoladas das demais. Isso demonstra que ambas possuem características de evidênciação diferentes das demais.

Após a formação dos grupos com características diferentes em termos de evidênciação, executam-se testes estatísticos para se verificar se os grupos apresentam níveis diferentes de evidênciação.

#### 5.4.2 Análise do Nível de Evidenciação – Informações Obrigatórias

O primeiro grupo de informações testadas para verificar se existe diferença entre os grupos é referente às informações obrigatórias. Dessa forma, busca-se verificar se os percentuais médios de divulgação apresentados pelos três grupos diferem entre eles significativamente.

Para isso, realizam-se testes estatísticos, os quais são descritos a seguir. A apresentação dos aspectos teóricos tem por objetivo melhorar o entendimento dos testes realizados.

Os aspectos teóricos dos testes estatísticos são apresentados, quando da análise do nível de evidenciação das informações obrigatórias, sendo que nas demais análises, são apresentados somente os resultados.

##### 5.4.2.1 Análise de Variância - ANOVA

O primeiro teste realizado é o da Análise de Variância, um teste estatístico cujo objetivo, de acordo com Levine, Berenson e Stephan (2000, p, 400), "é analisar diferenças entre médias aritméticas". Dessa maneira, através desse teste podem-se comparar médias de distintos grupos e saber se há diferenças entre os diversos grupos.

As hipóteses estatísticas testadas são:

$$H_0 = \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$$

$$H_1 = \text{nem todas as } \mu \text{ são iguais}$$

Onde:  $\mu$  representa as médias dos grupos.

A estatística de teste utilizada é a  $F$  de Fisher, com  $c - 1$  e  $n - c$  graus de liberdade entre os componentes estimados 'entre' e 'dentre' da variabilidade total.

Contudo, para empregar o teste  $F$  ANOVA de fator único, é preciso avaliar os seus pressupostos básicos. De acordo com Levine, Berenson e Stephan (2000, p. 411), existem três pressupostos principais na análise de variância:

- 1- Aleatoriedade e independência de erros;
- 2- Normalidade;
- 3- Homogeneidade da variância.

O primeiro pressuposto está relacionado com a aleatoriedade e independência dos dados obtidos. Nesse estudo, são analisadas as empresas não financeiras que compõem o Ibovespa, sendo essas independentes uma da outra. Assim, atende-se a esse primeiro pressuposto.

O segundo pressuposto estabelece que os valores em cada grupo se distribuem de maneira normal. Existem testes estatísticos que podem ser realizados para verificar se os grupos seguem ou não a distribuição normal. Para a verificação desse pressuposto, emprega-se o teste de Kolmogorov-Smirnov.

Conforme Siegel (1956, p.47), "the Kolmogorov-Smirnov (...) is a test of goodness of fit. (...). It determines whether the scores in the sample can reasonably be thought to have come from a population having the theoretical distribution".<sup>30</sup>

Assim, esse teste objetiva analisar se os dados da amostra seguem ou não a distribuição normal.

---

<sup>30</sup> O Kolmogorov-Smirnov é um teste de qualidade do ajustamento. (...). Ele determina se os escores na amostra podem razoavelmente ser considerados como extraídos de uma população que tem uma distribuição teórica. (tradução livre).

Suas hipóteses estatísticas são:

$$H_0 = \text{seguem distribuição normal}$$

$$H_1 = \text{não seguem distribuição normal}$$

O terceiro pressuposto afirma que a variância dentro de cada população deve ser igual para todas as populações (homocedasticidade). A fim de analisar esse pressuposto, emprega-se o teste de homogeneidade de variâncias de Levene, o qual possui as seguintes hipóteses estatísticas:

$$H_0 = s_1^2 = s_2^2 = s_3^2$$

$$H_1 = \text{as variâncias não são homogêneas}$$

Onde:  $s^2$  representa as variâncias dos grupos.

Assim, o teste realizado é o Kolmogorov-Smirnov, a fim de verificar se os níveis de evidência das informações obrigatórias possuem distribuição normal.

**Tabela 5.** Teste de Kolmogorov-Smirnov - Informações Obrigatórias

N		40
Normal Parameters(a,b)	Mean	74,4250
	Std. Deviation	6,0804
Most Extreme Differences	Absolute	,089
	Positive	,068
	Negative	-,089
Kolmogorov-Smirnov Z		,563
Asymp. Sig. (2-tailed)		,909

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,909 >  $\alpha$  = 0,05, conclui-se que não se pode rejeitar  $H_0$ , ou seja, os grupos possuem distribuição normal.

A seguir, o teste realizado se refere ao teste de Levene, utilizado para verificar se as variâncias dos níveis de evidenciação das informações obrigatória dentro de cada grupo formado são iguais.

**Tabela 6.** Teste de Levene - Informações Obrigatórias

Levene Statistic	df1	Df2	Sig.
,155	2	37	,857

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,857 >  $\alpha$  = 0,05, conclui-se que não se pode rejeitar  $H_0$ , sendo as variância homogêneas, isto é, dentro de cada um dos grupos a variabilidade é apenas devida a causas aleatórias.

Como os pressupostos básicos do teste paramétrico são verificados, a ANOVA pode ser utilizada de modo seguro. Os seguintes resultados são obtidos, quando da análise do nível médio de evidenciação das informações obrigatórias:

**Tabela 7.** ANOVA - Informações Obrigatórias

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	106,800	2	53,400	1,480	,241
Within Groups	1335,115	37	36,084		
Total	1441,915	39			

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,241 >  $\alpha$  = 0,05, a hipótese nula ( $H_0$ ) não pode ser rejeitada, ou seja, não há diferença entre os grupos com relação ao nível de evidenciação das informações obrigatórias. **Assim, pode-se concluir**

**que não há diferenças significativas entre o nível de evidência médio dos três grupos, com um nível de significância de 5%.**

Para a comprovação dos resultados obtidos pelo teste paramétrico realiza-se, também, o teste não-paramétrico Kruskal-Wallis.

#### **5.4.2.2 Teste de Kruskal-Wallis**

O teste de Kruskal-Wallis tem as mesmas propriedades de eficácia em relação ao teste  $F$  ANOVA de fator único e, segundo Levine, Berenson e Stephan (2000, p. 419), "o procedimento Kruskal-Wallis mostrou-se quase tão eficaz quanto o teste  $F$ , em condições apropriadas ao último, e ainda mais eficaz do que o procedimento clássico, quando seus pressupostos são violados".

Desse modo, o teste de Kruskal-Wallis é uma alternativa não-paramétrica à Análise de Variância. E, conforme Levine, Berenson e Stephan (2000, p. 419), é com muita frequência utilizado para testar se grupos de amostras independentes são extraídos de populações que têm medianas iguais.

As hipóteses estatísticas testadas são:

$$H_0 = M_1 = M_2 = M_3$$

$$H_1 = \text{nem todos os } M \text{ são iguais}$$

Onde:  $M$  representa as medianas dos grupos.

Os resultados obtidos através da aplicação deste teste para o nível médio de evidência das informações obrigatórias são apresentados a seguir.

**Tabela 8.** Teste de Kruskal-Wallis - Informações Obrigatórias

Chi-Square	2,334
Df	2
Asymp. Sig.	,311

Como o nível de significância ( $p$ -value) = 0,311 >  $\alpha$  = 0,05, a hipótese nula ( $H_0$ ) não pode ser rejeitada, ou seja, não há diferenças entre os grupos quanto ao nível de evidenciação de informações obrigatórias.

**Dessa forma, conclui-se que não existem diferenças significativas entre os níveis médios de evidenciação dos três grupos, com um nível de significância de 5%.** Este resultado é obtido tanto pelo teste paramétrico (ANOVA) quanto pelo teste não-paramétrico (Kruskal-Wallis).

#### **5.4.3 Análise do Nível de Evidenciação – Demonstrações Complementares**

Nesse item realiza-se a análise do nível de evidenciação das demonstrações complementares. Os aspectos teóricos dos testes estatísticos não são abordados, uma vez que isso já foi realizado no item 5.4.2.

Efetuem-se os testes estatísticos para verificar se existe ou não diferenças entre os grupos quanto às demonstrações complementares. Dessa maneira, busca-se verificar se os percentuais médios de divulgação apresentados pelos três grupos diferem entre eles significativamente.

Para a análise do nível de evidenciação das demonstrações complementares, realizam-se os testes estatísticos descritos anteriormente, utilizados para análise do nível de evidenciação das informações obrigatórias. Porém, utiliza-se um teste adicional, o teste de Tukey HSD, em função dos resultados obtidos.

### 5.4.3.1 Análise de Variância - ANOVA

Utiliza-se a ANOVA, sendo necessário, contudo, primeiro verificar se os seus pressupostos básicos são atendidos. Assim, o teste realizado é o Kolmogorov-Smirnov, a fim de verificar se os níveis de evidenciação das demonstrações complementares possuem distribuição normal.

**Tabela 9.** Teste de Kolmogorov-Smirnov - Demonstrações Complementares

N		40
Normal Parameters(a,b)	Mean	51,6675
	Std. Deviation	28,4404
Most Extreme Differences	Absolute	,202
	Positive	,098
	Negative	-,202
Kolmogorov-Smimov Z		1,275
Asymp. Sig. (2-tailed)		,077

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,077 >  $\alpha$  = 0,05, conclui-se que não se pode rejeitar  $H_0$ , ou seja, os grupos possuem distribuição normal.

A seguir, o teste realizado se refere ao teste de Levene, utilizado para verificar se as variâncias dos níveis de evidenciação das demonstrações complementares dentro de cada grupo formado são iguais.

**Tabela 10.** Teste de Levene - Demonstrações Complementares

Levene Statistic	df1	df2	Sig.
1,043	2	37	,362



Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,362 >  $\alpha$  = 0,05, conclui-se que não se pode rejeitar  $H_0$ , sendo as variâncias homogêneas, isto é, dentro de cada um dos grupos a variabilidade ocorre apenas devido a causas aleatórias.

Como os pressupostos básicos do teste paramétrico são verificados, a ANOVA pode ser utilizada de modo seguro. Assim, de acordo com esse teste, os seguintes resultados são obtidos, quando da análise do nível médio de evidenciação das demonstrações complementares.

**Tabela 11. ANOVA - Demonstrações Complementares**

	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	17487,081	2	8743,540	23,012	,000
Within Groups	14058,387	37	379,956		
Total	31545,468	39			

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,000 <  $\alpha$  = 0,05, a hipótese nula ( $H_0$ ) é rejeitada, ou seja, pelo menos um grupo difere com relação ao nível de evidenciação média das demonstrações complementares.

**Dessa forma, pode-se concluir que existem diferenças significativas entre os níveis médios de evidenciação das demonstrações complementares, com um nível de significância de 5%.**

Todavia, os resultados apresentados não possibilitam a conclusão de qual ou quais grupos possuem níveis de evidenciação médios significativamente diferentes de outros, tornando-se necessária a aplicação de um teste estatístico de comparações múltiplas. O teste aplicado para esse fim é o de Tukey HSD, apresentado a seguir.

### 5.4.3.2 Teste de Tukey HSD

De acordo com Hair et al. (1998, p. 356), esse método identifica quais grupos dentre os comparados (ex: grupo 1 *versus* grupo 2 e 3) têm diferenças significativas. Assim, é possível determinar quais médias são significativamente diferentes das outras. Esse método é um exemplo de procedimento de comparação *a posteriori*, uma vez que as hipóteses de interesse são formuladas depois da inspeção dos dados.

Os resultados obtidos por este teste, para o nível médio de evidenciação das demonstrações complementares, são apresentados a seguir.

**Tabela 12.** Teste de Tukey HSD - Demonstrações Complementares

(I)	(J)	Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Grupo 1	grupo 2	3,4808	7,0055	,873	-13,6231	20,5847
	grupo 3	51,6208(*)	8,1218	,000	31,7914	71,4502
Grupo 2	grupo 1	-3,4808	7,0055	,873	-20,5847	13,6231
	grupo 3	48,1400(*)	8,2187	,000	28,0740	68,2059
Grupo 3	grupo 1	-51,6208(*)	8,1218	,000	-71,4502	-31,7914
	grupo 2	-48,1400(*)	8,2187	,000	-68,2059	-28,0740

Na tabela acima verifica-se que o grupo 3 difere significativamente dos grupos 1 e 2, enquanto estes dois grupos (1 e 2) não diferem entre si.

Entretanto, o teste de Tukey HSD apresenta uma tabela complementar em que os três grupos são classificados em grupos homogêneos, sendo o critério de classificação a não existência de diferenças significativas entre as médias dos grupos de empresas analisados.

**Tabela 13.** Teste de Tukey HSD – Grupos Homogêneos - Demonstrações Complementares

	N	Subset for alpha = .05	
		1	2
Grupo 3	9	12,9666	
Grupo 2	15		61,1066
Grupo 1	16		64,5875
Sig.		1,000	,896

Assim, confirma-se que o grupo 3 difere significativamente dos demais, possuindo um nível de evidênciação médio das demonstrações complementares menor que os grupos 1 e 2, os quais não diferem significativamente.

Para a comprovação dos resultados obtidos através do teste paramétrico, efetua-se, também, o teste não-paramétrico Kruskal-Wallis.

#### 5.4.3.3 Teste de Kruskal-Wallis

Os resultados obtidos através da aplicação deste teste para o nível médio de evidênciação das demonstrações complementares são apresentados a seguir.

**Tabela 14.** Teste de Kruskal-Wallis - Demonstrações Complementares

Chi-Square	18,119
Df	2
Asymp. Sig.	,000

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,000 >  $\alpha$  = 0,05, a hipótese nula ( $H_0$ ) é rejeitada, ou seja, pelo menos um grupo difere com relação à mediana do nível de evidênciação das demonstrações complementares.

Desse modo, pode-se concluir que existem diferenças significativas entre os níveis médios de evidenciação dos três grupos, com um nível de significância de 5%. Este resultado é obtido tanto pelo teste paramétrico (ANOVA) quanto pelo teste não-paramétrico (Kruskal-Wallis).

#### 5.4.4 Resultados da Análise do Nível de Evidenciação

A análise do nível de evidenciação das informações obrigatórias constata que não existem diferenças significativas entre os níveis médios de evidenciação dos três grupos. Dessa forma, a hipótese nula ( $H_0$ ) não pode ser rejeitada, com um nível de significância de 5%. Esse resultado é constatado tanto pelo teste paramétrico (ANOVA) quanto pelo teste não-paramétrico (teste de Kruskal-Wallis).

Esse resultado, obtido com a análise do nível de evidenciação das informações obrigatórias é esperado, uma vez que as empresas analisadas pertencem ao grupo das maiores empresas de capital aberto no Brasil, as quais estão sujeitas às mesmas regulamentações e fiscalizações.

Através da análise do nível de evidenciação das demonstrações complementares observa-se pelo menos um grupo diferindo significativamente quanto ao nível médio de evidenciação. Dessa forma, tanto no teste paramétrico (Anova) quanto no teste não-paramétrico (teste de Kruskal-Wallis), a hipótese nula ( $H_0$ ) é rejeitada.

Conforme o teste de Tukey HSD, comprova-se que o grupo 3 difere significativamente dos demais, possuindo um nível de evidenciação médio menor do que os grupos 1 e 2, os quais não diferem significativamente entre si.

Esse resultado, obtido com a análise do nível de evidenciação das demonstrações complementares pode ser atribuído a não exigência legal de divulgação dessas demonstrações.

### **5.5 Análise da Volatilidade dos Retornos das Ações**

A volatilidade dos retornos para cada empresa é calculada conforme especificado no item 3, para o período definido para a análise (01/02/2002 – 30/04/2003).

A volatilidade é calculada seguindo-se os grupos formados pela análise de *cluster*, descrita anteriormente, no item 5.4.1.

Dessa forma, o grupo 1 é formado por 16 empresas, o grupo 2 é composto por 15 empresas e o grupo 3 é constituído por 9 empresas.

Os resultados obtidos são apresentados na tabela a seguir:

Tabela 15. Volatilidade dos Retornos das Ações

Grupo 1			Grupo 2			Grupo 3		
Nº	Empresa	Volatilidade	Nº	Empresa	Volatilidade	Nº	Empresa	Volatilidade
1	Ambev	1,821%	4	Comgás	2,717%	20	Eletrobrás	2,789%
9	CST	2,375%	23	Trans. Paulista	2,293%	38	Telemig Part.	2,744%
13	VCP	1,854%	5	Sabesp	2,407%	30	CRT Celular	2,564%
8	Vale do Rio Doce	1,717%	19	Cesp	3,012%	41	Tele Leste Celular	2,733%
12	Aracruz	2,071%	6	Acesita	2,355%	33	Tele Centroeste Cel.	3,284%
11	Gerdau	2,196%	14	Klabin	2,934%	39	Telesp	1,910%
26	Petrobrás	2,098%	22	Light	2,973%	32	Tele Celular Sul	2,613%
3	Itausa	1,996%	24	Tractebel	2,932%	42	Tele Nordeste Cel.	2,640%
29	Souza Cruz	1,675%	7	Usiminas	2,621%	31	Embratel	4,677%
10	CSN	3,132%	17	Cemig	2,660%			
36	Telemar NL	2,470%	18	Copel	2,836%			
37	Telemar	2,368%	27	Ipiranga Pet	2,572%			
34	Brasil Telecom	2,388%	40	Telesp Cel. Part.	3,199%			
35	Brasil Telecom Part.	2,518%	21	Eletropaulo	4,025%			
15	Braskem	2,790%	16	Celesc	2,255%			
28	Embraer	2,495%						
Total	16	35,961%		15	41,791%	Total	9	25,953%
Média		2,248%			2,786%	Média		2,884%

Pode-se observar que os resultados apresentados pelos três grupos são diferentes: o grupo 1 apresenta volatilidade média dos retornos de 2,248%; o grupo 2 apresenta volatilidade média dos retornos de 2,786%; e o grupo 3 apresenta volatilidade média dos retornos de 2,884%.

No entanto, para se afirmar seguramente que os grupos de empresas apresentam volatilidade média dos retornos diferentes, realizaram-se os mesmos testes estatísticos descritos anteriormente, no item 4.4.2, e utilizados para a análise do nível de evidenciação.

A seguir são apresentados os resultados obtidos com a análise da volatilidade dos retornos das ações.

### 5.5.1 Análise de Variância – ANOVA

Para se aplicar o teste ANOVA é preciso verificar se os seus pressupostos básicos são atendidos. Assim, o teste realizado é o Kolmogorov-Smirnov para verificar se as volatilidades dos retornos das ações possuem distribuição normal.

**Tabela 16.** Teste de Kolmogorov-Smirnov – Volatilidade dos Retornos das Ações

N		40
Normal Parameters(a,b)	Mean	,02592
	Std. Deviation	,00577
Most Extreme Differences	Absolute	,116
	Positive	,116
	Negative	-,065
Kolmogorov-Smirnov Z		,737
Asymp. Sig. (2-tailed)		,650

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,650 >  $\alpha$  = 0,05, conclui-se que não se pode rejeitar  $H_0$ , ou seja, os grupos possuem distribuição normal.

A seguir, o teste realizado se refere ao teste de Levene, utilizado para verificar se as variâncias das volatilidades dos retornos das ações dentro dos grupos formados são iguais.

**Tabela 17.** Teste de Levene - Volatilidade dos Retornos das Ações

Levene Statistic	df1	Df2	Sig.
,810	2	37	,453

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,453 >  $\alpha$  = 0,05, conclui-se que não se pode rejeitar  $H_0$ , sendo as variância homogêneas, isto é, dentro de cada um dos grupos a variabilidade é apenas devida a causas aleatórias.

Como os pressupostos básicos são verificados, a ANOVA pode ser utilizada de modo seguro. Assim, de acordo com esse teste, os seguintes resultados são obtidos, quando da análise da volatilidade média dos retornos das ações.

**Tabela 18 .** ANOVA - Volatilidade dos Retornos das Ações

	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Between Groups	,000	2	,000	6,114	,005
Within Groups	,001	37	,000		
Total	,001	39			

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,005 <  $\alpha$  = 0,05, a hipótese nula ( $H_0$ ) é rejeitada, ou seja, pelo menos um grupo difere com relação à volatilidade média- dos retornos das ações.



Dessa forma, pode-se concluir que existem diferenças significativas entre as volatilidades médias dos retornos dos três grupos, com um nível de significância de 5%.

Contudo, esse resultado não permite concluir qual ou quais grupos possuem volatilidade média dos retornos significativamente diferentes, tornando-se necessária a aplicação de um teste estatístico de comparações múltiplas. O teste aplicado, para esse fim, é o de Tukey HSD, apresentado a seguir.

### 5.5.2 Teste de Tukey HSD

Os resultados obtidos por este teste para a volatilidade média dos retornos das ações são apresentados a seguir.

**Tabela 19.** Teste de Tukey HSD – Volatilidade dos Retornos das Ações

		Mean Difference (I-J)	Std. Error	Sig.	95% Confidence Interval	
					Lower Bound	Upper Bound
Grupo 1	Grupo 2	-,0053(*)	,0018	,016	-,0098	-,0008
	Grupo 3	-,00636(*)	,0021	,014	-,0115	-,0011
Grupo 2	Grupo 1	,0053(*)	,0018	,016	,0008	,0098
	Grupo 3	-,00097	,0021	,894	-,0062	,0043
Grupo 3	Grupo 1	,00636(*)	,0021	,014	,0011	,0115
	Grupo 2	,00097	,0021	,894	-,0043	,0062

Na tabela acima verifica-se que o grupo 1 difere significativamente dos grupos 2 e 3, enquanto estes dois grupos (2 e 3) não diferem entre si.

Complementarmente, o teste de Tukey HSD apresenta uma tabela em que os três grupos são classificados em grupos homogêneos, sendo o critério de

classificação a não existência de diferenças significativas entre as médias dos grupos de empresas analisados.

**Tabela 20.** Teste de Tukey HSD – Grupos Homogêneos – Volatilidade dos Retornos das Ações

	N	Subset for alpha = .05	
		1	2
Grupo 1	16	,0224	
Grupo 2	15		,0278
Grupo 3	9		,0288
Sig.		1,000	,884

Desse modo, comprova-se que o grupo 1 difere significativamente dos demais, possuindo uma volatilidade média dos retornos das ações menor que os grupos 2 e 3, os quais não diferem significativamente.

Para a comprovação dos resultados obtidos através do teste paramétrico realiza-se, também, o teste não-paramétrico Kruskal-Wallis.

### 5.5.3 Teste de Kruskal-Wallis

Os resultados obtidos através da aplicação deste teste para a volatilidade média dos retornos das ações são apresentados a seguir.

**Tabela 21.** Teste de Kruskal-Wallis - Volatilidade dos Retornos das Ações

Chi-Square	12,103
Df	2
Asymp. Sig.	,002

Como o nível de significância ( $p\text{-value}$ ) = 0,002 <  $\alpha$  = 0,05, a hipótese nula ( $H_0$ ) é rejeitada, ou seja, pelo menos um grupo difere com relação à mediana das volatilidades dos retornos das ações.

**Assim, conclui-se que existem diferenças significativas entre as volatilidades médias dos retornos dos três grupos, com um nível de significância de 5%.**

#### **5.5.4 Resultados da Análise da Volatilidade dos Retornos das Ações**

Verifica-se, tanto pelo teste paramétrico (Anova) quanto pelo teste não-paramétrico (teste de Kruskal-Wallis), que a hipótese nula ( $H_0$ ) é rejeitada, ou seja, pelo menos um grupo difere com relação à volatilidade média dos retornos das ações, concluindo-se que existe diferença significativa entre as volatilidades médias dos grupos em função do nível de evidenciação. E, de acordo com o teste de Tukey HSD, comprova-se que o grupo 1 difere significativamente dos demais, tendo uma volatilidade média dos retornos das ações menor que os grupos 2 e 3, os quais não diferem significativamente entre si.

A seguir, analisa-se, conjuntamente, os resultados do nível de evidenciação e da volatilidade dos retornos das ações.

### **5.6 Relação entre Nível de Evidenciação e Volatilidade dos Retornos das Ações**

A partir dos resultados obtidos pelos testes estatísticos, tem-se a seguinte constatação:

O grupo 1 apresenta o maior nível médio de evidenciação das demonstrações complementares e a menor volatilidade média dos retornos das ações;

O grupo 3 apresenta o menor nível médio de evidenciação das demonstrações complementares e a maior volatilidade média dos retornos das ações.

Para o grupo 2, grupo intermediário, não foi possível fazer qualquer constatação.

Assim, a partir dos resultados dos testes estatísticos realizados, esse estudo encontra evidências empíricas que indicam a aceitação da hipótese nula ( $H_0$ ) do trabalho, de que empresas com maior nível de evidenciação possuem uma volatilidade média dos retornos de suas ações menor do que as empresas com um menor nível de evidenciação.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esse trabalho objetiva investigar a relação existente entre o nível de evidenciação das informações contábeis e a volatilidade do retorno das ações no mercado de capitais brasileiro. Para tanto foram analisadas as informações contábeis divulgadas pelas companhias em seus relatórios anuais, a fim de serem identificados os diversos níveis de evidenciação existentes, e foram calculadas as volatilidades das ações. Posteriormente, testou-se a hipótese nula de que empresas com maior nível médio de evidenciação apresentam menor volatilidade média dos retornos das ações.

Após o desenvolvimento do trabalho conclui-se que os diferentes níveis de evidenciação influenciam a volatilidade do retorno das ações, resultando em não rejeição da hipótese nula ( $H_0$ ) proposta por este estudo, ou seja, as empresas que apresentam um maior nível de evidenciação possuem uma volatilidade média dos retornos de suas ações menor do que as empresas que apresentam um menor nível de evidenciação.

Conclui-se que, pelo exame das informações publicadas, o nível de evidenciação apresentado pelas empresas – informações obrigatórias – revela que nenhuma empresa divulga 100% das informações exigidas. Quanto às demonstrações complementares, pode-se observar uma diferença muito grande entre as empresas, pois enquanto algumas divulgam 100% dessas demonstrações, outras não publicam qualquer demonstração.

A partir dessa verificação, efetua-se a identificação e a classificação das empresas em 3 grupos de acordo com seus níveis de evidenciação, obtidas pela

análise de *cluster*, atendendo assim o primeiro objetivo específico estabelecido nesse trabalho.

A análise do nível de evidenciação das informações obrigatórias demonstra haver diferenças entre os três grupos, no entanto, essas diferenças são consideradas não-significativas pelo teste estatístico aplicado, conforme se pode observar nas tabelas 7 e 8.

Já a análise do nível de evidenciação das demonstrações complementares mostra a existência de diferenças significativas entre os três grupos, sendo que o grupo 3 apresenta o menor nível de evidenciação e os grupos 1 e 2 não apresentam diferenças significativas entre si. Essas análises possibilitam o atendimento do segundo objetivo específico estabelecido nesse estudo.

A análise da volatilidade dos retornos das ações no período definido para o estudo (02/01/2002 a 30/04/2003) mostra que grupos com características diferentes em termos de evidenciação de informações contábeis apresentam volatilidades médias diferentes, tendo o grupo 1 apresentado a menor volatilidade média dos retornos das ações e sendo significativamente diferente dos grupos 2 e 3. Essa análise proporciona o atendimento do último objetivo específico estabelecido nesse trabalho.

Assim, são constatadas diferenças significativas entre os grupos 1 e 3, os quais estão nos extremos, ou seja, entre os grupos detentores do maior e do menor nível médio de evidenciação das demonstrações complementares, respectivamente.

Verifica-se, ainda, ambos apresentando volatilidade média dos retornos também diferente, sendo que o grupo 1 apresenta a menor volatilidade e o grupo 3, a maior.

Dessa maneira, é importante ressaltar que esse estudo encontra evidências empíricas comprovantes do corolário de profissionais de mercado os quais acreditam em que empresas com maior nível de evidenciação apresentam um risco (volatilidade) menor.

O estudo é capaz de revelar que empresas com maior nível de evidenciação, em termos de demonstrações complementares, possuem menor volatilidade do retorno das ações, confirmando, assim, a esperada importância dada pelo mercado a essas demonstrações.

Contudo, dada a amostra intencional e não probabilística, os resultados e conclusões obtidos nesse estudo estão limitados ao conjunto de empresas analisadas.

Dentro das limitações e delimitações desse trabalho, isso significa que a volatilidade média dos retornos das ações de empresas com maior nível de evidenciação mostra-se menor do que a volatilidade média dos retornos das ações das empresas com menor nível de evidenciação.

Espera-se que essa dissertação contribua para o entendimento da importância da divulgação das informações contábeis para o mercado de capitais brasileiro.

Os resultados obtidos devem ser interpretados como um fator importante para as empresas aumentarem seu nível de transparência e evidenciação de informações e conseqüentemente atenderem a um dos mais importantes pressupostos da Governança Corporativa que é a transparência e a evidenciação, contribuindo para um menor grau de risco e um maior grau de confiabilidade.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos de pós-graduação: noções práticas**. São Paulo: Atlas, 1999.

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Pioneira, 1999.

AQUINO, Wagner de; SANTANA, Antonio Carlos de. **Evidenciação**. Cadernos de Estudos. São Paulo, v.5, p. 1-58, junho 1992.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2001.

BERNARDO, Heloísa P. **Divulgação das informações de natureza ambiental**. In: Encontro Nacional sobre Gestão Ambiental e meio ambiente. Anais. São Paulo, 17 a 19 nov. 1999 – FGV e FEA/USP.

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. **Mais incentivo à adoção de regras de Governança Corporativa e à emissão de debêntures**. Notícias. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br>. Acesso em: 20/01/2004.

BODIE, Z.; MERTON, Robert C. **Finanças**. Tradução James Sudelland. 1ª edição revisada e ampliada. Porto Alegre: Bookman Editora, 2002.

BOTOSAN, Christine A. **Disclosure level and the cost of equity capital**. The Accounting Review, vol. 72. nº 3, julho de 1997.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Novo mercado**. Disponível em: [http://www.novomercadobovespa.com.br/nm\\_novomercado.shtml](http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_novomercado.shtml). Acesso em: 9/11/2002a.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Níveis diferenciados de governança corporativa**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br>. Acesso em: 9/11/2002b.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Perguntas Frequentes**. Disponível em: [http://www.novomercadobovespa.com.br/nm\\_faq.shtml](http://www.novomercadobovespa.com.br/nm_faq.shtml). Acesso em: 9/11/2002c.



BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. **Índices**. Disponível em: <http://www.bovespa.com.br/Indices/ApresentaçãoP.asp?Indice=lbovespa>. Acesso em: 5/3/2004.

BOYNTON, William C.; JOHNSON, Raymond N.; KELL, Walter G. **Auditoria**. Tradução José Evaristo dos Santos. São Paulo: Atlas, 2002.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação nº 26**, de 05 de fevereiro de 1986.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação nº 27**, de 05 de fevereiro de 1986.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação nº 28**, de 05 de fevereiro de 1986.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação nº 70**, de 01 de janeiro de 1989.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação nº 273**, de 20 de agosto de 1998.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação nº 371**, de 13 de dezembro de 2000.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 10**, de 14 de fevereiro de 1980.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 59**, de 22 de dezembro de 1986.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 235**, de 23 de março de 1995.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 247**, de 27 de março de 1996.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 248**, de 29 de março de 1996.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 371**, de 27 de junho de 2002.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução nº 381**, de 14 de janeiro de 2003.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Nota Explicativa nº 09**, de 24 de outubro de 1978.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Nota Explicativa nº 59**, de 22 de dezembro de 1986.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários e PTE. **Ofício-Circular nº 578**, de 06 de novembro de 1985.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários e PTE. **Ofício-Circular nº 309**, de 17 de dezembro de 1986.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de orientação nº 04**, de 01 de outubro de 1979.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de orientação nº 15**, de 28 de dezembro de 1987.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de orientação nº 17**, de 15 de fevereiro de 1989.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de orientação nº 18**, de 18 de janeiro de 1990.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de orientação nº 21**, de 27 de dezembro de 1990.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de orientação nº 24**, de 15 de janeiro de 1992.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de orientação nº 29**, de 11 de abril de 1996.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as sociedades por ações**. Publicada no DOU, em 15 de dezembro de 1976.

BRITO, Ney Roberto Ottoni de. Índice brasileiro de ações: uma proposta. BRITO, Ney Roberto Ottoni de (org.). **Gestão de Investimentos**. São Paulo: Atlas, 1989.

BUSINESS FOR SOCIAL RESPONSABILITY - BSR. **Corporate governance**. Disponível em: <http://www.bsr.org>. Acesso em: 13/12/2002.

BUENO, Artur Franco. **Problemas de disclosure no Brasil: o caso das empresas com ações no exterior**. Caderno de Estudos FIECAFI. São Paulo. V.11.n.20p.19. janeiro/abril de 1999.

\_\_\_\_\_. **Análise empírica do dividend yield das ações brasileiras**. Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2000.

CARVALHO, L. Nelson; MATOS, Emanuel R. J.; MORAES, Romildo de O. **Contabilidade ambiental**. Pensar Contábil. Rio de Janeiro, n.8, 2000, p. 31-38.

CARVALHO, Antonio Gledson de. **Os primeiros resultados da migração para os novos mercados da Bovespa**. RI – Relações com Investidores. Rio de Janeiro, nº 61, março de 2003.

COHEN, J.B.; ZINBARG, E. D.; ZEIKEL, A. **Investment analysis and portfolio management**. 5ª edição. Illinois: Irwin, 1987.

COOPER, Donald; SCHINDLER, Pamela S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7ª edição. Porto Alegre: Bookman, 2003.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: junho de 2002.

DEMSETZ, H.; LEHN, K. ***The structure of corporate ownership: causes and consequences.*** Journal of Political Economy 93, 1155-77, 1985.

ECCLES, Robert G. et al. ***The ValueReporting revolution: moving beyond the earnings game.*** PricewaterhouseCoopers. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.

FALCÃO, Eduardo T. A. ***Divulgação em demonstrações financeiras de companhias abertas.*** Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1993.

FASB. Statement of Financial Accounting Standards N° 95. ***Statement of cash flows.*** 1998.

FASB. Statement of Financial Accounting Concepts - SFAC N° 2, ***Qualitative characteristics of accounting information,*** 1980.

GAVE, Mathew. ***Closing the communications gap: disclosure and institutional shareholders.*** Disponível em: <http://www.icaew.co.uk>. Acesso em: 04/08/2000.

GIGLER, Frank B; HEMMER, Thomas. ***Conservatism, optimal disclosure policy and the timeliness of financial reports.*** The Accounting Review, vol. 76. n° 4, outubro de 2001.

GITMAN, Lawrence J. ***Princípios de administração financeira.*** Tradução e revisão técnica: Jean Jacques Salim e João Carlos Douat. São Paulo: Editora Harbra, 1997.

HAIR, Joseph F Jr. et al. ***Multivariate data analysis.*** 5ª edição. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. ***Teoria da contabilidade.*** Tradução da 5ª edição americana por Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.

HORNGREN, Charles T.; SUNDEM, Gary L.; ELLIOTT, John A. ***Introduction to financial accounting.*** 7ª edição. New Jersey: Prentice Hall, 1999.

HOUAISS, Antônio; VILLAR, Mauro de Salles. ***Dicionário Houaiss da língua portuguesa.*** Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

IASB – International Accounting Standards Board. **Normas internacionais de contabilidade 2001**: texto completo de todas as normas internacionais de contabilidade e interpretações SIC existentes em 1º de janeiro de 2001. São Paulo: IBRACON, 2001.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12/02/2004a.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança corporativa no Brasil**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12/02/2004b.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Atualidades no país**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12/02/2004c.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12/02/2004d.

IKEDA, Ricardo Hirata. **Metodologias de avaliação de *tracking error* na gestão passiva de fundos de investimentos**: uma discussão sob o prisma da governança corporativa e do objetivo fundamental da contabilidade. Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

ISHIKURA, Edson Ryu. **Assurance service**: um estudo de novas oportunidades de serviços de auditoria. Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 6ª edição. São Paulo: Atlas, 2000.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto, Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável também às demais sociedades. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

JENSEN, Michael C. **Takeovers: their causes and consequences**. Journal of Economics Perspectives. V.2.n.1. Winter, 1998, p. 21-48.

KAM, Vernon. **Accounting theory**. Hayward, CA: John Wiley & Sons, Inc., 1986.

LAKATOS, Eva M.; MARCONI, Marina de A. **Fundamentos de metodologia científica**. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2001.

LEITE, Hélio de Paula; SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Índice bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros**. São Paulo: Atlas, 1995.

LEVINE, David M.; BERENSON, Mark L.; STEPHAN, David. **Estatística: teoria e aplicações usando *microsoft excel* em português**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

LODI, João Bosco. **Governança corporativa: o conselho da empresa e o conselho de administração**. 4ª edição. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A relevância da informação contábil para o mercado de capitais: o modelo de Ohlson aplicado à BOVESPA**. Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2001.

MARTINS, Eliseu et al. **Conflito entre os princípios contábeis e as normas legais e fiscais**. Seleções Contábeis – Centro de Estudos Superiores – COAD. Fevereiro de 1985. São Paulo: COAD, 1985.

MARTINS, Eliseu. **Evolução (ou involução?) para o fluxo de caixa** (primeira parte). IOB – Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços. São Paulo: Boletim IOB 02/88, n. 5, p. 9-45, 1988a.

\_\_\_\_\_. **Evolução (ou involução?) para o fluxo de caixa** (segunda parte). IOB – Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços. São Paulo: Boletim IOB 02/88, n. 6, p. 8-54, 1988b.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 2000.

MATTAR, Fauze N. **Pesquisa de marketing**. 3ª edição. São Paulo: Atlas, v.1, 1996.

MELLAGI FILHO, Armando; ISHIKAWA, Sérgio. **Mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Atlas, 2000.

MOURA, Antônio Abdalla de. **Qualidade e gestão ambiental: sugestões para implantação das normas ISO 14.000 nas empresas.** São Paulo: Ed. Oliveira Mendes, 2000.

MAHONEY, William F. **O que importa é a qualidade da informação.** RI –Relações com Investidores. Rio de Janeiro, nº 66, agosto de 2003.

NOSSA, Valcemiro. **Disclosure ambiental: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional.** Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION DEVELOPMENT – OECD. **OECD principles of corporate governance.** Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 14/02/2004a.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION DEVELOPMENT – OECD. **Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina.** Disponível em: <http://www.oecd.org>. Acesso em: 14/02/2004b.

RABELO, Flávio Marcílio. **Governança corporativa.** Seminário organizado pelo IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, no Rio de Janeiro, 1998. (*mimeo*).

RIBEIRO, Maisa de Souza; MARTINS, Eliseu. **A informação como instrumento econômico e a preservação do meio ambiente.** Contabilidade Vista e Revista. UFMG, v.6, n.1, dez. 1995.

RUDIO, Franz Victor. **Introdução ao projeto de pesquisa científica.** Petrópolis: Vozes, 1989.

SAFATLE, Amália. **Bonitinhos, mas ordinários: exceções à parte, os balanços sociais brasileiros não passam de peças de marketing.** Cartacapital. N. 186, 24 de Abril. 2002.

SALOTTI, Bruno Meirelles. **Demonstração dos fluxos de caixa: um estudo empírico sobre o fluxo de caixa das atividades operacionais.** Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

SANTOS, Ariovaldo dos. **Demonstração do valor adicionado: como elaborar e analisar a DVA.** São Paulo: Atlas, 2003.

\_\_\_\_\_. **Demonstração contábil do valor adicionado - DVA: um instrumento para medição da geração e distribuição de riqueza das empresas.** Tese de Livre Docência apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1999a.

SANTOS, Ariovaldo dos. FREIRE, Fátima S., MALO, François Bernard. **O balanço social no Brasil: gênese, finalidade e implementação como complemento às demonstrações contábeis.** 22º Encontro da ANPAD – Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração. In: Anais do 22º ENANPAD. Foz do Iguaçu, 1998.

SANTOS, José Evaristo dos. **Mercado financeiro brasileiro.** São Paulo: Atlas, 1999b.

SECURATO, José Roberto. **Decisões financeiras em condições de risco.** São Paulo: Atlas, 1993.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. **A survey of corporate governance.** Journal of Finance. Vol. 52, p. 737-783, June 1997.

SIEGEL, Sidney. **Nonparametric statistics for the behavioral sciences.** New York: McGraw-Hill, 1956.

SIFFERT FILHO, Nelson Fontes. **Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90.** Revista do BNDES. Rio de Janeiro. V.5.n.9.p. 123-46. Junho de 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil.** Dissertação apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

SKILLIUS, Asa; WENBERG, Ulrika. **Continuity, credibility and comparability: key challenges for corporate environmental performance measurement and communication.** The International Institute for Industrial Environmental Economics at Lund University. February, 1998.



SMITH, Peter. *The role of disclosure of strengthening corporate governance and accountability*. OECD Symposium. France, Paris, fev., 1998.

SOLOMON, Ezra; PRINGLE, John J. *Introdução à administração financeira*. Tradução de Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1981.

SOUZA, Benedito Felipe de; PEREIRA, Anísio Candido. *Auditoria contábil: abordagem prática e operacional*. São Paulo: Atlas, 2004.

THOMSON FINANCIAL. *Governança corporativa perpetua boas práticas de gestão e disclosure*. RI – Relações com Investidores. Rio de Janeiro, nº 66, agosto de 2003.

TINOCO, João Eduardo Prudêncio. *Contribuição ao estudo da contabilidade estratégica de recursos humanos*. Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1996.

TINOCO, João Eduardo Prudêncio. *Balanço social – uma abordagem sócio-econômica da contabilidade*. Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 1984.

TIROLE, Jean. *Corporate governance*. *Econometrica*. V. 69. Nº 1. January, 2001, p. 1-35.

UN – ISAR – *Intergovernmental Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting. Accounting and reporting for environmental liabilities and costs within the existing financial reporting framework*. Geneve: Draft, July, 1997

YAMAMOTO, Marina M.; MOMOSE, Carlos I.; ISHIKURA, Edson Ryu. *Corporate governance: the role of disclosure and transparency*. *European Institute for Advanced Studies in Management. International Workshop on Accounting & Regulation*. Siena, Itália, 27-29 de setembro, 2001.

YAMAMOTO, Marina M. *Governança e o valor das empresas*. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Bovespa/RevistaBovespa/88/Tendencias.shtml>>. Acessado em: 15 de maio de 2004.

WITHERELL, William. *Corporate governance: a basic foundation for the global economy*. OECD OBSERVER, Disponível em: <<http://www.oecdobserver.org/news/fullstory.php>>. Acessado em: 10 de dezembro de 2003.

**APÊNDICE A – INFORMAÇÕES DIVULGADAS PELAS EMPRESAS**

Itens analisados	Ambev	Bradespar	Itausa	Comgás	Sabesp	Acesita	Usiminas	Vale	CST
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
<b>Relatório da Administração</b>									
Aquisição de debêntures de sua própria emissão					0		0		
Política de reinvestimento de lucros	0	0	0	0				0	0
Distribuição de dividendos	1	1	1	1	1			1	1
Negócios sociais e principais fatos administrativos	1	1	1	1	1	1	1	1	
<b>Descrição dos negócios, produtos e serviços</b>									
Histórico das vendas físicas- 2 últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Vendas - correção monetária	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Descrição e análise por segmento ou linha de produtos	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Comentários sobre a conjuntura econômica</b>									
Concorrência nos mercados	1	1	1	1		1	1	1	1
Atos governamentais	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Outros fatores exógenos relevantes	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Recursos humanos</b>									
Nº de empregados - dois últimos anos	1	0	1	1	1	1	1	1	1
Turnover - dois últimos anos	0	0	1	0	0	1	1	1	1
Segmentação da mão-de-obra - localização geográfica	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nível educacional	0	0	0	0	0	0	1	1	0
Investimento em treinamento	1	0	1	1	1	1	1	1	1
Fundos de seguridade e planos sociais	0	0	1	0	1	1	1	1	1
<b>Investimentos</b>									
Descrição dos principais investimentos realizados	1		1	1	1	1	1	1	1
Objetivos	1		1	1	1	1	1	1	1
Montantes	1		1	1	1	1	1	1	1
Origens dos recursos	0		1	0	1	1	0	0	1
<b>Pesquisa e desenvolvimento</b>									
Descrição sucinta dos projetos	1		1		1				
Recursos alocados	0		0		0				
Montantes aplicados	0		1		1				
Situação dos projetos	0		0		0				
<b>Novos produtos e serviços</b>									
Descrição de novos produtos e serviços	1					1			1
Expectativas a eles relativos	1					0			1
<b>Proteção ao meio-ambiente</b>									
Descrição das políticas	1	0	1	1	1	1	1	1	1
Objetivos dos investimentos efetuados	1	0	1	0	1	1	1	1	1
Montante aplicado	1	0	0	0	1	1	1	1	1
<b>Reformulações administrativas</b>									
Descrição das mudanças administrativas			1			1			
Reorganizações societárias			1					1	1
Programas de racionalização							1		
<b>Invest. em coligadas e controladas</b>									
Indicação dos investimentos efetuados	1		1					1	
Objetivos pretendidos com as inversões		1				1	0	1	0



































<b>Transações entre partes relacionadas</b>								
Saldos e transações inseridas no contexto operacional	1	0	1	1	0	1	1	1
Saldos e transações não inseridas no contexto operacional					1			
Condições em que se deram essas transações (preços, prazos, encargos)	1	0	0	0	0	0	0	0
Se foram realizados nas mesmas condições de partes não relacionadas	0	0	0	0	0	1	1	1
<b>Reavaliação</b>								
Histórico e data da reavaliação - exercício da reavaliação								
Sumário, por conta, dos valores de avaliação, valores contábeis e valor da reserva - exercício da reavaliação								
Efeito no resultado do exercício (depreciações, amortizações e exaustões e baixas)			1					1
Tratamento quanto aos dividendos e participações			1					1
Utilização da reserva para aumento de capital ou compensação de prejuízos			0					0
Reavaliações parciais (itens reavaliados) e em controladas								1
<b>Investimentos societários no exterior</b>								
Mesmas informações requeridas para os investimentos em controladas/coligadas no país			1	1				1
Crítérios de apuração das demonstrações contábeis			0	0				1
Crítérios de conversão para a moeda nacional			1	1				1
Efeitos de eventuais mudanças no método de conversão ou critério de avaliação								
<b>Capital social autorizado</b>								
Limite de aumento autorizado, em valor e em número de ações	1		1		1	1	1	1
As espécies e classes que poderão ser emitidas	1		1		1	0	1	1
Órgão competente para deliberar sobre as emissões (AGE ou CA)	0		0		0	0	1	1
Condições a que estarão sujeitas as emissões	0		0		0	0	0	0
Casos ou condições sobre direitos de preferência para subscrição ou inexistência desse direito	0		0		0	0	1	0
Opção de compra de ações, se houver, aos administradores, empregados ou outras pessoas							1	
<b>Reservas - detalhamento</b>								
Subdivisões das reservas - quando não for adequada na DMPL	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Dividendo por ação</b>								
Montante do dividendo por ação do capital social, por espécie e classe de ações		1			1			1
Observar diferentes vantagens e a existência de ações em tesouraria								
<b>Ajustes de exercícios anteriores</b>								
Natureza dos ajustes								1
Fundamentos dos ajustes								1
<b>Ônus, garantias e responsabilidades eventuais e contingentes</b>								
Fatos contingentes que gerarem reservas ou provisões	1	1	1	1	1	1	1	1
Razões que impossibilitam a mensuração do valor								
<b>Receitas e despesas financeiras</b>								
Os juros das avaliações monetárias (nas receitas e nas despesas)	1	0	1	1	1	1	1	1
Os juros e comissões das variações monetárias (nas receitas e nas despesas)	1	0	1	1	1	1	1	1
<b>Provisão para imposto de renda e incentivos fiscais</b>								
Valor do incentivo fiscal embutido no valor bruto provisionado		0	0		1	0		1
Disposição permissionária da utilização dos incentivos		0	0		0	0		0
<b>Arrendamento mercantil - arrendatária</b>								
Valor do ativo e do passivo que existiriam - se compra financiada				1			0	1
Efeitos dessas operações no resultado e PL				0			0	0
Informações sobre esses contratos				1			0	1















<b>Transações entre partes relacionadas</b>										
Saldos e transações inseridas no contexto operacional	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Saldos e transações não inseridas no contexto operacional										
Condições em que se deram essas transações (preços, prazos, encargos)	0	0	0	0	0	1	0	1	1	1
Se foram realizados nas mesmas condições de partes não relacionadas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>Reavaliação</b>										
Histórico e data da reavaliação - exercício da reavaliação										
Sumário, por conta, dos valores de avaliação, valores contábeis e valor da reserva - exercício da reavaliação										
Efeito no resultado do exercício (depreciações, amortizações e exaustões e baixas)										
Tratamento quanto aos dividendos e participações										
Utilização da reserva para aumento de capital ou compensação de prejuízos										
Reavaliações parciais (itens reavaliados) e em controladas										
<b>Investimentos societários no exterior</b>										
Mesmas informações requeridas para os investimentos em controladas/coligadas no país	1	1	1							
Crítérios de apuração das demonstrações contábeis	0	1	0							
Crítérios de conversão para a moeda nacional	0	1	0							
Efeitos de eventuais mudanças no método de conversão ou critério de avaliação										
<b>Capital social autorizado</b>										
Limite de aumento autorizado, em valor e em número de ações	1					1	1	1	1	1
As espécies e classes que poderão ser emitidas	1					1	0	1	1	1
Órgão competente para deliberar sobre as emissões (AGE ou CA)	0					1	0	1	1	1
Condições a que estarão sujeitas as emissões	0					0	0	1	1	1
Casos ou condições sobre direitos de preferência para subscrição ou inexistência desse direito	0					1	0	0	0	0
Opção de compra de ações, se houver, aos administradores, empregados ou outras pessoas	1					1		1	1	1
<b>Reservas - detalhamento</b>										
Subdivisões das reservas - quando não for adequada na DMPL	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1
<b>Dividendo por ação</b>										
Montante do dividendo por ação do capital social, por espécie e classe de ações	1	1	1			1	1	1	1	1
Observar diferentes vantagens e a existência de ações em tesouraria			1				1	1	1	1
<b>Ajustes de exercícios anteriores</b>										
Natureza dos ajustes										
Fundamentos dos ajustes										
<b>Ônus, garantias e responsabilidades eventuais e contingentes</b>										
Fatos contingentes que gerarem reservas ou provisões	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Razões que impossibilitam a mensuração do valor										
<b>Receitas e despesas financeiras</b>										
Os juros das avaliações monetárias (nas receitas e nas despesas)	0	1	0	1	1	1	1	1	1	1
Os juros e comissões das variações monetárias (nas receitas e nas despesas)	0	1	0	1	1	1	1	0	0	0
<b>Provisão para imposto de renda e incentivos fiscais</b>										
Valor do incentivo fiscal embutido no valor bruto provisionado	0	1	0				1	1	1	1
Disposição permissionária da utilização dos incentivos	0	1	0				1	1	1	1
<b>Arrendamento mercantil - arrendatária</b>										
Valor do ativo e do passivo que existiriam - se compra financiada	0							0		
Efeitos dessas operações no resultado e PL	0							1		
Informações sobre esses contratos	0							1		















<b>Transações entre partes relacionadas</b>								
Saldos e transações inseridas no contexto operacional	1	1	1	1	1	1	0	36
Saldos e transações não inseridas no contexto operacional								1
Condições em que se deram essas transações (preços, prazos, encargos)	1	1	0	1	0	0	0	12
Se foram realizados nas mesmas condições de partes não relacionadas	1	1	1	1	1	1	0	33
<b>Reavaliação</b>								
Histórico e data da reavaliação - exercício da reavaliação								2
Sumário, por conta, dos valores de avaliação, valores contábeis e valor da reserva - exercício da reavaliação								1
Efeito no resultado do exercício (depreciações, amortizações e exaustões e baixas)								10
Tratamento quanto aos dividendos e participações								7
Utilização da reserva para aumento de capital ou compensação de prejuízos								1
Reavaliações parciais (itens reavaliados) e em controladas								2
<b>Investimentos societários no exterior</b>								
Mesmas informações requeridas para os investimentos em controladas/coligadas no país								17
Crítérios de apuração das demonstrações contábeis								8
Crítérios de conversão para a moeda nacional								13
Efeitos de eventuais mudanças no método de conversão ou critério de avaliação								0
<b>Capital social autorizado</b>								
Limite de aumento autorizado, em valor e em número de ações	1	1	1				1	21
As espécies e classes que poderão ser emitidas	0	1	0				0	14
Órgão competente para deliberar sobre as emissões (AGE ou CA)	0	1	1				0	9
Condições a que estarão sujeitas as emissões	0	0	0				0	2
Casos ou condições sobre direitos de preferência para subscrição ou inexistência desse direito	0	0	1				0	3
Opção de compra de ações, se houver, aos administradores, empregados ou outras pessoas		1	1				0	7
<b>Reservas - detalhamento</b>								
Subdivisões das reservas - quando não for adequada na DMPL	1	1	1	1	1	1	1	40
<b>Dividendo por ação</b>								
Montante do dividendo por ação do capital social, por espécie e classe de ações	1	1	1	1			1	28
Observar diferentes vantagens e a existência de ações em tesouraria	1	1		1				16
<b>Ajustes de exercícios anteriores</b>								
Natureza dos ajustes								3
Fundamentos dos ajustes								3
<b>Ônus, garantias e responsabilidades eventuais e contingentes</b>								
Fatos contingentes que gerarem reservas ou provisões	1	1	1	1	1	1		40
Razões que impossibilitam a mensuração do valor								2
<b>Receltas e despesas financeiras</b>								
Os juros das avaliações monetárias (nas receitas e nas despesas)	1	1	1	1	1	1	0	33
Os juros e comissões das variações monetárias (nas receitas e nas despesas)	1	1	1	1	1	1	0	30
<b>Provisão para imposto de renda e incentivos fiscais</b>								
Valor do incentivo fiscal embutido no valor bruto provisionado		0		0		1		10
Disposição permissionária da utilização dos incentivos		1		0		0		7
<b>Arrendamento mercantil - arrendatária</b>								
Valor do ativo e do passivo que existiriam - se compra financiada						0		2
Efeitos dessas operações no resultado e PL						0		1
Informações sobre esses contratos					1			4







<b>Energia</b>								
Uso eficiente no processo industrial								1
Uso de resíduos materiais para a produção de energia								4
Economia de energia pela reciclagem de produtos								1
Esforço para a redução do consumo de energia								12
<b>Informações financeiras ambientais</b>								
Despesas e investimentos ambientais								13
Despesas ambientais extraordinárias (multas)								1
Passivos ambientais								1
Políticas contábeis de itens ambientais								0
Contingências e comprometimentos ambientais								0
Seguro ambiental								0
<b>Outras Informações ambientais</b>								
Educação ambiental								14
Incentivo e apoio às pesquisas ambientais								8
<b>Florestas</b>								12
<b>Água</b>								15
<b>Ar</b>								13
<b>Total de Demonstrações Complementares Divulgadas</b>	3	3	3	0	1	0	0	
0 - a empresa deveria ter divulgado a informação e não divulgou								
1 - a empresa deveria divulgar a informação e divulgou-a								
em branco - a empresa não divulgou a informação e não deveria divulgá-la								

**BIBLIOTECA FEA/USP**  
**DOAÇÃO**

Procedência Seção de  
Pos-Graduação

Data 08 / 12 / 04