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

RELAÇÃO ENTRE *DISCLOSURE* E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

Ana Paula Lanzana

Orientador: Prof. Dr. Rubens Famá

SÃO PAULO
2004

Prof. Dr. Adolpho Jose Melfi
REITOR DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

Prof.a. Dra. Maria Tereza Leme Fleury
DIRETOR DA FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE

Prof. Dr. Eduardo Pinheiro Gondin de Vasconcellos
CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Prof. Dr. Isak Kruglianskas
COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO

ANA PAULA LANZANA

RELAÇÃO ENTRE *DISCLOSURE* E GOVERNANÇA CORPORATIVA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS

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

Orientador: Prof. Dr. Rubens Fama

Área de concentração: Finanças

SÃO PAULO

2004

Lanzana, Ana Paula

Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras / Ana Paula Lanzana. -- São Paulo, 2004.

161 f.

Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, 2004

Decido este trabalho a Deus, razão de eu existir
e Quem me capacitou para chegar até aqui.
Dedico também ao Ricardo e aos meus queridos pais,
pelo apoio em toda e qualquer circunstância.

Agradecimentos

Ao Prof. Dr. Rubens Famá, pelo apoio e orientação do trabalho, pela grande oportunidade de ter participado das disciplinas de Pós-Graduação e, principalmente, por seu exemplo contagiante de paixão pela academia.

Ao Prof. Dr. José Roberto Securato, membro da banca, pelo aprendizado nas disciplinas de Pós-Graduação, pelas importantes críticas e sugestões a esta dissertação, pelo apoio e incentivo durante todo o curso de mestrado e pelo exemplo de professor dinâmico, dedicado e sempre aberto a aprender.

Ao Prof. Dr. William Eid, membro da banca, pelas valiosas críticas e sugestões a este trabalho, pela orientação ao trabalho final de graduação da EAESP-FGV, e pela oportunidade de mais uma vez poder contribuir na minha trajetória acadêmica.

Aos Professores do Departamento de Administração da FEA-USP, pelas oportunidades de aprendizado nas disciplinas de Pós-Graduação.

Especial agradecimento ao colega doutorando Alexandre Silveira Di Miceli, com quem eu tive o imenso privilégio de aprender, trocar idéias e desenvolver pesquisas durante o mestrado. Pela sua orientação e sugestões a este trabalho, assim como apoio para os testes estatísticos. Por seu exemplo de determinação, persistência e busca da perfeição.

Outro especial agradecimento à colega doutoranda Raquel Freitas de Oliveira, por me oferecer críticas e sugestões extremamente valiosas a este trabalho, e também pelo apoio nos testes estatísticos. Pela amizade e também exemplo de entusiasmo pela vida acadêmica.

Também agradeço outros colegas de curso com os quais tive o privilégio de conviver e aprender, Alexandre Mello, Cláudia Emiko Yoshinaga, Paulo Borba, e Lucas Ayres Barros.

Por fim, à minha família: ao meu (em breve) marido Ricardo, pelo amor, carinho, compreensão e apoio constante, à minha mãe, pelo amor e paciência, ao meu pai, pelos conselhos, suporte, entusiasmo e por ser exemplo de determinação, perseverança e dedicação.

RESUMO

O *disclosure* tem papel fundamental no funcionamento do mercado de capitais, sendo essencial para a adequada avaliação das oportunidades de investimentos pelos agentes econômicos, na medida em que reduz a assimetria informacional. A literatura mostra que diversos fatores afetam as decisões sobre o nível de *disclosure*, e, considerando que no Brasil o principal conflito de agência ocorre entre acionistas controladores e minoritários, considera-se que características de governança corporativa seriam possivelmente um fator determinante das decisões de *disclosure*. A presente pesquisa teve por objetivo detectar se haveria relação significante entre *disclosure* e governança através de regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinário e pelo modelo Tobit para o ano de 2002, onde o nível de *disclosure* foi a variável dependente (foi criado um índice de *disclosure* especialmente para este estudo). Foram utilizadas cinco variáveis de governança, duas relacionadas à estrutura de propriedade, direito de controle (*BLOC*) e diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador (*DIF*); e três relacionadas ao conselho de administração, número de membros (*CONS*), independência (*INDEP)* e presença do presidente da empresa ocupando o cargo de presidente do conselho (*PRES).* A relação entre *disclosure* e governança não é conhecida de antemão e assume-se que a mesma pode ser complementar ou substituta, buscando detectar se em um ambiente de fraco monitoramento dos gestores/controladores as empresas seriam motivadas a serem mais transparentes (a fim de compensar por um nível inadequado de governança), ou ao contrário (seriam menos transparentes por não possuírem incentivos em abrir informações). A variável *DIF* corroborou o efeito de substituição entre nível de *disclosure* e governança, enquanto que a significância da variável *INDEP* no teste Tobit confirmou o efeito de complementação entre estas duas variáveis, mostrando que o grau de independência do conselho é relevante para empresas que hoje não praticam *disclosure* voluntário passem a fazê-lo. As demais variáveis de governança, em geral, não apresentaram significância. Adicionalmente, foi selecionada uma amostra apenas de empresas que captaram recursos junto ao mercado de capitais e, em geral, os resultados foram semelhantes. Em relação às variáveis de controle, observou-se que empresas cujo controlador é de origem privada nacional, empresas maiores, com maior nível de endividamento, empresas mais bem avaliadas pelo mercado e com melhor desempenho tendem a mostrar maior nível de transparência. O presente trabalho procurou contribuir para a discussão sobre o tema dada a escassez de pesquisas acadêmicas relacionadas ao assunto no contexto brasileiro. A busca por uma estrutura ideal de *disclosure*, assim como a adequação a padrões de governança corporativa que protejam investidores da expropriação por parte de acionistas controladores visa, em última instância, contribuir para o desenvolvimento econômico e institucional do país.

Palavras-chave: *Disclosure*, Assimetria Informacional, Governança Corporativa, Conflito de Agência

ABSTRACT

Disclosure has a key role regarding the functioning of the capital markets, being essential to support an adequate evaluation of the investment opportunities by the economic agents, by reducing information asymmetry. Literature shows that several factors affect disclosure level decisions and, considering that in Brazil the main agency conflict occurs between controlling and minority shareholders, it is reasonable to consider that corporate governance characteristics may represent an explaining factor of disclosure decisions. This paper intended to detect the relation between corporate governance and disclosure using Ordinary Least Square regression method, as well as Tobit model, for the year 2002. Disclosure was used as the dependent variable (a disclosure index was specially elaborated for this research) and five corporate governance variables were used, two related to ownership structure, which are control rights (BLOC) and difference between control and cash flow rights held by controlling shareholders; as well as three variables related to the board of directors, which are size (CONS), independence (INDEP) as well as presence of the chairman of the board being the president of the company (PRES). Relation between disclosure and corporate governance in principle is uncertain and it is assumed that it can be complementary or substitute, in order to identify whether in a environment of weak monitoring of managers and controlling shareholders companies would be motivated to be more transparent (to compensate for an inadequate corporate governance level), or the opposite (companies would be less transparent because they would not have incentives to disclose information). Results for DIF variable supported the substitute effect, while results for INDEP variable in the Tobit models confirmed the complementary effect, showing that the level of board independence is relevant for companies which are not transparent start to be. The other corporate governance variables in general were not statistically significant. Additionally, a sample of companies who raised resources in the market was selected and, in general, results were similar. Regarding control variables, it was detected that companies with controlling shareholders being domestic and private, bigger companies, with higher financial leverage, better valuation and better performance tend to be more transparent. This paper aimed to contribute for the discussion on the subject given the lack of research in the Brazilian context. The search for an ideal disclosure level as well as good corporate governance standards (protecting investors against expropriation) seek to contribute for the economical and institutional development of the country.

Key Words: Disclosure, Information Asymmetry, Corporate Governance, Agency Conflict

SUMÁRIO

1 O Problema de Pesquisa *1*

1.1 Introdução 1

1.2 Formulação da Situação Problema 3

1.3 Objetivos do Trabalho 4

1.4 Justificativa da Pesquisa 5

1.5 Hipótese de Pesquisa 7

1.6 Delimitação 8

2 Fundamentação Teórica *11*

2.1 Introdução 11

2.2 A Literatura sobre *Disclosure* 13

2.2.1 Importância do Tema 13

2.2.2 O papel do Disclosure para o mercado de capitais 16

2.2.2.1 Pesquisas relacionando disclosure ao mercado de capitais 20

2.2.3 Fatores relacionados às decisões de disclosure 22

2.2.3.1 Ótica da Teoria Contábil Positivista 22

2.2.3.2 Ótica do Mercado de Capitais 25

2.2.3.3 Pesquisas Empíricas 28

2.2.4 Conseqüências das decisões de disclosure 33

2.2.4.1 Ótica da Teoria Contábil Positivista 33

2.2.4.2 Ótica do Mercado de Capitais 34

2.2.4.3 Pesquisas Empíricas 35

2.2.4.4 Questionamentos sobre os efeitos do *Disclosure* 37

2.3 Relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa 39

2.3.1 O Problema da Separação Controle-Gerência 39

2.3.2 Relação entre Disclosure e Governança 48

2.3.3 Pesquisas Empíricas.....53

3 Metodologia da Pesquisa *58*

3.1 Métodos Utilizados, Modelo Empírico e Análise dos Dados 59

3.1.1 Relação entre Disclosure Voluntário e Governança 59

3.2 Definição Teórica e Operacional das Variáveis 65

3.2.1 Índice de Disclosure Voluntário 65

3.2.1.1 Índice de Disclosure utilizados em outras pesquisas 65

3.2.1.2 Índice de Disclosure Construído para a Pesquisa 68

3.2.2 Características de governança corporativa 74

3.2.3 Variáveis de Controle 78

3.2.3.1 Identidade do acionista controlador 78

3.2.3.2 Setor da Empresa 79

3.2.3.3 Tamanho da Empresa 79

3.2.3.4 Alavancagem 80

3.2.3.5 Liquidez 80

3.2.3.6 Variáveis de Desempenho 81

3.2.3.7 Empresas Captadoras de Recursos 82

3.2.4 Resumo das variáveis do estudo 83

3.3 População, Amostragem e Coleta de Dados 84

3.4 Limitações da Pesquisa 86

3.4.1 Tamanho da Amostra 86

3.4.2 Causalidade entre as Variáveis 87

3.4.3 Variáveis Ausentes no Modelo 87

3.4.4 Seletividade da Amostra 87

3.4.5 Motivação das Empresas Brasileiras em Apresentar Disclosure.....88

3.4.6 Erro de Mensuração nas Variáveis 89

3.4.7 Horizonte de Análise 89

4 Análise de Resultados da Pesquisa *90*

4.1 Estatística Descritiva e Teste de Diferença de Médias.....90

4.2 Resultados dos Modelos de Regressão MQO.....93

4.3 Resultados dos Modelos de Regressão Tobit 98

4.4 Foco nas Empresas Captadoras de Recursos 104

4.5 Resumo dos Resultados Obtidos 107

5 Considerações Finais.....*111*

6 Referências Bibliográficas *116*

7 APÊNDICE.....*125*

A. Critérios para a Elaboração do Índice de *Disclosure*.....125

B. Pontuação das Empresas no Índice de *Disclosure*.....128

C. Informações Adicionais sobre a utilização do Modelo Tobit.....129

D. Dados Utilizados na Pesquisa (Continua).....132

E. Resultados dos Modelos Testados na Pesquisa 135

8 ANEXO *152*

A. Índice de *Disclosure* elaborado por Eng e Mak (2003).....152

B. Índice de *Disclosure* elaborado por Botosan (1997) 153

C. Índice de *Disclosure* elaborado por Hail (2002).....154

1 O Problema de Pesquisa

> "Um conselho de administração ativo e efetivo, uma gestão financeira responsável, auditores céticos e independentes, e autoridades regulatórias atentas têm responsabilidade de proteger aqueles que investem em companhias abertas. A governança corporativa efetiva do processo de divulgação financeira é uma ferramenta importante para capacitar companhias e auditores a cumprir suas responsabilidades."
>
> Arthur Levitt, *Securities and Exchange Commission*

1.1 Introdução

O tema *Disclosure*[1] é de alta relevância para a discussão corporativa, já que é uma das formas mais importantes dos gestores da empresa se comunicarem com seus acionistas e com o mercado em geral e de apresentarem o desempenho da administração. A divulgação de informações, neste sentido, tem papel fundamental de diminuição da assimetria informacional existente entre gestores e investidores. Desta forma, o *disclosure* possui a função de auxílio na avaliação das melhores oportunidades de alocação de recursos por parte dos investidores, já que, com base nas informações apresentadas pelos gestores, os investidores farão inferência sobre o desempenho e perspectivas futuras da companhia e tomarão a decisão de investimento em determinado empreendimento.

O assunto *disclosure* tem sido objeto de uma enorme gama de pesquisas principalmente nos últimos vinte anos, dada sua importância crescente em um mercado de capitais cada vez mais globalizado e competitivo no qual os investidores têm exigido maior proteção aos seus recursos investidos. A divulgação de uma maior quantidade e qualidade de informações de forma pontual e consistente para todo o mercado pode ser considerada como

[1] O tema Disclosure neste trabalho será tratado como sinônimo de transparência, abertura/divulgação de informações e evidenciação.

uma forma de igualdade de direitos entre todos os acionistas e uma forma de os gestores adquirirem credibilidade junto ao mercado de capitais. Escândalos ocorridos mais recentemente, como os casos Enron, Tyco, Worldcom e Parmalat, aumentaram as discussões sobre a relevância e credibilidade da divulgação de informações e a qualidade das informações fornecidas para os investidores.

Observa-se no contexto atual que não somente os órgãos reguladores (no caso do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários) têm exigido padrões mais altos de abertura de informações, mas também as companhias têm se envolvido em atitudes voluntárias de divulgação de informações. Esta postura das empresas tem como objetivo buscar a diferenciação das demais na busca pelos recursos dos investidores, como forma de serem avaliadas de forma mais adequada (já que o mercado teria maior facilidade de entender a empresa e, conseqüentemente, de melhor avaliar o valor da mesma), e também a fim de manterem um bom relacionamento com o mercado com o objetivo de futuras emissões de títulos. No caso das empresas brasileiras, a possibilidade de listagem de suas ações em forma de ADRs (*American Depositary Receipts*) ou de captação de títulos de dívida no mercado norte-americano têm exigido um nível de abertura de informações ainda maior do que o exigido pela legislação brasileira.

O tema tem sido tratado ainda com mais enfoque levando em conta a discussão atual sobre a busca de maior proteção aos direitos dos acionistas através da obtenção de uma estrutura de governança ótima para as empresas, de forma a garantir que os acionistas obtenham o retorno adequado de seus investimentos. No Brasil, dado que o principal problema de governança corporativa é decorrente do conflito de agência existente entre acionista controlador e acionista minoritário em decorrência da alta concentração de propriedade, pode-se esperar que as características de governança das companhias sejam um dos fatores a afetar seu nível de *disclosure*, considerando principalmente que os gestores

(influenciados pelos acionistas controladores) são justamente aqueles que detêm as informações a serem divulgadas e que tomam as decisões quanto ao nível, qualidade e pontualidade daquilo que será apresentado ao mercado.

1.2 Formulação da Situação Problema

Asti Vera (1980, p. 11-12) ressalta que "o ponto de partida da pesquisa é, pois, a existência de um problema que se deverá definir, examinar, avaliar e analisar criticamente para, em seguida, ser tentada uma solução". Adicionalmente, Lakatos e Marconi (1985, p. 121) destacam que "o problema é uma dificuldade, teórica ou prática, no conhecimento de alguma coisa de real importância, para a qual se deve encontrar uma solução". As autoras citam que o problema deve ser levantado e formulado de preferência em forma interrogativa, e delimitado com indicações das variáveis que intervêm no estudo, assim como das possíveis relações entre as mesmas.

Neste contexto, a presente pesquisa enfoca-se em um dos aspectos relacionados ao *disclosure*, que diz respeito aos fatores que explicam determinadas decisões de *disclosure* pelas companhias. A literatura relacionada a este tema parte da premissa de que as decisões de *disclosure* não seriam exógenas, mas sim explicadas por determinadas características da companhia, tais como porte da empresa, nível de endividamento, grau de especificidade do ativo, entre outros.

Considerando a ótica do conflito de agência existente entre gestores e investidores e, em países com fraca proteção ao investidor, o conflito entre acionistas controladores e minoritários, é razoável supor que as características de governança da companhia poderiam representar um fator explicativo das decisões de *disclosure*. La Porta et al. (2000, p. 3) definem a governança como o conjunto de mecanismos pelos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação dos internos (gestores/controladores).

À medida que se assume que a governança poderia afetar o nível de *disclosure* das companhias, a literatura aponta que esta relação pode ser complementar ou substituta. Se complementar, assume-se que um maior nível de transparência é esperado quando da adoção de mecanismos internos de controle, fornecendo um "pacote de monitoramento" para a companhia reduzir comportamentos oportunistas e assimetria informacional. Já na hipótese de substituição, as empresas com pior estrutura de governança apresentariam maior nível de *disclosure* a fim de compensar o menor monitoramento interno e atrair investidores externos. Jensen e Meckling (1976) ressaltam que os gestores da companhia teriam incentivos em garantir a minimização dos custos de monitoramento e, desta forma, tenderiam a divulgar informações voluntariamente.

1.3 Objetivos do Trabalho

Esta pesquisa tem por objetivo verificar a existência de uma relação significante entre o nível de *disclosure* das empresas brasileiras de capital aberto e a governança corporativa das mesmas, tanto em termos de variáveis relacionadas à estrutura de propriedade destas companhias como variáveis relacionadas à estrutura do conselho de administração.

Como objetivos específicos, podem-se citar:

- Verificar, estatisticamente, se existe uma relação significativa entre *disclosure* e governança corporativa das empresas constantes na amostra selecionada, conforme as definições operacionais adotadas;
- Verificar, estatisticamente, se além de existir uma relação significativa entre *disclosure* e governança corporativa, esta relação aponta no sentido de que ambas seriam complementares (sinal positivo, ou seja, empresas com boa governança apresentariam maior nível de *disclosure*) ou substitutas (empresas

com má governança tenderiam a apresentar maior nível de *disclosure* como forma de compensação);

- Contribuir para a discussão sobre a ligação entre *disclosure* e governança corporativa, apresentando a literatura relacionada ao tema, dada a relativa escassez de pesquisa sobre esta ligação, especialmente para o caso das empresas brasileiras;
- Contribuir para a discussão sobre o tema *disclosure* apresentando pesquisas que buscam explicar e testar os diversos aspectos relacionados ao tema, como por exemplo, o efeito da assimetria informacional, os efeitos das decisões de *disclosure*, fatores que explicam as decisões de *disclosure*, entre outros.

1.4 Justificativa da Pesquisa

Healy e Palepu (2001) afirmam que os estudos relacionados ao nível de *disclosure* nas empresas é um campo de conhecimento relativamente bem desenvolvido no exterior. No Brasil, entretanto, pode-se dizer que a pesquisa relacionada ao assunto é bastante escassa. Especificamente no que diz respeito aos estudos que relacionam *disclosure* a variáveis de governança, as pesquisas no Brasil são praticamente inexistentes.

O *disclosure* de informações tem um papel fundamental no funcionamento do mercado de capitais. Bushman e Smith (2003) afirmam que o *disclosure* é essencial para a avaliação das oportunidades de investimentos em uma economia em seu papel de auxiliar investidores a alocarem seus recursos de forma mais eficiente entre as diferentes opções disponíveis no mercado. Sob esta ótica, o *disclosure*, especialmente voluntário, torna-se uma ferramenta importante das empresas se diferenciarem das demais em termos de apresentarem seu desempenho, suas estratégias, visão de mercado, diferenciais competitivos, novos programas de investimento, etc.

Adicionalmente, o *disclosure* seria responsável por diminuir a assimetria informacional entre gestores e investidores e contribuiria para que investidores tenham o ferramental necessário para uma adequada alocação de seus recursos. Os autores destacam também o papel de governança do *disclosure*, já que o mesmo serve como um dos instrumentos de monitoramento dos gestores da empresa pelos investidores externos.

Por outro lado, a discussão a respeito de governança corporativa, tanto no contexto norte-americano como no contexto global, tem levado a intensas discussões sobre a fraca proteção dada aos investidores externos e na forma como as empresas podem envolver-se em práticas que garantam maior segurança de que o investidor receberá no futuro aquilo que é de seu direito pelo risco assumido.

Em países como o Brasil, onde o arcabouço legal de proteção aos direitos do investidor é precário, especialmente no que diz respeito ao cumprimento (*enforcement*) das leis estabelecidas, atitudes voluntárias das companhias buscarem melhorias em sua estrutura de governança tornam-se extremamente importantes. Mais ainda, as pesquisas têm mostrado que uma melhor governança corporativa leva as companhias a serem melhor avaliadas pelo mercado e a obterem melhor desempenho operacional (SILVEIRA, 2002). As pesquisas indicam também que tais características podem impedir que as companhias sejam operadas de forma a maximizar sua eficiência, afetar o ambiente institucional do país (e a proteção a investidores) em que a companhia opera e, em última instância, dificultar o desenvolvimento econômico do país.

Tal é a importância do tema que diversas entidades, governamentais ou privadas, têm emitido Cartilhas de recomendações de melhores práticas de governança corporativa, tais como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a Fundação Petros e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a fim de incentivar a busca de mudanças na forma de atuação das empresas junto ao mercado de capitais.

Além disso, em 2001 a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lançou a classificação de empresas em níveis diferenciados de governança corporativa, criando os Níveis 1 e 2 e o Novo Mercado de acordo com a adequação das companhias em termos de práticas de *disclosure*, atuação do conselho, estrutura de propriedade e direitos ao investidor minoritário. A iniciativa parece ter começado a render frutos na medida em que os lançamentos de novas ações na bolsa (como Natura, Gol Transportes Aéreos, América Latina Logística – ALL e Grendene) foram feitos apenas por empresas que aderiram a estes níveis superiores de governança.

Sob esta perspectiva, a presente pesquisa justifica-se dada a importância atribuída atualmente ao tema governança corporativa e *disclosure* e dada a escassa disponibilidade de pesquisa relacionando *disclosure* e governança corporativa no contexto do mercado brasileiro.

1.5 Hipótese de Pesquisa

O trabalho buscou detectar se havia relação significante entre *disclosure* e governança corporativa. As hipóteses da pesquisa foram as seguintes:

Hipótese Nula: Não existe relacionamento significativo entre a variável de *disclosure* e as variáveis selecionadas de governança corporativa das empresas presentes na amostra;

Hipótese Alternativa 1: Existe relacionamento significativo entre a variável de *disclosure* e as variáveis selecionadas de governança corporativa das empresas presentes na amostra e esta relação aponta no sentido de que empresas com melhor estrutura de governança apresentam maior nível de *disclosure*;

Hipótese Alternativa 2: Existe relacionamento significativo entre a variável de *disclosure* e as variáveis selecionadas de governança corporativa das empresas presentes na amostra e esta relação aponta no sentido de que empresas com pior estrutura de governança apresentam maior nível de *disclosure*.

1.6 Delimitação

A primeira delimitação deste trabalho refere-se ao arcabouço teórico utilizado. A pesquisa enfoca-se na ligação entre *disclosure* e governança corporativa sob a estrita ótica da teoria de agência, formalizada por Jensen e Meckling (1976). Desta forma, o estudo não enfatiza elementos da teoria relacionada à economia dos custos de transação, destacada, entre outros, por Williamson (1985).

Williamson (1985) destaca sua visão da firma como o produto de uma série de inovações organizacionais que tiveram o propósito e o efeito de economizar nos custos de transação. Desta forma, a firma é destacada sob o ponto-de-vista de sua estrutura de governança. A firma pode ser vista pela sua estrutura contratual que rege as relações entre entidades distintas. Cada uma destas relações pode ser examinada com respeito aos custos *ex-ante* de negociar e escrever tais contratos, assim como os custos *ex-post* de executar, monitorar e, no caso de uma disputa, alterar tal relação contratual. As duas premissas comportamentais básicas são a racionalidade limitada (que prevê que o indivíduo não é totalmente racional e que experimenta limitações em formular e resolver problemas complexos) e o oportunismo (no qual assume-se que o indivíduo age em benefício próprio). Dada essas duas premissas de comportamento, as relações contratuais na companhia devem ser vistas como incompletas, fato este que Williamson destaca como a principal dificuldade da teoria econômica tradicional. Williamson destaca o problema da organização como a busca de estruturas de governança alternativas em termos de suas capacidades de lidar com a racionalidade limitada das pessoas e ao mesmo tempo proteger a organização do oportunismo.

A segunda delimitação seria relacionada à definição operacional da variável *disclosure*. Tal variável foi definida como uma pontuação dada para cada companhia conforme a profundidade e abrangência das informações presentes no seu Relatório Anual. Desta forma, a aproximação utilizada para *disclosure* abrange apenas um dos instrumentos de

divulgação de informações pelas empresas (Relatório Anual), sendo que outros instrumentos não foram levados em conta, tais como documentos exigidos pela CVM, relatórios trimestrais, *conference calls* (conferências telefônicas) com analistas e investidores, matérias e artigos divulgados pela mídia, assim como reuniões com analistas de investimentos, como por exemplo, reuniões da APIMEC (Associação Paulista dos Investidores em Mercado de Capitais). Além disso, vale destacar que a definição operacional da variável *disclosure* buscou enfocar os aspectos relacionados ao *disclosure* voluntário, não levando em conta, portanto, fatores relacionados ao *disclosure* obrigatório. Por este motivo, a variável teve como base a análise de um instrumento de divulgação voluntária, o Relatório Anual.

A terceira delimitação está centrada na definição das variáveis de governança corporativa. Concentrou-se a análise nos mecanismos de governança relacionados à estrutura de propriedade e ao conselho de administração, sendo que, portanto, não foram abordados outros mecanismos tais como o papel do mercado de aquisições hostis, a política de remuneração dos gestores, entre outros. Além disso, dentro dos mecanismos relacionados à estrutura de propriedade, houve enfoque maior no papel do acionista ou bloco controlador, dado que parece ser este a maior causa de conflitos de interesses em mercados emergentes. De qualquer forma, vale ressaltar que não foram utilizadas variáveis relacionadas à participação acionária dos gestores das companhias.

A quarta delimitação diz respeito à amostra analisada. Devido ao fato de o índice de *disclosure* calculado ser baseado na análise do Relatório Anual das empresas, cuja publicação é voluntária, o acesso a este documento foi obtido para apenas 58 do total de 161 empresas constantes na amostra inicial. Desta forma, a amostra reduzida foi a base para a realização da maior parte dos testes estatísticos realizados (com exceção dos testes utilizando o modelo Tobit), já que não foi possível obter a pontuação no índice de *disclosure* para o restante da

amostra. Por outro lado, devido ao fato de se buscar um instrumento de divulgação voluntária, justifica-se a utilização do Relatório Anual.

2 Fundamentação Teórica

2.1 Introdução

Choi e Mueller (1992, p. 299) destacam que a divulgação de informações financeiras deve ser vista como um processo que consiste em quatro etapas de procedimento:

1. Percepção – entendimento da significância da atividade da entidade contábil, no sentido de que as transações financeiras representam as atividades significantes;
2. Simbolismo – simbolizar as atividades percebidas de tal forma que se disponibilize uma base de dados das mesmas a fim de se analisar e compreender as inter-relações entre a massa de atividades;
3. Análise – analisar o modelo de atividades a fim de sumarizar, organizar e esclarecer as inter-relações entre as atividades e apresentar um panorama da situação atual da entidade. Este processo de análise, tradicionalmente, é visto como o de desenvolver relatórios financeiros sobre a situação atual das atividades da entidade;
4. Comunicação (transmissão) – comunicar a análise aos usuários do produto contábil a fim de guiar os tomadores de decisão a direcionar as atividades futuras da empresa ou a alterar sua relação com a entidade.

Os autores destacam que as etapas 1 e 2 constituem o processo de medição contábil enquanto que as etapas 3 e 4 constituem o *disclosure*, ou "a comunicação de medições e informações contábeis e financeiras ao usuário da informação a fim de facilitar sua tomada de decisão" (p. 300).

Falcão (1993) adiciona que o conceito de *disclosure* consiste no meio pelo qual os diversos usuários das demonstrações financeiras obtém conhecimento do atual estágio de um

determinado empreendimento econômico, tanto em termos de situação patrimonial e financeira, como de lucratividade e aplicações dos recursos disponíveis, tomando por base um período estabelecido. O entendimento do momento em curso, aliado à análise do momento passado, deverá conduzir o usuário a inferir sobre o futuro da entidade, pois, a partir desta expectativa futura, será tomada a decisão de investir ou não recursos em determinada atividade econômica.

Sob esta perspectiva, o levantamento teórico buscou detectar aspectos relevantes relacionados ao tema *disclosure* e sua relação com a governança corporativa. A seção 2.2 apresenta a literatura relacionada ao tema disclosure, sendo que na seção 2.2.1 será discutida a importância do tema, levando em conta seu papel atual para uma economia. , apresentando também estudos que discutem o estágio atual do *disclosure* no Brasil. Da seção 2.2.2 à seção 2.2.4 apresenta-se discussão sobre a literatura relacionada ao *disclosure*, enfocando-se basicamente em três vertentes: a relação do *disclosure* com o mercado de capitais (seção 2.2.2) – com especial destaque para o problema da assimetria informacional, os fatores relacionados às decisões de *disclosure* (seção 2.2.3) e, finalmente, as conseqüências das decisões de *disclosure* (seção 2.2.4). Na primeira seção apresenta-se também estudos empíricos relacionando o disclosure com seu papel para o mercado de capitais. A segunda e terceira seções dividem o assunto sob a ótica da Teoria Contábil Positivista e a ótica do Mercado de Capitais e, em seguida, apresentam estudos empíricos relacionados ao tema. A última parte da seção 2.2.4 (seção 2.2.4.4) apresenta uma discussão sobre os reais efeitos do *disclosure* em mercados emergentes nos quais a proteção ao investidor é escassa.

A seção 2.3 discute a relação entre *disclosure* e governança corporativa. Inicialmente (seção 2.3.1), parte-se da discussão sobre a Teoria da Firma e a Teoria de Agência e suas relações com o problema da separação entre controle e gerência. Em seguida (seção 2.3.2), argumenta-se sobre a relação do *disclosure* com a governança corporativa levando em conta o

papel da última sobre as decisões de *disclosure*. Finalmente, a última seção (2.3.3) apresenta os estudos empíricos associados à relação entre *disclosure* e governança corporativa.

2.2 A Literatura sobre *Disclosure*

2.2.1 Importância do Tema

Segundo Bushman, Piotroski e Smith (2001, p. 1), "a transparência pode ser definida como a abrangente disponibilidade de informação relevante e confiável sobre o desempenho periódico, situação financeira, oportunidades de investimento, governança, valor e risco das empresas de capital aberto". A questão é de relevância tal para o mercado de capitais que Schadewitz e Blevins (1998, p. 44) chegam a afirmar que "investidores racionais, percebendo os potenciais riscos, evitam assumir posição acionária em companhias cuja quantidade e qualidade de abertura de informações é consistentemente abaixo das expectativas".

A abertura de informações (ou *disclosure*) é um fator crítico para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente. As empresas fornecem informações através de seus relatórios financeiros, incluindo demonstrativos financeiros, notas de rodapé, análise e discussão por parte dos gestores, assim como outros tipos de documentos exigidos pelos órgãos reguladores. Adicionalmente, algumas empresas envolvem-se em formas de comunicação voluntárias, tais como estimativas de resultados futuros, apresentações para os analistas, conferências telefônicas, relatórios para a imprensa, *sites* na Internet e outros relatórios corporativos. Além disso, a abertura de informações da empresa se dá também por intermediários, como analistas financeiros, especialistas setoriais e a própria imprensa financeira.

A abertura de informações pelas empresas em um contexto global tem sido ainda mais enfocada nos últimos anos, dada a globalização do mercado de capitais e a busca de uma harmonização das práticas contábeis, além das crises ocorridas nos últimos anos que

trouxeram à tona o problema da governança corporativa das empresas. No contexto de mercados emergentes, a questão da abertura voluntária de informações é ainda mais crítica já que a legislação em geral é menos rígida, além do fato de que certas características das empresas destes países, como alta concentração acionária e fortes traços culturais, causam maior insegurança para os investidores nestes países.

Desta forma, como ressalta Souza (1995), em mercados de capitais menos desenvolvidos, a busca do adequado fluxo de informações e de sua ampla disseminação por todo o mercado assume importância fundamental, pois a igualdade de condições de acesso a informações é condição fundamental de conquista de credibilidade do público no mercado.

Bushman e Smith (2003) ressaltam a forma com que a informação contábil financeira afeta o desempenho de uma economia. Segundo os autores, a informação contábil financeira (tanto da própria empresa como de seus competidores) é essencial para a avaliação das oportunidades de investimentos em uma economia, tanto para os próprios gestores tomarem decisão sobre um projeto de investimento, como para os investidores alocarem seus recursos de forma mais eficiente entre as diferentes opções disponíveis no mercado. Os autores destacam também o papel de governança da informação contábil, já que a mesma serve como um dos instrumentos de monitoramento dos gestores da empresa pelos investidores externos.

Outra utilidade da informação contábil seria a redução da assimetria informacional entre os investidores, reduzindo seleção adversa e risco de liquidez. Uma empresa comprometida a prover informações de alta qualidade para o mercado reduz o risco de o investidor perder para investidores mais qualificados, atraindo assim mais fundos para o mercado de capitais, reduzindo o risco de liquidez.

Em relação à literatura sobre *disclosure*, Verrecchia (2001, p. 1) destaca que não existe uma teoria unificada sobre o assunto. O autor ressalta que na literatura a respeito de *disclosure*, não existe um paradigma central, não existe uma “teoria” bem integrada ou um

modelo principal que leve a todas as pesquisas subseqüentes. O autor interpreta o estágio atual da literatura sobre o assunto como caracterizado por "uma gama eclética de modelos econômicos altamente idiossincráticos, cada um deles buscando examinar uma pequena peça do quebra-cabeça total do *disclosure*".

Apesar desta imensa variedade de modelos e teorias sobre *disclosure* na literatura, ao longo do trabalho adota-se a divisão proposta por Healy e Palepu (2001), que separa a teoria sobre *disclosure* em algumas frentes principais:

(1) O papel do *disclosure* para o mercado de capitais;

(2) A Regulação relacionada ao *disclosure;*

(3) O papel dos auditores e intermediários no processo de *disclosure;*

(4) Fatores relacionados às decisões de *disclosure;*

(5) Conseqüências das decisões de *disclosure.*

Os temas (2) e (3) não serão tratados neste trabalho por não serem altamente relacionados ao enfoque principal desta pesquisa. O item (2) não será abordado pois a atenção principal deste trabalho refere-se ao *disclosure* voluntário das companhias e não aquele obrigatório por lei. Já no caso do item (3), não será desenvolvido, pois o presente trabalho não se enfoca na atuação destes agentes (auditores, analistas financeiros, agências de *rating*, etc) no processo de *disclosure*.

Desta forma, a seguir discutem-se as abordagens (1), (4) e (5), apresentando primeiramente o papel do *disclosure* no mercado de capitais com enfoque principal no problema da assimetria informacional. Em seguida, analisam-se os fatores associados às decisões de *disclosure* com dois enfoques: relacionado à Teoria Contábil Positivista e ao mercado de capitais. Analogamente, apresenta-se a literatura relativa às conseqüências das decisões de *disclosure* com base em dois enfoques: da Teoria Contábil Positivista e do mercado de capitais.

2.2.2 O papel do Disclosure para o mercado de capitais

Healy e Palepu (2001, p. 407) citam que no contexto do mercado de capitais, um desafio crítico para qualquer economia é a ótima alocação de poupança para as oportunidades de investimento. Existem muitos novos empreendedores e companhias existentes que gostariam de atrair a poupança disponível para financiar suas idéias de negócio. Dois problemas surgem nesta busca de atração de capital. Um deles é que os empreendedores tipicamente detêm melhores informações do que os poupadores a respeito das oportunidades de negócio da empresa e, portanto, possuem incentivos no sentido de superestimar o valor da mesma. Em outras palavras, os investidores sofrem um problema de assimetria informacional. Outro problema é que, uma vez que os poupadores investiram nas empresas, os empreendedores têm incentivos para expropriarem a riqueza dos mesmos, criando assim o problema de agência (que será mais aprofundado posteriormente) .

A assimetria informacional ou problema dos “limões” é derivada da diferença de informação e incentivos conflitantes entre empreendedores e investidores. Healy e Palepu (2001, p. 409) exemplificam uma situação em que metade das idéias de negócios são “boas” e a outra metade “ruins” em uma dada economia. Tanto empreendedores como investidores são racionais e avaliam um investimento com base na informação que detém. Se os investidores não podem distinguir entre os dois tipos de idéias, empreendedores com idéias “ruins” irão alegar que suas idéias valem tanto quanto as “boas”. Percebendo esta possibilidade, os investidores irão avaliar ambos os tipos de idéias por um nível médio. Por isso, se o problema de assimetria não é resolvido, o mercado de capitais tenderá a racionalmente subestimar o valor de idéias boas e superestimar o valor de algumas idéias ruins, em relação à disponibilidade de informação que detêm relativamente aos empreendedores, fazendo com que a alocação de recursos em uma economia não seja feita de forma eficiente.

Skinner (1994) argumenta que os gestores possuem incentivos em aumentar o nível de *disclosure* quando as ações da companhia estariam sobrevalorizadas (gestores voluntariamente divulgariam notícias ruins a fim de evitar problemas legais). Por outro lado, dado o conflito de agência existente entre gestor e investidor externo, quando os gestores detêm boas notícias e suas ações estão subavaliadas, estes se encontram em uma situação delicada onde o anúncio da boa notícia não resolveria o problema da subavaliação, dado que o *disclosure* da companhia não possui credibilidade para os externos. Neste caso, Skinner prevê que tais gestores aumentariam a qualidade das informações fornecidas ao mercado a fim de aumentar a credibilidade e resolver o problema da subavaliação das ações da companhia.

Brown, Finn e Hillegeist (2001) destacam que a assimetria informacional surge quando a companhia possui informação de relevância em termos de valor, que ainda não foi divulgada ao público, porém pode ser obtida de forma privada por alguns investidores. Até que esta informação esteja disponível ou incorporada no preço das ações, cria-se um problema de seleção adversa impondo risco informacional aos participantes de mercado não-informados. Dado que o lucro do investidor informado é igual à perda do investidor não-informado, este tenderá a se proteger contra o risco informacional demandando maiores retornos *ex ante*. Assim, ao permitir esta transferência de riqueza entre os investidores no mercado secundário, a assimetria informacional faz com que o custo de capital da empresa aumente *ex ante* quando da emissão de ações ou títulos de dívida no mercado primário.

Easley e O'Hara (2003) mostram, através de um modelo baseado em expectativas racionais, que a diferença na composição da informação entre informação pública e informação privada afeta o custo de capital da companhia, dado que os investidores exigiriam maiores retornos para investirem em ações com menor nível de informação pública. De acordo com os autores, este maior retorno é exigido, pois os investidores informados estariam melhor posicionados para alterar o peso da ação na sua carteira a fim de incorporar uma nova

informação, fazendo com que investidores não-informados estejam em desvantagem, aumentando seu risco. Este efeito resulta em investidores não-informados detendo muitas ações com más notícias e poucas ações com boas notícias. Para tais investidores, deter um maior número de ações não resolve o problema, pois estes estariam sempre em desvantagem.

Desta forma, a existência da informação privada induz a uma nova forma de risco sistemático, e, em equilíbrio, os investidores exigiriam compensação adicional para este risco. Através do racional apresentado, Earley e O'Hara sugerem que as companhias podem influenciar seu custo de capital afetando a precisão e quantidade de informações disponíveis para os investidores.

Barry e Brown (1985) e Merton (1987) modelam o prêmio que investidores demandam na presença de risco informacional quando existe assimetria informacional entre os gestores e os investidores externos. De fato, Lang e Lundholm (1997) analisaram a abertura de informações de empresas que fizeram ofertas de ações e descobriram um aumento significativo no *disclosure* cerca de seis meses antecedentes à oferta.

Segundo Verrecchia (2001), o problema do risco informacional parte do pressuposto de que o mercado seria imperfeito, ou seja, assume-se que as atitudes e comportamentos de cada investidor são suficientes para garantir que tenha efeito no preço em que as transações ocorrem. Isto implica em que todos os investidores tenham que pagar um prêmio para proteger o indivíduo do outro lado da transação contra o problema da seleção adversa inerente na troca de ativos entre agentes com grau de informação diferente (assume-se que o grau de informação do agente é incerto ou não-observável). Verrecchia denomina este prêmio como o componente de assimetria informacional presente no custo de capital. Quanto maior este componente, menor o valor recebido pela companhia em uma oferta primária. Myers e Majluf (1984) apontam que se o problema da assimetria informacional não puder ser resolvido de

forma satisfatória, a companhia chegará à conclusão de que é muito custoso fazer uma oferta de ações ou de dívida para os atuais acionistas da mesma.

Neste contexto, Verrecchia argumenta que é do interesse da companhia reduzir a assimetria informacional a fim de buscar a redução do seu custo de capital no momento da emissão. Assim, os gestores que esperam fazer uma transação no mercado de capitais possuem incentivos de prover informação voluntariamente a fim de reduzir o problema de assimetria informacional, com o objetivo de reduzir o custo de financiamento externo da empresa. Uma forma de se reduzir a assimetria seria a companhia se comprometer, no momento da emissão, em um política de alto nível de *disclosure* (adotar normas contábeis mais transparentes, determinar regras de transações comerciais, listar as ações em mercados com grande cobertura de analistas, entre outros).

Healy e Palepu (2001) também apontam duas alternativas como solução para este problema. A primeira seria a otimização dos contratos entre as partes (empreendedor e investidor), provendo incentivos para que o empreendedor faça o *disclosure* da informação privada, mitigando, assim, o problema da diferença de avaliação entre as partes. Outra potencial solução seria a regulação que exija que o empreendedor faça total *disclosure* da informação privada. Além disso, vale destacar a atuação de intermediários como analistas financeiros e agências de rating, que se engajam em produzir informação financeira privada e buscam diminuir a superioridade de informação detida pela gerência.

Brown, Finn e Hillegeist (2001) examinaram a associação entre a qualidade de *disclosure* das companhias e o grau de assimetria informacional. Os resultados apontaram que quanto melhor a qualidade do *disclosure*, menor a assimetria informacional ocasionada. Os autores ressaltam que a pontualidade quanto à divulgação de informações de cunho relevante é fator fundamental para buscar a diminuição da assimetria informacional, uma vez que inibe a busca por informação de caráter privado por certos investidores. Os autores concluíram que

o fator de *disclosure* mais importante para inibir a freqüência com que certos investidores são capazes de obter informação privada é a qualidade das atividades do departamento de relações com investidores da companhia, ao passo que o *disclosure* de Relatórios Trimestrais e Anuais parece não ter efeito tão significante na assimetria informacional, à medida que estes não indicaram ser uma fonte de informação atualizada para o mercado.

2.2.2.1 Pesquisas relacionando disclosure ao mercado de capitais

Patel, Balic e Bwakira (2002) avaliaram a diferença de nível de transparência (medida pelo grau de abertura de informações no relatório anual) entre 19 países emergentes assim como sua evolução ao longo de três anos. Foram analisadas 354 companhias. Os autores concluíram que os países asiáticos e a África do Sul possuem maior transparência do que os países latino-americanos, sendo que esta diferença aumentou ao longo dos três anos analisados. Os resultados do estudo também sugerem que em alguns países, empresas com maior transparência são melhor avaliadas pelo mercado do que firmas comparáveis, porém com menor nível de transparência (como é o caso dos mercados asiáticos). No caso do Brasil, tal evidência não foi encontrada.

Bushman e Smith (2003) destacam a literatura mostrando que diferenças de nível de *disclosure* entre os diversos países são associadas com crescimento econômico, alocação eficiente de investimentos, desenvolvimento de intermediários financeiros, concentração acionária, entre outros. Neste contexto, o *disclosure* estaria contribuindo para uma melhor alocação de recursos na economia, à medida que investidores podem melhor comparar entre firmas eficientes e não-eficientes.

A fim de detectar se de fato existe igualdade de condições de acesso a informações no mercado brasileiro, Comerlato e Terra (2003) investigaram a reação do mercado acionário às reuniões das companhias abertas com os analistas de investimentos da ABAMEC-SP (Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais), já que estes eventos são

realizados para um público reduzido de investidores e o *disclosure* de informações novas nesta situação poderia ser considerado informação privilegiada. Os resultados, entretanto, apontaram que tais ocasiões são inócuas para a valoração das companhias, ou seja, não haveria disseminação de informação privilegiada.

Com enfoque no *disclosure* obrigatório, Falcão (1993) analisou o *disclosure* de 82 empresas brasileiras em 1989 e 43 empresas em 1990 através de seus Relatórios da Administração, documento obrigatório a ser apresentado junto à CVM. Os critérios utilizados foram a presença e profundidade da abordagem de 11 itens cuja apresentação é recomendada pela CVM (itens como descrição do negócio, produtos e serviços, comentários sobre a conjuntura econômica geral, recursos humanos, entre outros). Mesmo levando em conta que este documento é de apresentação obrigatória, o autor concluiu que em geral as empresas não atendem aos quesitos recomendados pela CVM.

Já Procianoy e Rocha (2002) estudaram o papel do departamento de Relações com Investidores, órgão fundamental na implementação das decisões de *disclosure* pelas companhias. Os resultados mostraram que, apesar de ainda estar em um estágio de desenvolvimento não tão avançado no país, a área tem adquirido importância crescente nas empresas e que na maioria dos casos (79%) esta área buscava não apenas cumprir procedimentos legais, mas prover informações de forma voluntária, atraindo o interesse de acionistas atuais e potenciais investidores.

Gonçalves e Ott (2002) buscaram examinar o nível de *disclosure* nas informações fornecidas pelas companhias abertas para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e mostraram que as informações mais comumente divulgadas pelas companhias referiam-se a aspectos relacionados a recursos humanos, avaliação da atual gestão, investimentos realizados, indicadores de desempenho e informações sobre o mercado em que atuam.

2.2.3 Fatores relacionados às decisões de disclosure

2.2.3.1 Ótica da Teoria Contábil Positivista

A literatura relacionada aos fatores que explicam determinadas decisões de *disclosure* por parte dos gestores busca explicar as motivações que possuem estes gerentes de tomar decisões em relação ao nível de *disclosure*. Watts e Zimmerman (1986) ressaltam que os gestores da empresa comparam o custo de prover a informação ou de torná-la pública com o efeito que a abertura desta informação causaria no valor de mercado da empresa. Desta forma, a abertura voluntária de informações acontece quando os gestores da empresa avaliam que o efeito da disponibilização da informação no valor de mercado da empresa será maior do que o custo da mesma. Do contrário, as empresas não abrem voluntariamente a informação quando o custo é maior que o efeito no valor da empresa. Quando ocorre o segundo caso, faz-se necessária a regulação, ou seja, a obrigatoriedade de abertura de informações.

Dentre as motivações para justificar a existência de regulação quanto à abertura de informações citadas em Watts e Zimmerman, Leftwich (1980) e Beaver (1998) está a idéia de que a informação contábil pode ser vista com um bem público já que os acionistas atuais da empresa implicitamente pagaram por sua produção, mas não podem cobrar os investidores potenciais pelo uso desta informação. Investidores potenciais, portanto, “pegam uma carona” na informação paga pelos atuais acionistas. Uma segunda explicação seria que os reguladores podem estar preocupados com a situação do investidor não-sofisticado, buscando, através da regulação, reduzir a diferença de acesso à informação entre investidores informados e não-informados.

A Teoria Contábil Positivista foca-se nos motivos dos gestores fazerem escolhas de práticas contábeis no contexto de um mercado eficiente (semi-forte), existindo custos significantes em escrever e garantir o cumprimento dos contratos e na existência de custos políticos derivados do processo de regulação. O enfoque principal desta literatura é examinar

o papel da estrutura contratual assim como as considerações políticas na explicação da escolha de determinados procedimentos contábeis pelos gestores, em um ambiente com a presença de custos de agência e assimetria informacional.

Watts e Zimmerman (1990) destacam que os custos contratuais consistem dos custos de transação (taxas de corretagem, por exemplo), custos de agência (custos de monitoramento, custos de certificação e perda residual fruto de decisões disfuncionais), custos de informação (custos de informar), custos de renegociação (custos de reescrever contratos existentes por se tornar obsoleto devido a determinado evento) e custos de falência (custos legais e custos de decisões disfuncionais).

Em um contexto de mercado eficiente segundo Fama (1970), assume-se que o preço das ações reflita toda a informação disponível ao público até aquela data, de forma que o acesso a esta informação não implique em alto custo. Assim, não seria possível obter ganhos anormais com base neste tipo de informação. Watts e Zimmerman (1986) destacam que em um contexto de mercado eficiente semi-forte, a competição por informação faz com que os agentes de mercado obtenham informações a respeito da companhia em fontes diversas, não somente nos números contábeis e nas informações fornecidas pela empresa, mas também em fontes alternativas como, por exemplo, em relatórios setoriais ou mesmo entrevistas em empresas competidoras.

Watts e Zimmerman (1990) citam três hipóteses comumente utilizadas na literatura para explicar as razões das escolhas das práticas contábeis por parte dos gestores, que são a hipótese do plano de bônus, a hipótese da alavancagem e a hipótese do custo político. A hipótese do plano de bônus prevê que gestores de empresas que possuem planos de bônus seriam mais propensos a utilizar métodos contábeis que aumentam o lucro atual reportado (dado que sua remuneração está relacionada ao mesmo). A hipótese da alavancagem prescreve que empresas com maior nível de endividamento estão mais propensas a utilizar

métodos contábeis que aumentem o lucro reportado (dado que a empresa estaria mais próxima de atingir um "*covenant*"). Por fim, a hipótese do custo político relata que empresas de maior porte são mais propensas a utilizar práticas contábeis que diminuam o lucro reportado, a fim de evitar risco de atenção política derivado de questionamentos a respeito de posições de monopólio, entre outros.

Sob o enfoque da Teoria Contábil Positivista, alguns autores percebem as decisões de *disclosure* e escolha de práticas contábeis como endógenas, ou seja, sendo parte do processo de estruturação contratual. Entre estes autores estariam Watts e Zimmerman (1990), Zimmer (1986), Christie e Zimmerman (1994) e Skinner (1993).

Christie e Zimmerman (1994) assumem que os números contábeis são parte integral da estrutura contratual formal e informal da companhia. A teoria parte da premissa de que os gestores escolhem determinadas práticas contábeis por um das duas razões, que são maximizar o valor da companhia (escolha eficiente) ou de forma oportunista, a fim de beneficiar os gestores em detrimento dos investidores na companhia. Escolhas que maximizam o valor da companhia estariam, por exemplo, práticas contábeis que gerem maior economia no pagamento de impostos, como a mudança do critério de depreciação, ou mudanças contábeis a fim de evitar renegociação com credores por quebra de um "*covenant*". Já se poderiam exemplificar escolhas oportunistas como mudanças contábeis que "inflam" artificialmente o lucro reportado e que poderiam beneficiar os gestores no sentido de disfarçar potencialmente um resultado ruim ou garantir maior remuneração aos mesmos (quando baseada no lucro contábil).

A freqüência de cada uma destas escolhas depende do grau de controle sobre os gestores e sua flexibilidade quanto à escolha de práticas contábeis. Tais controles incluem o monitoramento feito pelo conselho de administração, a competição de outros produtos no mercado, além da competição interna entre os gestores, assim como a disciplina trazida pelo

mercado por aquisição hostil. Com base em uma amostra de empresas que seriam potencialmente alvo de aquisição, os autores concluíram que as mudanças contábeis são mais explicadas por decisões de maximizar o valor da companhia do que por decisões oportunistas.

2.2.3.2 Ótica do Mercado de Capitais

A literatura relacionada ao *disclosure* voluntário tende a se focar no papel da divulgação de informações financeiras para o mercado de capitais. Tais estudos partem da premissa que mesmo em um mercado eficiente, os gestores detêm informação superior em relação ao investidor externo em termos de desempenho futuro esperado da companhia. Como as exigências regulatórias não são perfeitas em termos de garantir o *disclosure* ideal para os investidores, presume-se que os gestores constantemente deparam-se com a decisão de equilibrar o grau de *disclosure* fornecido ao mercado de capitais com o nível de informações que os mesmos detém na tomada de decisões estratégicas. Gray, Radebaugh e Roberts (1990) e Healy e Palepu (1995) argumentam que os gestores da empresa possuem incentivos de mercado para apresentar *disclosure* de forma voluntária e que a atitude dos gestores em relação ao tema altera-se de acordo com a percepção custo-benefício envolvida no processo.

Quanto às motivações para os gestores proverem informações voluntariamente, segundo Healy e Palepu (2001), estão as hipóteses de: transações no mercado de capitais, de contestação do controle corporativo, de compensação em ações, do custo de litigação, de sinalização de talento e a dos custos proprietários.

A hipótese de transações no mercado de capitais prevê que a percepção do investidor a respeito da empresa é importante para os gestores quando estes esperam emitir títulos de dívida ou de ações ou mesmo adquirir outra empresa em uma transação envolvendo ações (HEALY; PALEPU, 1993, 1995). Tais autores destacam que uma das maiores causas de mau apreçamento das ações é o problema da assimetria informacional (que já foi extensamente discutido na seção anterior) e que é do interesse dos gestores assegurar que o preço das ações

reflita o valor que os gestores implicitamente acreditam que a companhia deve valer. Healy e Palepu (1993) ressaltam que mesmo no caso de ações que estão sobrevalorizadas, onde a princípio presume-se que os gestores não teriam interesse em aumentar o *disclosure* para diminuir tal assimetria, os mesmos podem sofrer danos legais em não divulgar informação relevante para o investidor externo.

Já a hipótese de contestação do controle corporativo é motivada pela evidência de que o conselho de administração acompanha a atuação dos gestores através do desempenho das ações da empresa no mercado. Assim, dado o risco de perda de emprego decorrente de um desempenho ruim dos lucros e das ações no mercado, os gestores são motivados a abrir maior quantidade de informação a fim de reduzir a possibilidade da ação estar subavaliada e também para explicar em detalhes o motivo do desempenho ruim dos lucros (quando é este o caso).

Warner, Watts e Wruck (1988) e Weisbach (1988) mostram que a troca de presidente da companhia está associada ao desempenho ruim das ações da mesma. O desempenho ruim das ações também está associado à probabilidade de *takeover* hostis, o que resulta na troca do presidente da companhia, como mostra Palepu (1986) e Morck, Shleifer e Vishny (1990).

A hipótese de compensação em ações parte da premissa que os gestores são diretamente remunerados com planos de compensação baseados em ações, sejam eles opções de ações, as próprias ações ou remuneração ligada ao desempenho das ações da empresa. Assim, haveria a motivação de abrir mais informações por parte dos gestores por diversos motivos, entre eles o fato de evitar que as ações estejam subavaliadas, incentivar o aumento da liquidez das ações e atender exigências legais a fim de poder realizar transações com as ações (“insider trading”).

Além disso, os gestores atuando em favor dos atuais acionistas da empresa possuem incentivo a fazerem *disclosure* voluntário a fim de reduzir os custos contratuais associados a compensação baseada em ações de novos empregados da empresa. Este tipo de remuneração

tem maior probabilidade de ser eficiente para os gestores e acionistas se o preço da ação for uma estimativa precisa do valor da firma. De outra forma, os gestores exigiriam uma remuneração adicional a fim de compensar o risco que eles estariam incorrendo associado ao problema de má-avaliação da companhia pelo mercado. Noe (1999) mostra que a provisão de estimativas de lucros por parte dos gestores está positivamente associada com transações com ações realizadas por pessoas internas da empresa.

A hipótese do custo de litigação prevê que ameaça de litigação por parte dos acionistas têm dois efeitos na decisão de *disclosure* dos gestores, um positivo e outro negativo. Uma delas é que a ameaça de processos legais contra os gestores por abertura de informações inadequadas incentiva as empresas a proverem informações. Skinner (1994) retrata a hipótese de que os gestores possuem incentivos de anunciar com antecipação a divulgação de um resultado ruim da empresa a fim de reduzir o risco de litigação. Por outro lado, a ameaça de litigação reduz o incentivo dos gestores de abrirem informações especialmente aquelas a respeito de projeções futuras. Se os gestores acreditam que o sistema legal penaliza projeções feitas de boa fé pelos gestores porque não consegue distinguir entre erros de projeção feitos ao acaso e problemas de viés dos gestores, estes tenderão a não fazer *disclosure* voluntário.

A hipótese de sinalização do talento (TRUEMAN, 1986) prevê que os gestores talentosos tendem a abrir mais informações de forma voluntária, pois acreditam que quanto antes proverem informações aos acionistas externos, melhor estes irão avaliar a capacidade do gestor de antecipar mudanças futuras no ambiente de negócios e, assim, maior será o valor de mercado da empresa. Além disso, a hipótese de sinalização reside na existência de assimetria de informações entre gestores e investidores externos à empresa, os gestores estariam motivados a abrirem a informação, a fim de mostrar para os externos que os mesmos acreditam que as ações estão subavaliadas pelo mercado. Parece não haver evidência empírica no sentido de suportar ou refutar tal hipótese.

Por fim, a hipótese dos custos proprietários ressalta que a decisão das empresas de prover mais informações ao mercado é influenciada pela preocupação de que tal abertura pode prejudicar a posição competitiva de seus produtos no mercado (VERRECCHIA, 1983, 2001; GIGLER, 1994). Prevê-se que as companhias têm incentivos para não abrir informações que irão reduzir seu diferencial competitivo, mesmo se este fato tornar mais caro para a empresa fazer uma nova oferta de ações. Este incentivo, entretanto, depende da natureza da competição que a empresa enfrenta, como, por exemplo, se a mesma compete em termos de preço ou decisões de capacidade produtiva de longo prazo. Desta forma, os gestores devem avaliar a decisão entre buscar diminuir a assimetria informacional com investidores a fim de obter melhor avaliação de suas ações e diminuir sua vantagem competitiva dado o valor de tais informações para os competidores ou fazer o contrário.

Adicionalmente, Smith e Watts (1992) e Gaver e Gaver (1993) argumentam que companhias em fase de crescimento apresentam ainda maior assimetria de informações e maiores custos de agência, e que, portanto, tais companhias tenderiam a apresentar maior nível de *disclosure* em relação à firmas com menores oportunidades de crescimento.

2.2.3.3 Pesquisas Empíricas

Uma das pesquisas pioneiras sobre o impacto de características da firma no nível de *disclosure* foi o Singhvi e Desai (1971), que efetuaram um trabalho de análise de relatórios anuais de empresas norte-americanas durante 1965 e 1966. Criou-se um índice de *disclosure* com 34 itens contendo informações financeiras e não-financeiras relacionadas ao passado, presente e futuro da companhia (variável dependente). As variáveis independentes utilizadas foram tamanho dos ativos (total de ativos), número de acionistas, status de listagem, firma de Auditoria, taxa de retorno e margem de lucro.

Em relação ao tamanho dos ativos, a hipótese é de que quanto maior o total de ativos, maior a extensão de *disclosure*, pelas seguintes razões: o custo de gerar informação detalhada

é maior para empresas menores (em empresas grandes estas informações já são geradas para fins internos), e os gestores de empresas maiores são mais inclinados a perceber o potencial benefício de um maior *disclosure*, como maior facilidade de financiamento e maior acesso ao mercado de capitais para uma futura emissão de títulos. Uma terceira justificativa seria que empresas menores sentem-se mais ameaçadas em relação à sua posição competitiva por uma maior abertura de informações.

Em relação ao número de acionistas, a hipótese é de que quanto maior o número de acionistas, mais a empresa é sujeita à pressão dos mesmos e de analistas por uma maior transparência, além do fato de quanto maior o número de acionistas, mais a empresa tenderá a abrir informações a fim de oferecer seus títulos. Quanto ao *status* de listagem, a hipótese é de que firmas listadas tenderiam a abrir mais informações do que as não-listadas, por uma obrigação legal. Em relação à firma de auditoria, os autores citam que as firmas maiores tenderiam a exigir das empresas auditadas um mínimo de *disclosure* (portanto, firmas auditadas por companhias de auditoria maiores tenderiam a abrir mais informações). Quanto à taxa de retorno (ROE), a hipótese é de que quanto mais alta a taxa de retorno da companhia, mais ela tende a abrir informações, pois os gestores buscam sustentar a continuidade de suas posições e remunerações.

Em relação à margem de lucro (margem líquida), quanto mais elevada estiver a margem da empresa, mais incentivo ela teria para abrir informações, pois a mesma não se sente ameaçada de ser pressionada em uma competição de preços, e, além disso, quer garantir aos seus acionistas que a companhia está em boa situação de sobrevivência. O resultado da regressão indicou que apenas o status de listagem e a margem líquida seriam estatisticamente significantes. As demais variáveis não apresentaram significância.

Outro estudo interessante do mesmo trabalho foi analisar a volatilidade do preço das ações em relação ao nível de *disclosure*, mostrando que quanto maior o nível de *disclosure*,

menor a flutuação dos preços das ações da companhia. A conclusão é que um nível adequado de abertura de informações minimiza a ignorância do mercado e faz com que os preços das ações da companhia tendam a refletir seu real valor. Com maior transparência, esperam-se mudanças menos drásticas nas estimativas de lucros dos analistas, análise de investimentos mais embasada cientificamente, dependência menor de rumores, redução das práticas de manipulação dos preços das ações. Ao contrário, quando um nível adequado de informações não está disponível, o mercado de ações não pode servir como força disciplinadora capaz de pressionar os gestores das companhias a manter uma eficiência das operações da companhia.

Chow e Wong-Boren (1987) examinam a extensão do *disclosure* voluntário de empresas mexicanas e relacionaram tal variável com porte da companhia, grau de endividamento, e proporção de ativos fixos, com base em regressão múltipla. O resultado obtido foi que a extensão do *disclosure* é positivamente correlacionada com o porte da empresa, mas não com endividamento e ativos fixos. Com base em questionários respondidos por firmas de auditoria e por departamentos de crédito de bancos mexicanos, os autores construíram uma pontuação de *disclosure* sendo que tal resposta levou também em conta a importância relativa nos itens do relatório anual em termos de relevância da informação.

A hipótese para se utilizar porte é de que a proporção de capital de investidores externos à firma é maior para empresas maiores, o que justificaria uma maior abertura de informações por parte das mesmas. Em termos de alavancagem é de que um maior endividamento induziria um maior *disclosure* já que os custos de agência são maiores para tais empresas. Com relação a ativos fixos, Myers e Majluf (1984) argumentam que as transferências de riqueza são mais difíceis (custos de agência menores) quando envolvem ativos já adquiridos do que ativos que ainda serão adquiridos, implicando que a extensão do *disclosure* seria inversamente relacionado à proporção de ativos fixos.

Raffournier (1995) estudou a extensão do *disclosure* voluntário nos relatórios anuais de empresas listadas na Suíça. As variáveis independentes medidas foram porte da companhia, grau de endividamento, lucratividade, estrutura de propriedade, grau de internacionalização, porte da empresa de Auditoria, percentual de ativos fixos e setor da empresa. O resultado principal foi que porte e grau de internacionalização foram variáveis relevantes para explicar a diferença entre o nível de transparência das empresas, sendo que foi detectado que empresas de grande porte e diversificadas internacionalmente tendem a abrir mais informação do que companhias domésticas e de porte menor (empresa de auditoria e percentual de ativos fixos também se mostraram significantes na análise univariada).

As possíveis explicações para a questão do porte residem no fato de que para empresas maiores, a produção da informação é menos custosa dado que as mesmas já a produzem para finalidades internas. A segunda explicação é que empresas menores são mais relutantes a abrirem informações, uma vez que o relatório anual seria a principal fonte de informação para os competidores, podendo ser potencialmente uma desvantagem competitiva. Uma terceira justificativa para tal resultado deriva do fato de que empresas maiores possuem incentivos para evidenciar informação a fim de evitar críticas políticas ou intervenção governamental, já que são mais visadas por causa de seu porte e influência na sociedade.

Em termos de lucratividade, espera-se que empresas com retorno maior seriam motivadas a abrir informações detalhadas a fim de apoiar a continuidade de sua posição e remuneração. Tal hipótese, entretanto, não foi confirmada como estatisticamente significante. Em termos de estrutura de propriedade, a variável foi utilizada no contexto de que a extensão do *disclosure* seria positivamente relacionada com a difusão do capital, ou seja, quanto mais pulverizado o capital da empresa, mais ela tenderia a utilizar o relatório anual como forma de comunicação para os pequenos investidores (teoria de Jensen e Meckling ressalta que os gestores se engajariam em "*bonding activities*").

Em termos de endividamento, a hipótese é de que quanto maior a alavancagem, maior o grau de *disclosure* da empresa já que a abertura de informações em relatórios anuais também serviria como forma de contribuir para resolver o problema de monitoramento entre acionistas e credores. Tal evidência não foi confirmada.

Em termos de percentual de ativos fixos, a hipótese é de que quanto maior o percentual de ativo fixo, menor a abertura de informações. Tal fato decorre da proposição de que quanto maior o uso de ativos fixos, maior o potencial dos gestores de aumentarem o risco da companhia (já que são detentores de uma opção de compra sobre os ativos da empresa e teriam a tendência a aumentarem o risco a fim de aumentar o valor da opção). Tal evidência não foi confirmada.

Em termos do tamanho da empresa de Auditoria, a idéia é que empresas de auditoria maiores e bem conceituadas tenderiam a incentivar uma maior abertura de informações por parte das empresas auditadas. Tal fato não foi confirmado. Em termos de grau de internacionalização, quanto maior o grau de comércio da empresa com o exterior, maior seria sua *disclosure* já que tais empresas teriam incentivos para adotarem regras contábeis mais rígidas e maior abertura de dados já que em outros países tal exigência é maior. Em termos do setor de atuação, a hipótese seria que empresas manufatureiras tenderiam a abrir mais informações já que tenderiam a ter maior atuação internacional. Tal fato não foi confirmado.

Mitchell, Chia e Loh (1995) estudaram os incentivos de companhias australianas em gerarem divulgação voluntária de informações. A divulgação foi com base na abertura da informação por segmento de negócio relacionada a três itens: receita, lucro e ativos. O estudo analisou a hipótese da relação desta abertura com o porte da empresa, grau de endividamento, nível de ativo imobilizado, volatilidade do lucro, dispersão acionária, participação de financiamento efetuado no exterior, acionistas externos à companhia, setor de atuação e associação com empresas de outros países. Os resultados sugeriram que a transparência é

positiva e significantemente associada ao porte da empresa, grau de endividamento, e envolvimento em atividades de petróleo ou mineração.

Adicionalmente, Wallace e Naser (1995) estudaram o impacto de diversas características de companhias listadas na bolsa de Hong Kong no seu nível de *disclosure* obrigatório e identificaram que porte, lucratividade, tipo de auditor independente e escopo do negócio foram os fatores que apresentaram maior significância.

2.2.4 Conseqüências das decisões de disclosure

2.2.4.1 Ótica da Teoria Contábil Positivista

Como já foi apresentado, o enfoque principal da Teoria Contábil Positivista refere-se aos estudos dos arranjos contratuais e fatores políticos que explicam determinadas decisões de divulgação de informações. Desta forma, a literatura relacionada às conseqüências das decisões de *disclosure* é mais escassa, porém concentrando-se principalmente nas conseqüências de mudanças de métodos contábeis e nas mudanças de padrões contábeis feitos pelas autoridades regulatórias. Holthausen (1981) apontam que os estudos em geral indicaram a não existência de uma relação significativa entre o preço das ações no momento do anúncio e considerações relacionadas a arranjos contratuais ou custos políticos.

Healy e Palepu (2001) apontam três hipóteses que poderiam explicar esta ausência de relação. A primeira hipótese seria que a mudança de padrões contábeis não afetaria a riqueza do acionista, porém os autores destacam que os resultados das pesquisas são controversos. A segunda hipótese apontaria a dificuldade de se medir o efeito no preço das ações em estudos de evento (devido à data em que o evento foi conhecido, o fato de que algumas decisões contábeis são implementadas ao longo do tempo, entre outros problemas). Por fim, a terceira hipótese seria de que considerações contratuais e políticas não teriam efeito econômico

relevante para explicar efeitos das decisões de mudanças contábeis na riqueza do acionista. Healy e Palepu mostram evidências que corroboram a terceira hipótese.

2.2.4.2 Ótica do Mercado de Capitais

Healy e Palepu (2001) destacam as conseqüências econômicas do aumento do *disclosure* voluntário das empresas, que seria aumento da liquidez das ações, redução do custo de capital e aumento da cobertura por parte dos analistas de mercado.

Diamond e Verrecchia (1991) argumentam que o aumento da liquidez seria ocasionado pela diminuição da assimetria de informações entre investidores informados e não-informados, elevando a confiança dos investidores de que as ações estariam sendo transacionadas a um preço justo, aumentando, assim, a liquidez das ações. O aumento da liquidez elevaria a demanda por grandes investidores institucionais e diminuiria o custo de capital da companhia (os autores comprovaram que este fato efetivamente se verifica, principalmente para companhias de maior porte). Essa conclusão é corroborada por Leuz e Verrecchia (2000), que examinaram a liquidez de empresas listadas no Neuer Market alemão, que possuem exigências de *disclosure* mais altas, e encontraram que tais empresas possuem mais liquidez do que as listadas na bolsa de Frankfurt.

Quanto à diminuição do custo de capital, Barry e Brown (1986) argumentam que tal fato pode ocorrer porque os investidores demandam um retorno adicional pela existência do risco informacional (não-diversificável), já que o custo de estimação dos resultados da companhia seria maior. Assim, empresas com maior abertura de informações teriam custo de capital menor do que firmas com risco informacional maior. Outro fator que poderia causar a diminuição do custo de capital seria que o aumento do *disclosure* elevaria a liquidez das ações, diminuindo seu custo de capital, através de redução dos custos de transação ou através do aumento da demanda pelas ações da companhia (BOTOSAN, 1997). De fato, Piotroski

(1999) mostra que companhias que provém informação adicional sobre seus segmentos de negócios possuem um aumento na capitalização de mercado de seus lucros.

Quanto ao aumento da cobertura de analistas, argumenta-se que a abertura de informações voluntárias pelos gestores diminui o custo de aquisição das mesmas pelos analistas, aumentando assim sua oferta. De fato, Lang e Lundholm (1993) evidenciaram que empresas com mais abertura de informações possuíam maior cobertura por parte de analistas, menor dispersão nas projeções e menor volatilidade na revisão das estimativas dos analistas.

Por outro lado, alguns autores argumentam que existem efeitos negativos do *disclosure* voluntário, dado que a companhia estará transmitindo informação de alto valor para a concorrência, prejudicando potencialmente sua posição competitiva no mercado, além de aumentar o risco de problemas legais por estar privilegiando determinada classe de investidores (VERRECCHIA, 1983, 2001; GIGLER, 1994).

2.2.4.3 Pesquisas Empíricas

Pesquisas recentes apontam que o *disclosure* afeta o custo de capital próprio da firma (BOTOSAN, 1997; CHEN; CHEN; WEI, 2004; HEALY; HUTTON; PALEPU, 1999), além de apresentar impacto positivo sobre o retorno da ação da companhia em momentos de alta volatilidade dos mercados, como a crise do Leste Asiático (MITTON, 2002).

Botosan (1997) analisou o efeito do grau de *disclosure* no custo de capital próprio de empresas norte-americanas. A autora utiliza regressões correlacionando o grau de *disclosure* com medidas do custo de capital próprio com base em fórmulas de avaliação de empresas (utilizando projeções de resultados futuros). A pesquisa divide a amostra em empresas com grande cobertura por analistas de mercado e empresas com pouca cobertura. Os resultados apontaram que no caso de empresas com pouca cobertura, uma maior abertura de informações está associada a um menor custo de capital. A magnitude do efeito encontrado foi que para cada uma unidade de diferença na medida de *disclosure* está associada um queda de 28

pontos-base no custo de capital próprio da companhia. Para empresas com grande cobertura, porém, o trabalho não encontrou evidência desta associação.

Healy, Hutton e Palepu (1999) também investigaram os benefícios obtidos pelas companhias que constantemente aumentam o nível de *disclosure* voluntário, e seus resultados apontaram que tais empresas experimentam aumento no retorno das ações (gerado, segundo os autores, por revisões mais otimistas na avaliação das empresas, resultado da diminuição da assimetria informacional entre gestores e investidores externos), maior participação de investidores institucionais, maior cobertura pelos analistas (ao criar maior interesse pelas ações da empresa) e aumento na liquidez das ações. O estudo utilizou como *proxy* para o nível de *disclosure* voluntário a pontuação dada por analistas em uma pesquisa anual feita pela AIMR americana (*The Association for Investment Management and Research*).

Chen, Chen e Wei (2004) encontraram evidências de que o *disclosure* voluntário não tende a diminuir o custo de capital das companhias no Leste-Asiático. Por outro lado, houve fortes evidências de que a qualidade da governança corporativa da empresa está negativamente associada com seu custo de capital próprio.

Mitton (2002) mostra que durante a crise financeira do Leste Asiático em 1997-1998, empresas com maiores níveis de transparência (utilizando como *proxy* o fato da empresa ter suas ações listadas na forma de ADR ou não e também o fato da auditoria dos demonstrativos ser feita por uma das chamadas “Big Sixs” ou não) apresentaram maior retorno de suas ações em relação à firmas com níveis de transparência mais baixos. O estudo baseou-se em uma amostra de 398 companhias da Indonésia, Coréia, Malásia, Filipinas e Tailândia. Segundo os autores, um maior grau de abertura de informações é exigido das empresas que possuem ADR (devido às regras americanas) e, também, as firmas “*Big Six*” de auditoria garantem maior transparência na medida em que as mesmas têm sua própria reputação a zelar, seus prejuízos legais são maiores no caso de um erro e também são mais independentes do que as firmas

locais. O estudo mostra que as firmas que possuíam ADRs apresentaram um desempenho 10,8% maior durante o período e as que tinham seus balanços auditados pelas grandes empresas de auditoria apresentaram desempenho 8,1% maior.

Além disso, o mesmo estudo mostrou que empresas com maior concentração acionária e firmas focadas em um negócio (não diversificadas) também apresentaram melhor desempenho de suas ações durante a crise asiática, sugerindo que os dois aspectos citados seriam formas de se buscar diminuir o conflito de agência nas empresas. Os autores sugerem, através de seus resultados, que as firmas possuem algum poder de evitar a expropriação do acionista minoritário quando a proteção legal é inadequada (como é o caso dos países do Leste Asiático).

2.2.4.4 Questionamentos sobre os efeitos do *Disclosure*

Leuz, Nanda e Wysocki (2003) questionam os efeitos do *disclosure* em mercados emergentes. Os autores mostram que em países com fraca proteção legal existe maior tendência de manipulação dos lucros, o que diminuiria a atratividade e veracidade das informações reportadas para o mercado. Os autores argumentam que os gestores ou grandes acionistas controladores detêm benefícios privados de controle nestes países e, como conseqüência, possuem grande incentivo em manipular os lucros reportados a fim de não apresentar o real desempenho da companhia para o investidor externo.

Os autores destacam que a habilidade dos controladores ou gestores de obter recursos para benefício próprio é limitada pelo sistema legal que protege os direitos dos acionistas externos. Mas como este investidor externo só pode tomar atitude disciplinar contra os controladores se puder detectar os benefícios privados de controle, tais controladores possuem incentivo em manipular os demonstrativos financeiros a fim de buscar omitir tal benefício. Assim, grandes investidores controlam o processo de produção da informação nestes países, assim como as políticas de divulgação de informações, e, dado o fraco arcabouço legal, não

correm risco de burlarem a lei, o que faria com que a divulgação de informações financeiras fosse altamente sujeita a manipulação. Sob esta perspectiva, espera-se que um aumento da proteção para o investidor externo, através de uma melhor governança corporativa, limitaria a obtenção de benefícios privados de controle, levando à obtenção de maior qualidade nas informações financeiras fornecidas ao mercado, melhorando assim o nível de *disclosure* e corroborando a hipótese de que *disclosure* e governança corporativa seriam positivamente associados.

Fan e Wong (2002) partem da mesma linha de argumentação destacando que em países onde ocorre alta expropriação dos acionistas minoritários pelos acionistas controladores, a credibilidade dos demonstrativos financeiros é prejudicada, fazendo com que o efeito da publicação de resultados sobre o preço das ações seja menor. Neste caso, o mercado espera que o acionista controlador irá reportar os resultados mais para motivos de interesse pessoal do que com a intenção de refletir o verdadeiro valor econômico da companhia. Os autores sustentam que os investidores externos sabem que o acionista controlador possui incentivo em evitar reportar dados detalhados que atrairia maior monitoramento por parte daqueles investidores. Isto pode não significar manipulação de resultados, mas simplesmente esconder os efeitos da expropriação nos números consolidados e não reportar os resultados detalhados.

Os resultados da pesquisa apontaram que o conteúdo informacional dos resultados apresentados diminui quanto pior for a estrutura de governança corporativa, ou seja, os resultados tornam-se menos atrativos quanto maior for a concentração de ações com direito a voto nas mãos do acionista controlador, assim como quanto maior for a diferença entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa nas mãos do acionista controlador.

Morck, Yeung e Yu (2000) também argumentam que o fraco sistema de proteção legal de países emergentes desencoraja investidores que detém mais informações de obterem

vantagem com base em informações específicas da companhia, pois as ações não refletem de forma eficiente os fundamentos da mesma. Os fracos direitos de propriedade para os acionistas minoritários nestes países faz com que o movimento das ações seja melhor explicado por variáveis relacionadas ao risco político assim como por especulações de mercado, fazendo com que o movimentos nos preços das ações seja altamente sincronizados.

Os autores destacam que os mercados nestes países são menos úteis como processadores de informação econômica em relação aos mercados de países desenvolvidos. Assim, a função de um mercado de ações eficiente que é a de processar informação e guiar o capital para seu melhor uso econômico, é prejudicada. Se o movimento das ações é melhor explicado por fundamentos políticos e macro-econômicos, assim como por especulações e rumores de mercado, a alocação de capital é ineficiente, o que levaria ao retardamento do crescimento econômico.

Por outro lado, comparando com mercados desenvolvidos, os mercados emergentes apresentar maiores problemas de assimetria informacional, o que sugere que o *disclosure* deveria ter um efeito altamente benéfico no sentido de diminuir a assimetria de informação. Além disso, Ball, Robin e Wu (2003) ressaltam que a baixa qualidade da informação contábil em mercados emergentes significa que as ações com maior risco de informação devem compor uma parcela significativa da carteira de investidores nestes países. Isto faz com que o risco de estimação nestes mercados seja ainda mais difícil de diversificar, o que aumentaria o benefício da empresa apresentar maior nível de *disclosure*.

2.3 Relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa

2.3.1 O Problema da Separação Controle-Gerência

Jensen e Meckling (1976) foram os primeiros a formalizar a teoria de agência. Os autores definem a relação de agência como um “contrato onde uma ou mais pessoas (o

principal ou os principais) engaja outra pessoa (agente) para desempenhar uma tarefa em seu lugar, o que envolve delegar alguma autoridade de decisão ao agente. Se ambas as partes são maximizadores de sua utilidade, há boa razão de acreditar que o agente nem sempre irá agir no melhor interesse do principal. O principal pode limitar as divergências do seu interesse estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo custos de monitoramento a fim de limitar atividades aberrantes do agente" (p. 5). Os autores definem os custos de agência como a soma dos custos de monitoramento pelo principal, os custos de certificação de comprometimento incorridos pelo agente, e a perda residual (redução na riqueza do principal como resultado da divergência entre as decisões do agente e as decisões que maximizariam a riqueza do principal).

Lambert (2001) destaca que os modelos baseados na teoria de agência são baseados na premissa de que existem conflitos de interesse e como estes podem ser "solucionados" ou minimizados. Razões típicas para conflitos de interesses, segundo o autor, seriam (1) aversão ao esforço por parte do agente, (2) o agente pode desviar recursos para seu consumo pessoal, (3) horizontes de tempo diferentes (agente pode não estar tão preocupado com o efeito futuro de suas ações, pois não planeja permanecer na companhia), (4) diferente nível de aversão ao risco por parte do agente.

O conflito de agência é um elemento essencial da chamada visão contratual da empresa baseada nos direitos de propriedade, desenvolvida, entre outros, por Coase (1937), Alchian e Demsetz (1972), Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983). Segundo Jensen (2001, p. 1) a visão contratual se baseia na idéia de que a firma é um *nexo* de contratos entre diversos fatores de produção, ou seja, clientes, trabalhadores, executivos e fornecedores de material e capital. A firma é vista como uma equipe cujos membros buscam seu próprio interesse mas percebem que seus destinos dependem de alguma maneira da sobrevivência da equipe em competição com outras equipes.

Sob a visão contratual, os acionistas assinam um contrato que especifica o que os gestores devem fazer com os recursos da empresa. Idealmente, os gestores deveriam assinar um contrato completo, que especificasse exatamente o que deveriam fazer a cada instante e como o excesso de caixa deveria ser alocado em cada possível contingência. O problema é que, como muitas contingências são difíceis de serem descritas e previstas, os contratos completos são tecnologicamente inviáveis.

Segundo Jensen (2001, p. 33), "é claro que, dada a ocorrência de eventos inesperados, nem todos os contratos, sejam eles explícitos ou implícitos, podem ser cumpridos". Devido a este problema na elaboração dos contratos, os investidores e gestores têm que alocar os direitos residuais de controle, isto é, os direitos de tomar decisões em circunstâncias não previstas nos contratos. Segundo Zingales (1998, p. 16), não haveria necessidade do debate sobre governança caso estivéssemos em um mundo no qual todas as contingências futuras pudessem ser descritas *ex ante* nos contratos.

Alchian e Demsetz (1972) já mencionam a firma vista como um nexo de contratos aceitáveis para ambas as partes. Os autores destacam que em um contexto de trabalho em equipe, comum às organizações modernas, surge a dificuldade em monitorar e compensar individualmente pelo desempenho obtido. O artigo mostra que tal monitoramento é realizado pelos próprios indivíduos entre si, além da competição externa, porém o acionista (que recebe os resultados residuais da firma) é quem monitora todos os membros da organização. A fim de disciplinar os indivíduos da companhia e reduzir o oportunismo, o acionista deve ter o poder de revisar os termos do contrato de cada indivíduo sem ter que alterar os demais contratos da companhia. Assim, os autores destacam que a propriedade da organização é definida pelos seguintes direitos:

1. O acionista recebe o resultado residual da companhia;
2. Monitora o comportamento dos indivíduos;

3. É a parte central, comum a todos os contratos da companhia;
4. Tem o poder de alterar qualquer membro do time;
5. Pode vender seus direitos de propriedade.

Na corporação moderna, a diferença deste modelo tradicional é que o capital é adquirido de forma mais barata através da pulverização das ações, ou venda no mercado, o que sugere um problema de gerenciamento dos gestores da empresa. Este monitoramento é obtido delegando-se a autoridade de decisões a uma gerência, enquanto que os acionistas retêm a autoridade de revisar o desempenho dos membros da gerência assim como de tomar as decisões mais estratégicas que afetam a estrutura da companhia. Como resultado deste novo tipo de organização, estes novos acionistas têm o direito de vender suas ações a qualquer momento e sem necessidade de aprovação pelos demais acionistas, quando tal acionista não concordar com as políticas que estão sendo adotadas na companhia.

Como conseqüência, o monitoramento desta gerência pode se dar pela competição de mercado por outros indivíduos dispostos a trabalhar na companhia, além do monitoramento mútuo entre os indivíduos internos da companhia. Outra forma de monitoramento seria a constituição de grandes blocos de controle capazes de um melhor controle das decisões da gerência, pelo fato de possuírem parcelas mais significativas do capital da companhia.

Fama (1980) destaca que a companhia é disciplinada pela competição com outras companhias, o que força a evolução de mecanismos de monitoramento eficiente do desempenho de toda a equipe e de cada membro individualmente. Adicionalmente, cada participante na companhia, em particular os gestores, enfrentam tanto a disciplina como as oportunidades oferecidas pelo mercado para seus serviços, tanto dentro como fora da mesma.

Fama argumenta que mesmo no caso da existência de uma gerência profissional, caso da maioria das grandes corporações modernas, esta é disciplinada tanto pela competição do mercado de trabalho (o autor destaca que a remuneração dos gestores é ajustada pela

expectativa de comportamento dos mesmos, tais como excesso de gastos pecuniários ou envolvimento em *insider trading*) como pela competição interna por promoções.

Fama ressalta que os gestores possuem especial interesse na viabilidade da companhia. Porém, no caso de sua falência, estes estão protegidos pelos mercados nos quais estes indivíduos podem oferecer seus serviços. Os acionistas, por outro lado, apesar de serem os que mais sofreriam no caso da falência da companhia, no caso das companhias modernas também possuem mercado para seus serviços, o mercado de capitais, que os permitem a migração de uma companhia para outra com relativa facilidade, assim como a diversificação de suas carteiras. Assim, Fama destaca que o acionista não possui interesse especial em monitorar pessoalmente e detalhadamente as atividades da companhia.

Por outro lado, os gestores alugam uma parcela substancial de sua riqueza (seu capital humano) para a companhia e seu preço no mercado dependerá do sucesso ou fracasso da companhia. Assim, a função do gestor seria monitorar os contratos entre os diversos fatores de produção e assegurar a viabilidade da companhia. Já o monitoramento da alta gerência é feito pelo conselho de administração e pelo mercado de *takeovers* por investidores externos.

Fama e Jensen (1983) descrevem o processo de decisão na companhia como sendo composto de quatro passos:

1. Iniciação – geração de propostas para a utilização dos recursos e estruturação dos contratos;
2. Ratificação - escolha das melhores iniciativas a serem implementadas;
3. Implementação – Execução das decisões ratificadas;
4. Monitoramento - medida do desempenho de cada agente e a implementação dos benefícios para cada agente.

Os autores ressaltam que para haver um sistema efetivo de controle das decisões da gerência, é importante que o controle das decisões (ratificação e monitoramento) seja

separado da administração das decisões (iniciação e implementação). Um agente pode estar envolvido na administração de algumas decisões e no controle de outras, mas a separação significa que um agente não deve exercer administração e controle exclusivos sobre as mesmas decisões. Na prática, os instrumentos utilizados para se efetuar a separação destas duas atividades, segundo os autores, são os seguintes:

- Hierarquia de decisões – Através da hierarquia, as decisões são tomadas em diversos níveis, o que dificulta aos agentes que prejudiquem os acionistas em benefício próprio;
- Sistemas de Monitoramento Mútuos – Através da interação entre os agentes, estes obtém informações a respeito de seus colegas que serve como forma de monitoramento;
- Conselho de administração – que detém o poder de contratar, demitir e compensar a alta administração, assim como ratificar e monitorar decisões importantes.

Além disso, os autores destacam outros mecanismos de se controlar o problema de agência nas organizações modernas:

- Mercado de Capitais – o preço da ação da companhia pode ser considerado um sinal visível que sumariza as implicações das decisões internas da companhia for a fluxo de caixa atual e futuro da companhia. Este monitoramento externo exerce pressão no sentido de orientar o processo de decisão no interesse do acionista;
- Mercado para takeovers – através do mercado de capitais, é possível, disciplinar os gestores a tomarem decisões que beneficiem a companhia, do contrário a empresa pode ser comprada.

Em relação ao conselho de administração, Fama (1980) destaca que o mesmo deve ser composto por um equilíbrio entre gestores e membros externos. A importância da participação

dos gestores dá-se pelo fato dos mesmos estarem ativamente envolvidos nas atividades do dia-a-dia da empresa, além de sua remuneração estar relacionada ao sucesso ou fracasso da companhia. Por outro lado, os membros externos são importantes a fim de evitar conluio e expropriação dos acionistas por parte da gerência, fato este que poderia ocorrer se a gerência controlasse o conselho. A tarefa dos membros externos é estimular e monitorar a competição entre os gestores da companhia, além de oferecer visão estratégica adicional importante na tomada de decisões relevantes ao desempenho da mesma. Os membros externos podem servir de árbitros em disputas entre gestores da companhia e lidar com tarefas que envolvam resolver problemas de agência em grau elevado (como, por exemplo, definir a compensação gerencial ou buscar reposição de algum membro de alta administração). Além disso, Fama e Jensen (1983) destacam a importância da separação do papel de presidente da companhia e presidente do conselho, a fim de que de fato o conselho possa monitorar as atividades da gerência.

Shleifer e Vishny (1997) destacam que os contratos de incentivo podem induzir a gerência a agir de acordo com os interesses dos acionistas. Tais contratos podem assumir diversas formas, podendo ser planos de bônus em ações, opções de ações, ou mesmo ameaça de demissão se o resultado é insatisfatório. Os autores destacam que o contrato de incentivo ótimo é determinado pelo grau de aversão ao risco da gerência, a importância de suas decisões, entre outros. Por outro lado, Scheifer e Vishny destacam que os contratos com alto grau de incentivo podem ter efeitos negativos, como por exemplo, a gerência manipular os lucros reportados ou investir agressivamente em projetos a fim de aumentar o preço da ação no curto prazo.

Sob a ótica do problema de agência apresentado, Shleifer e Vishny (1997), definem a governança corporativa como o conjunto de maneiras pelas quais os financiadores de capital da companhia garantem que obterão para si o retorno sobre seus investimentos. Pesquisas

mostram que muitas vezes os gestores buscam crescimento e diversificação das atividades ao invés da maximização do valor para os acionistas. Os autores argumentam que um bom sistema de governança deveria combinar algum tipo de concentração acionária (até um determinado nível) e proteção legal para os investidores. Já La Porta et al. (2000) definem a governança como o conjunto de mecanismos pelos quais os investidores externos se protegem contra a expropriação dos internos (gestores e/ou controladores).

O artigo de La Porta et al. (2000), busca explicar que aspectos judiciais (regras mais flexíveis e estabelecidas pelos juízes) e políticos (maior proteção à propriedade privada) explicam a maior proteção aos investidores nos países de Direito Comum em relação aos países de origem no Direito Civil. O artigo ressalta também a idéia de que a fraca proteção ao investidor causa o subdesenvolvimento do mercado de capitais (medido pelo número de companhias listadas e número de companhias realizando oferta pública), a pior avaliação dos ativos e em última instância dificultando o desenvolvimento econômico.

Nestes países, a proteção legal aos investidores é muito menos eficaz, tanto por causa da ausência de leis apropriadas quanto pela fragilidade do sistema judiciário em fazer cumprir a lei. Como resultado da falta de proteção legal aos investidores, o financiamento das companhias é em sua maioria interno ou por meio de bancos estatais e existe uma grande concentração da propriedade.

Desta forma, além do conflito de agência entre gestores e acionistas, a presença de grandes acionistas gera o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, principalmente em países com grande concentração acionária nas mãos de blocos controladores, causando graves problemas de governança corporativa. Se a proteção legal não garante direitos suficientes aos pequenos investidores de forma a induzi-los a aplicar seu dinheiro, parece haver a necessidade da presença de maiores investidores para que os acionistas tenham controle efetivo da corporação. A hipótese é que a existência de grandes

investidores na companhia provoca um maior alinhamento entre os direitos sobre o fluxo de caixa (posse de ações) e os direitos de controle (votos para tomada de decisão). Uma concentração em poucos acionistas faz com que os mesmos tenham maior incentivo para coletar informações e monitorar a gerência.

Grandes acionistas podem contornar o problema de agência, pois possuem tanto o interesse na maximização do valor quanto o poder suficiente para ter seus interesses respeitados. A concentração das ações em grandes acionistas, entretanto, também acarreta custos para a empresa. O custo mais óbvio, descrito por Demsetz e Lehn (1985) *apud* Shleifer e Vishny (1997, p. 758), é que os grandes acionistas não são diversificados, carregando, portanto, um risco excessivo. Sob este ponto de vista, como o acionista possui grande parte das sua carteira investida na empresa, ele tende a minimizar esse risco através de diversificação excessiva da empresa ou excesso de conservadorismo nos projetos empreendidos. Segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 758), outro problema importante é que os grandes investidores representam seus próprios interesses, que não necessariamente coincidem com os interesses dos outros investidores da empresa ou com os interesses dos gestores ou empregados. De forma geral, os custos potenciais de se ter grandes acionistas são a expropriação direta sobre os outros investidores, gerentes e empregados, e a expropriação pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais não maximizadores de valor.

Grandes acionistas podem, ainda, tentar receber tratamento preferencial às custas de outros investidores. A probabilidade de recebimento deste tratamento é especialmente alta caso possuam direitos de controle significativamente maiores do que seus direitos de fluxo de caixa, isto é, poder de tomada de decisão superior ao poder de voto. Isto pode acontecer, por exemplo, caso possuam ações com direitos de votos diferenciados ou caso controlem a empresa através de uma estrutura piramidal (LA PORTA et al., 2000; DENIS; MCCONNELL, 2003).

As evidências brasileiras parecem indicar um alto potencial de expropriação de riqueza do acionista minoritário pelos controladores. A compra das ações do bloco de controle das empresas com um determinado prêmio evidencia que o controle é valorizado, indicando que os controladores poderão ter acesso a benefícios especiais. Caso os acionistas minoritários recebessem os mesmos benefícios dos acionistas controladores, em tese não deveria haver o pagamento de um prêmio pelo bloco de ações que levam ao controle da empresa.

Neste contexto, podem-se citar diversos meios pelos quais pode ocorrer a expropriação dos minoritários pelos controladores, entre eles: nomeação de indivíduos ligados ao grande acionista para a gestão da empresa, avaliação de projetos de investimento com base em critérios de interesse pessoal, realização de empréstimos entre empresas do mesmo grupo pertencentes ao controlador à taxas abaixo das praticadas pelo mercado, o chamado *tunneling*, ou seja, a transferência de recursos entre empresas do mesmo grupo a preços que não seriam considerados "justos", fixação de "dividendos" especiais para os controladores ou o grupo de controle, resistência à compra do controle da empresa, entre outros. Leal et al. (2000, p. 66) cita ainda outras formas de *tunneling*, tais como a exploração pessoal pelos controladores de oportunidades da empresa, o uso de garantias em empréstimo entre empresas controladas pelo mesmo acionista, e até mesmo a diluição imprópria do minoritário.

2.3.2 Relação entre Disclosure e Governança

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC (3ª versão) destaca que um dos princípios básicos que inspiraram a criação do mesmo é a transparência. O código destaca (p. 9) que

> Mais do que a obrigação de informar, a Administração deve cultivar o desejo de informar, sabendo que da boa comunicação interna e externa, particularmente quando espontânea, franca e rápida, resulta em um clima de confiança, tanto internamente, quanto na relação da empresa com terceiros. A comunicação não deve restringir-se ao desempenho econômico financeiro, mas deve contemplar também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação empresarial e que conduzem à criação de valor.

Adicionalmente, o Código destaca que uma boa governança corporativa também envolve prestar informações que sejam pertinentes, além das que são obrigatórias por lei ou regulamento, tão logo estejam disponíveis, e a todos os interessados, ressaltando que toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os interessados.

Sob a ótica da teoria de agência, Jensen e Meckling (1976) mostram que tanto os custos de monitoramento externos como os custos de monitoramento internos recaem sobre o acionista-empreendedor (os autores sugerem que os acionistas externos ajustam o preço pago pela ação à mudança esperada de comportamento do gestor, que não irá mais deter 100% das ações da empresa) e, por isso, é do seu maior interesse garantir que o monitoramento seja feito ao custo mínimo.

Os autores destacam que o *disclosure* voluntário de relatórios financeiros por parte das companhias é um mecanismo de monitoramento da gerência por parte dos acionistas externos e credores. Os autores ressaltam que dado que as informações financeiras são obtidas por um custo mais baixo pelos gestores da companhia do que pelos acionistas (já que o gestor necessita das informações internamente para a tomada de decisão), o *disclosure* voluntário seria uma forma de buscar minimizar o conflito de agência (seria considerado como um custo de certificação, que faz parte dos custos de agência).

Fama (1980) corrobora citando que os investidores provêm uma assistência indireta ao mercado de trabalho dos gestores na sua tarefa de avaliar o desempenho dos gestores da companhia. O investidor deseja comprar títulos com confiança de que o preço pago reflita os riscos que está assumindo e que os títulos no futuro irão refletir os potenciais ganhos ou perdas que ele assumiu ao adquiri-lo. Daí a importância de um mercado de capitais eficiente. Assim, Fama argumenta que mesmo com a presença de uma gerência que não possui uma

parcela significativa das ações da companhia, tais gestores arcam com os custos de monitoramento e, portanto, possuem interesse na minimização dos mesmos.

Do ponto de vista da Teoria Contábil positivista, no contexto da empresa vista como um nexo de contratos, Watts e Zimmerman (1986) citam a Contabilidade como umas formas de monitorar a relação gerência-investidores e desta forma diminuir os custos de agência. Dentre as formas dos contratos servirem como instrumento de monitoramento estão a remuneração variável da gerência e os chamados acordos de financiamento, ou “covenants”, com o intuito de buscar alinhar os interesses dos gestores com aqueles dos investidores externos, sejam eles acionistas ou credores. Outras formas de minimizar os custos de agência seriam através da atuação do conselho de administração, que monitora as atividades da gerência, a existência de uma ameaça de um *takeover* da empresa em um mercado de controle corporativo, a concentração acionária, entre outros.

Bushman e Smith (2003) destacam também o papel de governança da informação contábil, já que a mesma serve como um dos instrumentos de monitoramento dos gestores da empresa pelos investidores externos.

Quanto à abertura de informações versus os mecanismos de monitoramento interno, não há um consenso referente a se o impacto dos mecanismos de monitoramento citados poderia ser complementar ou substituto em relação à transparência de informações. Se complementar, Jensen e Meckling (1976), através da teoria de agência, predizem que um maior nível de transparência é esperado quando da adoção de mecanismos internos de controle (como um conselho de administração ativo ou a presença de um comitê de auditoria), provendo um “pacote de monitoramento” para a companhia reduzir comportamentos oportunistas e assimetria informacional (LEFTWICH; WATTS; ZIMMERMAN, 1981; WELKER, 1995). Assim, em um ambiente de intenso monitoramento, seria esperado que os

gestores não tivessem incentivos em deter informações para benefício próprio, o que levaria a um aumento do *disclosure* e melhoria na qualidade dos demonstrativos financeiros.

Por outro lado, em um contexto de substituição, as companhias não proveriam um maior nível de transparência quando da implantação de mecanismos internos de controle, já que um mecanismo substituiria o outro, ou seja, as empresas com pior estrutura de governança apresentariam maior nível de *disclosure* a fim de compensar o fraco monitoramento interno e atrair investidores externos. Se a assimetria de informações pode ser reduzida somente pela implementação de um pacote de monitoramento interno, a necessidade de implantação de mecanismos de governança adicionais torna-se pequena.

Jensen e Meckling (1976) e Kaplan e Minton (1994) apontam, respectivamente, que a participação acionária dos gestores e a presença de grandes investidores nas empresas são dois importantes mecanismos de governança que auxiliam a contornar o problema de agência. À medida que a estrutura de propriedade determina o grau de monitoramento da gerência, esta deveria ter também um efeito no nível de transparência da empresa.

El-Gazzar (1998) argumenta que a presença de investidores institucionais pode induzir a um maior nível de *disclosure*. O autor argumenta que tais investidores podem impor seus objetivos de investimento introduzindo propostas nas reuniões anuais da companhia que contrariam políticas gerencias. Assim, a gerência tende a abrir de forma voluntária informações relevantes sobre o futuro da companhia a fim de ganhar confiança dos acionistas. Os resultados para empresa americanas (presentes em um contexto diferente do brasileiro) em geral corroboram tal hipótese. Entretanto, um estudo de Schadewitz e Blevins (1998) com empresas da Finlândia apontou resultados opostos, indicando uma relação inversa entre a presença de investidores institucionais e o grau de *disclosure*.

Adicionalmente, Fama (1980) argumenta que o conselho de administração é o mecanismo central de controle interno para monitorar os gestores. Chen e Jaggi (2000) citam

que membros externos no conselho podem aconselhar os mesmos em decisões estratégicas, o que poderia auxiliar na melhora do desempenho econômico e financeiro da companhia. Além disso, tais membros podem melhor monitorar as decisões administrativas e as atividades do conselho. Denis e McConnell (2003) destacam evidências em diversos países de que a maior proporção de membros externos afeta a tomada de decisões estratégicas na companhia. Os autores também ressaltam pesquisas apontando que o tamanho do conselho seria negativamente associado ao desempenho da companhia, indicando que Conselhos maiores tendem a ser menos efetivos.

Fama e Jensen (1983) argumentam que uma maior proporção de membros externos resultaria em um monitoramento mais efetivo das atividades do conselho, limitando, assim, o oportunismo gerencial. Membros externos, em teoria, seriam menos alinhados aos interesses da gerência e teriam maior disposição em encorajar as companhias a abrir informações aos investidores externos, além de não serem intimidados pelo presidente da companhia, são especializados em tomar decisões, podem desincentivar o consumo da gerência em itens não-pecuniários, entre outros (COOKE; HANIFFA, 2000). Desta forma, o melhor monitoramento sugere que os conselhos se tornariam mais responsivos aos investidores, fazendo com que a companhia tenha maiores incentivos para ser mais transparente. Cooke e Haniffa (2000) adicionam que o conselho de administração é o órgão responsável por administrar o nível de transparência da companhia, o que justifica a utilização de variáveis relacionadas ao conselho na busca dos fatores que influenciam o nível de *disclosure*.

Healy e Palepu (2001) argumentam que a adoção de instrumentos de controle internos como comitês de auditoria e membros não-executivos no conselho, melhoraria o monitoramento da qualidade do *disclosure* da companhia e reduziria, desta forma, os benefícios de deter informações.

Outra característica relacionada à governança corporativa é a dualidade do papel exercido pelo presidente da companhia e pelo presidente do conselho. Fama e Jensen (1983) destacam a importância da separação do papel de presidente da companhia e presidente do conselho, a fim de que de fato o conselho possa monitorar as atividades da gerência e que não haja a existência de uma chamada "personalidade dominante" influenciadora nas decisões do conselho. Adicionalmente, Cooke e Haniffa (2000) citam que através da perspectiva da teoria de agência deve-se haver separação destes dois papéis, pois do contrário este indivíduo potencialmente seria capaz de controlar as reuniões do conselho, a seleção dos itens a serem discutidos nas mesmas, assim como a seleção dos membros do conselho. Os autores hipotetizam que a separação destes papéis melhoraria a qualidade do monitoramento e reduziria os benefícios de deter informações, o que conseqüentemente aumentaria a qualidade de *disclosure* da companhia.

2.3.3 Pesquisas Empíricas

Dentre os estudos que relacionam variáveis de governança corporativa com o nível de *disclosure*, pode-se citar – estrutura de propriedade (RULAND, 1990; CRASWELL; TAYLOR, 1992; MCKINNON; DALIMUNTHE, 1993; RAFFOURNIER, 1995; MITCHELL; CHIA; LOH, 1995; SCHADEWITZ; BLEVINS, 1998; CHEN; JAGGI, 2000; ENG; MAK, 2003); proporção de membros externos no conselho (FORKER, 1992; MALONE; FRIES; JONES, 1993; WRIGHT, 1996; CHEN; JAGGI, 2000; HO, WONG, 2001; ENG; MAK, 2003); separação da figura de presidente da empresa e presidente do conselho (FORKER, 1992; COOKE; HANIFFA, 2000; HO; WONG, 2001); e existência de um Comitê de Auditoria (FORKER, 1992; HO; WONG, 2001). Alguns dos estudos citados serão detalhados abaixo.

Ruland (1990) testa a hipótese de que as companhias que fornecem ao mercado suas projeções de lucros possuem menor proporção acionária da gerência em sua estrutura de propriedade. A hipótese é baseada na teoria de agência, que prevê que à medida que a participação acionária dos gestores se reduz, estes terão incentivos crescentes a consumir os bens da companhia indiscriminadamente e reduzido incentivo a maximizar seu desempenho. Assim, os investidores externos aumentam o monitoramento do comportamento gerencial. A fim de reduzir tais custos de monitoramento, os gestores tenderiam a aumentar o *disclosure* voluntário. Desta forma, o *disclosure* deve aumentar à medida que se aumenta a proporção de investidores externos. Os resultados mostraram que à medida que se aumenta a participação de investidores externos, maior a tendência da companhia de prover ao mercado transparência quanto à projeção de lucros.

Raffournier (1995) testou o impacto da estrutura de propriedade (entre outras características da empresa) na extensão do *disclosure*. A variável foi utilizada no contexto de que a extensão da evidenciação seria positivamente relacionada com a difusão do capital, ou seja, quanto mais pulverizado o capital da empresa, mais ela tenderia a utilizar o relatório anual como forma de comunicação para os pequenos investidores. Entretanto, os resultados não corroboraram tal hipótese.

Wright (1996) encontra evidências de que empresas com maior nível de *disclosure* são aquelas que possuem menor percentual de membros do conselho associados à família da gerência ou que mantenham negócios com a companhia (são os membros externos, porém denominados como estando na “área cinza”, ou seja, que não seriam de fato independentes no monitoramento das decisões de divulgação financeira). O autor também mostrou que o percentual de membros do conselho pertencentes à “área cinza” é diretamente relacionado ao percentual de ações detidos por grandes acionistas ou instituições, o que implica dizer que a

presença de grandes investidores potencialmente aumenta o risco da presença de membros externos no conselho que não seriam totalmente independentes.

Schadewitz e Blevins (1998) examinaram os fatores que determinam a abertura de informações em relatórios trimestrais de empresas na bolsa de Helsinque no período de 1985 a 1993. Dentre os fatores examinados incluem-se variáveis de governança (assumindo a hipótese de que quanto maior o número de acionistas, maior a transparência), risco de negócio (assumindo hipótese de que quanto maior a volatilidade dos lucros, maior será a transparência), risco de mercado (assumindo relação positiva com o *disclosure*), estrutura de capital (assumindo que quanto maior a alavancagem, maior a transparência), ajuste no preço das ações com relação à divulgação do relatório, crescimento (assumindo que quanto maior o crescimento, maior a transparência), potencial de crescimento (assumindo que companhias muito valorizadas pelo mercado tendem a prover mais informações), porte (esperada relação positiva com *disclosure*), e maturidade do mercado (assumindo que ao longo dos anos o *disclosure* tenderia a aumentar). Os resultados mostraram que apenas as variáveis risco do negócio, potencial de crescimento e porte apresentaram significância estatística a 5%, sendo que no caso do potencial de crescimento, a associação encontrada foi contrária à hipótese, ou seja, empresas com maior potencial de crescimento apresentariam menor transparência. .

Forker (1992) testa a hipótese da ligação da qualidade do *disclosure* da companhia com a divulgação da informação do número de membros externos no conselho de administração. Os resultados, entretanto, não suportaram uma associação positiva entre percentual de membros externos e nível de *disclosure*.

Chen e Jaggi (2000) mostram que existe uma relação positiva entre o percentual de membros independentes no conselho e o nível de *disclosure* das companhias dos países do Leste Asiático, mostrando que a inclusão destes membros no conselho tende a ter influência benéfica nas decisões gerenciais. Por outro lado, os autores destacam que o nível de

disclosure nas empresas destes países é fortemente influenciado pelo aspecto cultural de cada país e pela estrutura de propriedade. Dado que grande parte das empresas destes países são controladas por grupos familiares, os autores mostraram que a associação positiva entre percentual de membros independentes e *disclosure* é mais fraca no caso destas empresas controladas por grupos familiares, e tal fato pode ser explicado a medida que os membros independentes em geral possuem interesses alinhados ao grupo controlador, não existindo, portanto, a relação de independência destes membros.

Cooke e Haniffa (2000) testam a relação de atributos relacionados à governança, aspectos culturais e características da firma com seu nível de *disclosure* para uma amostra de companhias da Malásia. Os resultados indicaram uma relação negativa entre o percentual de membros da família controladora no conselho e o nível de *disclosure*, indicando que companhias com maior participação de membros ligados à família seriam menos transparentes, sendo que uma explicação possível seria que a demanda por informações por parte dos donos seria menor neste caso já que os mesmos teriam maior acesso à informações internas. Foi apontada também uma relação positiva entre *disclosure* e presidente do conselho sendo também parte da diretoria executiva, neste caso indicando a existência de substituição entre governança e *disclosure*, à medida que empresas cujo presidente do conselho faz parte da diretoria executiva (indicando um possível controle do conselho por parte da gerência e dificultando o monitoramento da mesma) tendem a ser mais transparentes. Uma variável relacionada a aspectos culturais, a proporção de membros com origem étnica indígena, também apresentou significância.

Ho e Wong (2001) testaram a relação entre quatro atributos relacionados à governança corporativa com o nível de *disclosure* voluntário em uma amostra de empresas de Hong Kong. Os atributos foram proporção de membros independentes no conselho de administração, existência voluntária de um Comitê de Auditoria, existência da mesma pessoa

como presidente da empresa e presidente do conselho e percentual de membros da família controladora no conselho. Os resultados indicaram que a existência de um Comitê de Auditoria é significante e positivamente associada com o nível de *disclosure* enquanto que o percentual de membros da família no conselho possui relação negativa com o *disclosure*.

Eng e Mak (2003) examinam o impacto da estrutura de propriedade (medida por participação acionária dos gestores, de grandes investidores e do governo) e a composição do conselho de administração (medida pelo percentual de membros independentes) na extensão de *disclosure* voluntário (medida por uma pontuação agregada de informações estratégicas, financeiras e não-financeiras) em 158 empresas listadas na bolsa de Singapura. Os resultados apontaram que uma menor participação dos gestores e uma maior participação governamental são associadas a maior transparência.

Quanto ao conselho, o resultado mostrou que um aumento dos membros independentes é associado com uma redução na transparência, ao contrário dos resultados de Chen e Jaggi (2000), indicando potencial relação de substituição entre membros externos e *disclosure* no monitoramento dos gestores. Os autores também concluíram que companhias maiores e com menor endividamento possuem maior transparência. Quanto à relação entre *disclosure* e endividamento, parece fazer sentido à luz do trabalho de Jensen (1986), que cita a utilização de capital de terceiros na forma de dívida como mecanismos para controlar o problema da utilização do fluxo de caixa livre, reduzindo a necessidade de maior *disclosure*.

3 Metodologia da Pesquisa

Lakatos e Marconi (1989, p. 41) destacam que

> A finalidade da atividade científica é a obtenção da verdade, através da comprovação de hipóteses, que, por sua vez, são pontes entre a observação da realidade e a teoria científica, que explica a realidade. O método é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo.

A presente pesquisa pode ser classificada como descritiva, quantitativa e explicativa, de acordo com Abramo (1979, p. 43). Procura-se descrever os objetos em estudo, no caso empresas brasileiras de capital aberto. O trabalho possui enfoque quantitativo, na medida em que se busca analisar as relações entre as variáveis econômico-financeiras mencionadas, no caso as variáveis de *disclosure* e governança corporativa da empresa. Para se configurar o aspecto explicativo da presente pesquisa, busca-se embasar a mesma em um arcabouço teórico, no caso a Teoria de Agência e suas implicações na teoria sobre *disclosure* e governança corporativa. Além disso, busca-se estudar a associação de duas ou mais variáveis.

Baseando-se na classificação apresentada por Martins (1994, p. 26), este trabalho pode ser descrito como de abordagem empírico-analítica, com base em técnicas estatísticas visando à obtenção de inferências a partir de uma amostra selecionada. Segundo o autor, os estudos com abordagem epistemológica empírico-analítica apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados essencialmente quantitativos, possuindo forte preocupação com a relação entre as variáveis, no caso deste estudo, variáveis econômico-financeiras. Neste trabalho especificamente, utiliza-se análise estatística, mais especificamente estatística descritiva, regressão múltipla através do Método dos Mínimos Quadrados Ordinário e através do Modelo Tobit, além de testes de diferença de média.

3.1 Métodos Utilizados, Modelo Empírico e Análise dos Dados

O estudo consiste em estimar o impacto de características da governança corporativa (variáveis de estrutura de propriedade e variáveis relacionadas ao conselho de administração) das empresas no nível de *disclosure* voluntário das mesmas.

3.1.1 Relação entre Disclosure Voluntário e Governança

A pesquisa visa a contribuir para a resposta das seguintes questões: As características de governança de uma empresa, relacionadas ao conselho de administração e à estrutura de propriedade, determinam o nível de *disclosure* da mesma? Empresas com características de governança semelhantes tenderiam a ter níveis de *disclosure* semelhantes? Quais características de governança possuem as empresas com maior grau de *disclosure*? Assim, a hipótese a ser desenvolvida está apresentada a seguir:

Hipótese Nula: Não existe relação entre *disclosure* voluntário e governança corporativa

Hipótese Alternativa: Existe relação entre *disclosure* voluntário e governança corporativa

Com base na literatura sobre *disclosure* e governança corporativa apresentada na seção de fundamentação teórica, especialmente os estudos de Eng e Mak (2003) e Chen e Jaggi (2000), são identificadas as seguintes características de governança corporativa determinantes do grau de *disclosure* a serem testadas: relacionadas à estrutura de propriedade, sendo elas a concentração acionária do acionista ou bloco controlador (identificada como o percentual de ações ordinárias detidas pelo mesmo) e a diferença entre os direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa do acionista ou bloco controlador (identificada como a diferença entre o percentual de ações ordinárias e o percentual de ações totais detidas pelo mesmo), e relacionadas ao conselho de administração, sendo o tamanho do conselho (determinado pelo número de membros), o percentual de membros independentes (percentual de membros

externos dividido pelo total de membros) e identificação do presidente do conselho (variável estipulada) no caso da unificação dos cargos de presidente da empresa e do conselho.

O racional para utilização das variáveis de estrutura de propriedade está baseado no fato de que o mercado brasileiro é fortemente caracterizado pela presença de grandes investidores nas companhias e, em tal contexto, Shleifer e Vishny (1997) e Claessens et al. (2002) sugerem que o principal conflito de interesse acontece entre acionistas controladores e minoritários. Quando existe a presença destes grandes investidores que controlam a companhia, os gestores teriam incentivos em se comportar em linha com os interesses dos controladores e contra os interesses dos acionistas minoritários.

Além disso, Claessens et al. (2002) destacam que o maior problema da estrutura de propriedade em empresas de mercados emergentes é a divergência entre os direitos sobre fluxo de caixa e os direitos de controle detidos pelo grande acionista. Nestes mercados, tais investidores tendem a deter o controle da companhia, apesar de deterem uma pequena parcela do capital total. No Brasil, esta divergência dá-se principalmente pela emissão de ações preferenciais sem direito a voto. Assim, espera-se neste trabalho que quanto maior esta divergência entre direitos de fluxo de caixa e direitos de controle, maior o potencial de expropriação de acionista minoritário.

Já a justificativa para a utilização de variáveis relacionadas ao conselho de administração, como já exposto na seção teórica, refere-se ao fato deste ser um dos principais mecanismos internos de governança da companhia. Tanto Leftwich, Watts e Zimmerman (1981) como Fama e Jensen (1981) argumentam que quanto maior a proporção de membros externos no conselho, mais efetivo será este órgão em evitar o oportunismo gerencial, levando a companhia a ser mais transparente. Os resultados de Forker (1992) mostraram de fato que o aumento de membros externos no conselho resultou em aumento do *disclosure*.

Em relação ao uso da variável binária como o presidente da empresa e presidente do conselho sendo a mesma pessoa, Molz (1988) argumenta que esta situação leva à existência de uma figura altamente dominante na companhia e que tal indivíduo teria incentivos em deter informações dos externos. Fama e Jensen (1983) argumentam que esta conseqüência negativa poderia ser eliminada pela disciplina do mercado, porém Forker (1992) encontrou uma relação negativa entre a existência desta personalidade na companhia e o nível de *disclosure* da mesma.

O quadro a seguir detalha o racional para a escolha destas variáveis, com base na teoria de complementação entre *disclosure* e governança (JENSEN; MECKLING, 1976), já apresentada na seção teórica:

Variável	Racional	Sigla
Estrutura de Propriedade		
% Ações Ordinárias detidas pelo bloco controlador	Quanto maior a concentração acionária, maior o potencial conflito de agência entre controladores e minoritários, e menor será o disclosure pela falta de incentivo da empresa em apresentar informações ao mercado em geral	**BLOC**
Diferença % entre direito de controle e direito sobre fluxo de caixa	Quanto maior esta diferença, maior o potencial de expropriação pelo acionista controlador e, portanto, menor o incentivo da empresa em reportar seu desempenho ao mercado em geral	**DIF**
Conselho de Administração		
Tamanho do Conselho	O tamanho do Conselho pode influenciar no desempenho da empresa, e, como tal, potencialmente influencia seu grau de disclosure	**CONS**
% Membros Independentes	Quanto maior este percentual, melhor seria a governança da empresa e, portanto, melhor seu nível de disclosure	**INDEP**
Presidente do Conselho e Presidente da Empresa são a mesma pessoa?	No caso positivo, existe maior potencial de conflito de agência na empresa, e, portanto, menor o incentivo da mesma em reportar suas informações	**PRES**

Quadro 1 - Racional Utilizado para as variáveis de Governança Corporativa

Como forma de avaliar o nível de *disclosure* das empresas para testar quais características da governança corporativa seriam determinantes, será construído um índice de *disclosure* (DISC) especialmente para este estudo, descrito no item 3.2.1.2. A definição

teórica e operacional das variáveis apresentadas no quadro acima como possíveis determinantes do nível de *disclosure* são apresentados no item 3.2.2. Dois métodos estatísticos serão aplicados, compreendendo uma regressão múltipla do tipo seção transversal através do método dos Mínimos Quadrados Ordinário (MQO) para as empresas cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado, e uma regressão por modelo Tobit para a amostra total de empresas, para o ano de 2002, com a utilização do seguinte modelo geral de pesquisa:

$$DISC_i = \alpha + \beta_1 * BLOC_i + \beta_2 * DIF_i + \beta_3 * CONS_i + \beta_4 * INDEP_i + \beta_5 * PRES_i + \sum_{j=1}^{k} VC_{ji} + \varepsilon_i \quad \textbf{(1)}$$

Onde i representa a i-ésima empresa, VC são as variáveis de controle (que serão detalhadas no item 3.2.3) e ε_i representa o termo de erro que capta o componente não sistemático do modelo. Como será apresentado posteriormente, foram criados doze modelos de regressão, alternando-se entre eles as variáveis BLOC e DIF, algumas variáveis de controle, assim como incluindo em alguns deles a variável CONS^2, caracterizando a variável CONS ao quadrado, como forma de detectar uma possível relação ótima entre tamanho do conselho e nível de *disclosure*. Com base nos argumentos desenvolvidos no quadro acima e na literatura sobre *disclosure* e governança corporativa apresentadas (assumindo-se a constatação da teoria de complementação entre *disclosure* e governança), espera-se que os coeficientes sejam estatisticamente significantes e possuam o seguinte sentido:

- Variáveis relacionadas à estrutura de propriedade: $\beta_1 < 0, \beta_2 < 0$;
- Variáveis relacionadas ao conselho de administração: $\beta_3 ?(incerto), \beta_4 > 0, \beta_5 < 0$. Como o sentido do relacionamento entre tamanho do conselho de administração e *disclosure* é incerto de antemão, não existe um sinal esperado para o coeficiente de CONS.

Vale ressaltar que os sinais esperados dos coeficientes β apresentados acima supõe o efeito de complementação entre *disclosure* e governança, no qual presume-se que empresas com boa governança tenderiam a apresentar maior nível de *disclosure*. No caso de se assumir que o efeito seja de substituição entre *disclosure* e governança (no qual empresas com governança ruim tendem a ser mais transparentes a fim de compensarem por tal fato e atraírem investidores), os sinais esperados para os coeficientes seriam opostos.

A construção do modelo (1) permitirá contribuir para a resposta das seguintes perguntas:

- As empresas cujos acionistas controladores detêm grande poder de voto (através de posse de grande parte das ações ordinárias) apresentam menor nível de *disclosure*?
- As empresas cujo acionista controlador detém um alto percentual de ações com direito a voto em relação ao percentual de ações total (ou seja, companhias cuja estrutura de propriedade se caracteriza por uma forte presença de ações sem direito a voto não detidas pelo acionista controlador) tendem a apresentar menor nível de *disclosure*?
- O tamanho do conselho da empresa possui relação com seu nível de *disclosure*?
- As empresas com maior percentual de membros independentes no conselho possuem maior nível de *disclosure*?
- As empresas cujos presidentes são também presidentes do conselho tendem a apresentar menor nível de *disclosure*?

Adicionalmente, busca-se estudar o efeito do fato de a empresa ter captado recursos no mercado nos últimos anos, a fim de detectar (1) se tais empresas tendem a ser mais transparentes, e (2) se dentro do universo de tais empresas, as características de governança

corporativa explicam a diferença de nível de *disclosure* entre elas, assumindo-se que para tais empresas o *disclosure* é ainda mais relevante. Para estudar o efeito (1), posterormente acrescentou-se nos modelos uma variável binária assumindo o valor um se a companhia emitiu título de dívida ou ação, e zero do contrário (os resultados estão apresentados na seção 4.4). Para estudar a relação 2, foram elaborados os mesmos modelos porém a amostra utilizada foi de empresas que captaram recursos no mercado (resultados também apresentados na seção 4.4).

A amostra inicial do estudo foi composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa e que apresentaram liquidez mínima de 0,002% da ação com maior liquidez. Considerando todas as empresas com dados suficientes para o cálculo de todas as variáveis, a amostra obtida foi de 161 empresas. No entanto, o índice de *disclosure* só pôde ser calculado para 58 empresas, dada a necessidade de obtenção do Relatório Anual (maiores detalhes sobre amostragem e coleta de dados são apresentados no Item 3.3). Adicionalmente, para os testes utilizando apenas empresas que captaram recursos no mercado (seção 4.4), foi utilizada uma amostra de 36 empresas.

Além da aplicação do modelo de regressão MQO (utilizando somente a amostra de 58 empresas cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado), e da aplicação do modelo Tobit (que se baseia no total de amostra de 161 empresas, levando em conta, porém, o fato da amostra conter empresas cujo índice não pôde ser calculado), utilizar-se-á a amostra inicial de 161 companhias, separando-a entre as empresas cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado (58 empresas) e aquelas em que não pôde ser calculado (empresas restantes) e analisar-se-á comparativamente às duas amostras verificando-se, através de testes de diferença de médias, as diferenças de características de governança corporativa entre os dois grupos.

3.2 Definição Teórica e Operacional das Variáveis

3.2.1 Índice de Disclosure Voluntário

A fim de avaliar o nível de transparência ou *disclosure* voluntário das empresas brasileiras, um índice de *disclosure* foi especialmente construído para esta pesquisa. A construção do índice teve por base estudos realizados na mesma linha de pesquisa, principalmente os trabalhos de Eng e Mak (2003), Botosan (1997) e Hail (2002). A seguir serão apresentados os índices construídos por Eng e Mak (2003), Botosan (1997) e Hail (2002) para em seguida apresentar a forma de construção do índice utilizado nesta pesquisa. Os índices destes estudos tiveram como base a leitura e análise do Relatório Anual das empresas constantes da amostra.

3.2.1.1 Índice de Disclosure utilizados em outras pesquisas

O índice de *disclosure* construído por Eng e Mak (2003), detalhado no Anexo A consiste na análise de 46 itens que poderiam estar contidos no Relatório Anual da companhia, sendo que se analisa o nível qualitativo e quantitativo em que a informação é apresentada. O total máximo de pontos é 84. Os itens são divididos entre Informação Estratégica, Informação Não-Financeira e Informação Financeira. Em Informação Estratégica consideram-se informações relacionadas a:

(1) Informação Corporativa Geral

(2) Estratégia Corporativa

(3) Análise e Discussão da Administração

(4) Perspectivas Futuras

(5) Outras informações Estratégicas.

Em Informação Não-Financeira, levam-se em conta aspectos relacionados a:

(1) Recursos Humanos

(2) Outras informações Não-Financeiras.

Finalmente, a seção Informação Financeira inclui informações relacionadas a:

(1) Indicadores de Desempenho

(2) Indicadores Financeiros

(3) Informações de Projeção Futura

(4) Informação sobre moedas (câmbio)

(5) Outras informações Financeiras Importantes.

O índice de *Disclosure* construído por Botosan (1997) baseia-se em índices construídos por estudos anteriores como Singhvi e Desai (1971) e Chow e Wong-Boren (1987), assim como por recomendações feitas por institutos ligados ao tema *disclosure* como a AIMR americana (*Association for Investment Management and Research*), *American Institute of Certified Public Accountants*, *SRI Internacional* (*Stanford Research Institute*), e o *Canadian Institute of Chartered Accountants*, além de discussões feitas pela autora com profissionais de mercado.

O índice de Botosan está detalhado no Anexo B e consiste na análise de 35 itens que poderiam estar contidos no Relatório Anual da companhia, sendo que se analisa o nível qualitativo e quantitativo em que a informação é apresentada, assim como o horizonte de tempo no qual a informação é apresentada. O total máximo de pontos é 61. Os itens são divididos em:

(1) Informações Gerais

(2) Sumário dos Resultados Históricos dos Últimos 5 a 10 anos

(3) Informações Não-Financeiras Importantes

(4) Informações de Projeção Futura

(5) Análise e Discussão da Administração.

Botosan destaca a relevância de cada uma das categorias de informações apresentadas acima. Em relação a aspectos relacionados a “Informações Gerais”, a autora destaca que informações relacionadas à estratégia corporativa, objetivos de gerência, mercados em que a companhia opera, etc, são úteis para os investidores, pois proporciona o contexto em que devem ser analisadas as informações mais detalhadas. Já o “Sumário dos Resultados Históricos dos Últimos 5 a 10 anos” é relevante para a análise de tendências e para mostrar a consistência de resultados da companhia. A seção de “Informações Não-Financeiras Importantes” (tais como participação de mercado, unidades vendidas, entre outros) são consideradas importantes pelos analistas, pois estas não são obtidas pelos demonstrativos financeiros. Da mesma forma, a seção “Informações de Projeção Futura” é relevante para oferecer maiores subsídios para os analistas de mercado projetarem os resultados da empresa. Por fim, a seção de “Análise e Discussão da Administração” proporciona o aprofundamento e explicação dos resultados obtidos pela companhia, o que também é de extrema relevância para a comunidade financeira.

Já o índice de *disclosure* apresentado por Hail (2002) tem como base um estudo conduzido pela universidade de Zurick através do *Swiss Banking Institute* (SBI), com enfoque nas informações voluntárias fornecidas pelas empresas em seus Relatórios Anuais. A relevância das informações foi selecionada com base em questionários feitos junto a profissionais de mercado de capitais assim como com base na pesquisa de Botosan (1997). A pontuação máxima obtida é 54 pontos sendo que se leva em conta o nível de detalhamento qualitativo e quantitativo do item em questão. O índice é apresentado em detalhe do Anexo C.

Os itens são divididos em três categorias, (1) Informações Gerais e Não-Financeiras (incluindo estrutura organizacional, principais produtos e mercados, entre outros), (2) Análise de Tendências e Análise e Discussão da Administração (tais como tendência de vendas nos últimos anos e discussão sobre as mesmas), e, por fim, (3) Risco, Informações de Projeção e

Informações Baseadas em Valor (tais como exposição ao risco, remuneração da gerência, medidas quantitativas de criação de valor para o acionista, entre outros).

3.2.1.2 Índice de Disclosure Construído para a Pesquisa

O índice de *disclosure* (índice DISC) construído para esta pesquisa teve por base os estudos apresentados acima e as recomendações fornecidas pelas ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas) quanto à elaboração de Relatórios Anuais. A ABRASCA premia anualmente as empresas com os melhores Relatórios Anuais e os critérios de julgamento são baseados nos seguintes aspectos:

- Análise dos aspectos econômico-financeiros;
- Comentário sobre as ações da empresa;
- Exposição sobre a estratégia global da empresa;
- Fatores de risco;
- Fluxo de caixa;
- Governança corporativa (práticas já adotadas ou em vias de adoção);
- Informações corporativas;
- Mensagem de abertura do presidente do conselho e/ou do presidente executivo;
- Novos projetos / perspectivas;
- Quadro-resumo dos principais indicadores de desempenho operacional e financeiro, inclusive medidas de produtividade, nos últimos exercícios;
- Relatório social, com apresentação do DVA (Demonstrativo do Valor Adicionado) e dos aspectos humanos e ambientais;
- Segmentação das vendas, por áreas e/ou produtos.

Desta forma, o índice será construído para todas as empresas que divulgam o Relatório Anual, por ser este uma ferramenta de divulgação de informações voluntária e,

portanto, não tendo um escopo obrigatório relacionado ao tipo de informação a ser divulgada. Assim, o índice foi construído para 58 empresas do total de 161 empresas pertencentes à amostra inicial. Vale lembrar que a forma de construção deste índice é empírica, similarmente à forma de construção dos índices constantes nos estudos apresentados acima.

O índice é composto por um conjunto de 33 itens, relativos a informações que poderiam estar contidas no Relatório Anual da empresa. A estrutura do índice divide-se em quatro dimensões relacionadas ao tipo de informação: (1) Informações Gerais e Não-Financeiras, (2) Informações Financeiras Adicionais, (3) Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial e (4) Risco, Criação de Valor e Projeções.

Desta forma, os itens contidos no índice são os seguintes:

Estrutura do índice de Disclosure	
Informações Gerais e Não-financeiras	
	Descrição do Negócio/Principais Produtos Principais Mercados e Market Share Estratégia (Metas e Objetivos) Ambiente de Negócios e Fatores Críticos de Sucesso Eventos Importantes no ano Estrutura Organizacional Governança Corporativa Relatório Social (ou Demonstraçao de Valor Adicionado) Investimentos em Recursos Humanos e desenvolvimento gerencial Investimentos em P&D e outros ativos intangíveis Eficiência Operacional
Informações Financeiras Adicionais	
	Unidades Vendidas ROE ROA EBITDA Demonstração de Fluxo de Caixa
Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial	
	Tendência de Receita ao longo dos últimos anos Vendas por região e/ou unidade de negócio Tendência do lucro operacional ao longo dos últimos anos Lucro Operacional por região e/ou unidade de negócio Tendência dos Investimentos ao longo dos últimos anos Investimento por região e/ou unidade de negócio Tendência de comportamento das ações e retorno total para o acionista Discussão sobre mudanças na receita e market share Discussão sobre mudanças no lucro operacional Discussão sobre mudanças nos Investimentos ou P&D
Risco, Criação de Valor e Projeções	
	Uso e Implementação de Gestão de Risco Exposição ao Risco Cambial Medidas Quantitativas de Criação de Valor para o Acionista Compensação Gerencial Perspectivas de Novos Projetos Projeções de Lucro Projeções de vendas e crescimento

Quadro 2 - Estrutura do Índice de Disclosure

Os critérios utilizados para a elaboração do índice de *disclosure* estão detalhados a seguir e também no Apêndice A:

A. **Informações Gerais e Não-financeiras**

- **Descrição do Negócio/Principais Produtos**: A empresa obtém 2 pontos se o Relatório Anual contém uma descrição geral sobre as atividades da companhia, e os produtos/segmentos em que atua.
- **Principais Mercados e Market Share**: A empresa obtém 1 ponto se o relatório lista os principais mercados que compram os produtos da empresa, e 2 pontos se o relatório quantifica a participação de mercado da empresa ou o percentual da receita derivado de cada mercado.
- **Estratégia (Metas e Objetivos)**: A empresa obtém 1 ponto se o relatório descreve em linhas gerais a estratégia da empresa, e 2 pontos se a estratégia ou as metas e objetivos são definidos em termos quantitativos (por exemplo, "o objetivo é gerar um retorno para o acionista de no mínimo X%").
- **Ambiente de Negócios e Fatores Críticos de Sucesso**: 2 pontos são obtidos se o relatório descreve o ambiente de negócios (em termos macroeconômicos e/ou do segmento em que atua) e os fatores críticos de sucesso para a empresa ter obtido determinado resultado versus os competidores.
- **Eventos Importantes no ano**: 2 pontos são obtidos se a empresa descreve os principais eventos corporativos ocorridos ao longo do ano.
- **Estrutura Organizacional**: 2 pontos são computados se o relatório apresenta o nome e cargo dos principais gestores da companhia.
- **Governança Corporativa**: 1 ponto é obtido se a empresa descreve em linhas gerais a estrutura de governança da empresa, e 2 pontos se a empresa descreve em detalhes esta

estrutura (tais como nível de contato com investidores externos, estrutura do conselho de administração, existência de Comitê de Auditoria, Comitê de Compensação, etc).

- **Relatório Social (ou Demonstração de Valor Adicionado)**: A empresa obtém 1 ponto se publica em linhas gerais as ações realizadas em relação à responsabilidade social, investimento nos empregados e proteção ambiental, e 2 pontos se quantifica em valor monetário estes investimentos (geralmente as empresas publicam a Demonstração do Valor Adicionado).
- **Investimentos em Recursos Humanos e desenvolvimento gerencial**: A empresa obtém 1 ponto se relata em linhas gerais ações voltadas ao desenvolvimento dos empregados da empresa, e 2 pontos se adicionalmente o Relatório quantifica o valor deste investimento.
- **Investimentos em P&D e outros ativos intangíveis**: A empresa obtém 1 ponto se relata em linhas gerais ações voltadas à Pesquisa e Desenvolvimento/atualização tecnológica e outros ativos intangíveis como investimento na construção da marca, e 2 pontos se adicionalmente o Relatório quantifica o valor destes investimentos.
- **Eficiência Operacional**: A empresa obtém 1 ponto se relata em linhas gerais medidas de eficiência operacional, e 2 pontos se adicionalmente o Relatório fornece medidas quantitativas de eficiência operacional.

B. Informações Financeiras Adicionais

- **Unidades Vendidas**, **ROE** (Retorno sobre Patrimônio Líquido), **ROA** (Retorno sobre Ativo), **EBITDA** (Lucro antes de Juros, Imposto de Renda, Depreciação e Amortização), **Demonstração de Fluxo de Caixa**: A empresa recebe 1 ponto se tais informações são fornecidas apenas para os dois últimos anos e 2 pontos se as informações são fornecidas para mais de dois anos.

C. **Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial**

- **Tendência de Receita ao longo dos últimos anos**: O Relatório obtém 1 ponto se detalha em linhas gerais a tendência da Receita Operacional ao longo dos últimos anos, e 2 pontos se a empresa apresenta dados quantitativos para explicar a tendência da Receita nos últimos anos.
- **Vendas por região e/ou unidade de negócio**: A empresa recebe 2 pontos se quantifica a receita por unidade de negócio ou região.
- **Tendência do lucro operacional ao longo dos últimos anos**: O Relatório obtém 1 ponto se detalha em linhas gerais a tendência do Lucro Operacional ao longo dos últimos anos, e 2 pontos se a empresa apresenta dados quantitativos para explicar a tendência do Lucro Operacional nos últimos anos.
- **Lucro Operacional por região e/ou unidade de negócio**: A empresa recebe 2 pontos se quantifica o lucro operacional por unidade de negócio ou região.
- **Tendência dos Investimentos ao longo dos últimos anos**: O Relatório obtém 1 ponto se detalha em linhas gerais a tendência dos Investimentos ao longo dos últimos anos, e 2 pontos se a empresa apresenta dados quantitativos para explicar a tendência dos Investimentos dos últimos anos.
- **Investimento por região e/ou unidade de negócio**: A empresa recebe 2 pontos se quantifica o Investimento por unidade de negócio ou região.
- **Tendência de comportamento das ações e retorno total para o acionista**: A empresa obtém 2 pontos se apresenta o comportamento da ação ao longo do ano (ou o retorno obtido), assim como o dividendo proposto a ser distribuído.
- **Discussão sobre mudanças na receita e *market share*, Discussão sobre mudanças no lucro operacional** e **Discussão sobre mudanças nos Investimentos ou Pesquisa & Desenvolvimento**: Para cada um destes itens, a empresa obtém 1 ponto se discute em

linhas gerais as mudanças de um ano para o outro e 2 pontos se o Relatório quantifica as razões para a mudança.

D. Risco, Criação de Valor e Projeções

- **Uso e Implementação de Gestão de Risco**: A empresa obtém 1 ponto se descreve em linhas gerais ações adotadas na área de gestão de risco, e 2 pontos se quantifica o investimento nesta área.
- **Exposição ao Risco Cambial**: A empresa obtém 1 ponto se descreve em linhas gerais medidas de proteção ao risco cambial, e 2 pontos se quantifica a exposição ao risco cambial.
- **Medidas Quantitativas de Criação de Valor para o Acionista**: A empresa obtém 2 pontos se apresenta medidas quantitativas de criação de valor para o acionista (como o EVA).
- **Compensação Gerencial**: A empresa obtém 1 ponto se o Relatório descreve em linhas gerais a Política de Compensação Gerencial, e 2 pontos se quantifica o valor pago aos gestores ao longo do ano (por exemplo, em forma de Participação nos Resultados).
- **Perspectivas de Novos Projetos**: A empresa recebe 2 pontos se apresentar as perspectivas para novos projetos em desenvolvimento ou a serem desenvolvidos.
- **Projeções de Lucro** e **Projeções de vendas e crescimento**: A empresa recebe 1 ponto se descreve em linhas gerais as perspectivas para Lucro/Vendas/Crescimento para o próximo ano, e 2 pontos se apresenta projeções em termos quantitativo para tais itens.

3.2.2 Características de governança corporativa

A fim de estudar a relação entre o nível de *disclosure* e a governança corporativa das empresas, serão utilizadas cinco variáveis de governança: duas relacionadas à estrutura de

propriedade e três ao conselho de administração. A estrutura de propriedade é um dos principais determinantes da governança corporativa na medida em que esta pode influenciar o grau de monitoramento dos gestores da empresa. Em um ambiente de proteção legal extremamente ineficiente como é o caso do Brasil, a presença de grandes investidores nas empresas, poderia, segundo Shleifer e Vishny (1997, p. 754), contornar o problema de agência, pois tais investidores possuem tanto o interesse na maximização do valor, quanto o poder suficiente para terem seus interesses respeitados. Shleifer e Vishny (1986, p. 465) desenvolvem um modelo no qual a presença de grandes acionistas fornece uma solução parcial para os problemas de monitoramento dos gestores, possibilitando um aumento do valor da empresa por meio da mudança da política corporativa.

Por outro lado, a presença de grandes acionistas também possui efeitos negativos, os quais são associados à busca de benefícios privados de controle e, conseqüentemente, a expropriação do acionista minoritário. No Brasil, a concentração de propriedade é obtida principalmente por meio do alto índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais). Segundo Leal et al. (2002), apenas 11% das companhias abertas não lançam mão deste artifício, que compreende, em média, 46% do capital total das companhias abertas. Desta forma, tem-se uma situação de alta concentração de poder com relativamente baixo capital alocado por parte destes acionistas controladores.

As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade que são utilizadas, são as seguintes:

- Direito de controle (*BLOC*) – corresponde ao direito de voto do acionista controlador. É obtido pelo percentual de ações ordinárias em posse do acionista controlador ou bloco controlador;
- Diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador (*DIF*) – corresponde à diferença entre o percentual do

total de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador (*BLOC*) e o percentual de ações totais detidas por este acionista (*TOTAL*), ou seja:

$$DIF = BLOC - TOTAL$$

Os dados foram obtidos por meio do sistema Divext – Divulgação Externa da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), sendo entendido como acionista controlador aquele identificado pela própria empresa no seu Informativo Anual (IAN). Para correta identificação da parcela de propriedade e controle em posse dos controladores, foram analisadas também as estruturas piramidais de propriedade, identificando-se os proprietários em comum entre vários acionistas, e não somente a propriedade direta. No caso de estruturas familiares, foi considerada a soma do bloco controlador levando-se em consideração a propriedade de ações por parentes com laços de sangue (mesmo sobrenome). Para o caso de haver um acordo de acionistas, foi considerada a porcentagem de propriedade total do bloco do acordo.

Já as variáveis relacionadas ao conselho de administração justificam-se à medida que este é um importante mecanismo interno de governança corporativa. Fama e Jensen (1983) ressaltam que conselhos ativos e independentes dos gestores da empresa são um bom instrumento para uma boa governança corporativa.

As três variáveis relacionadas às características do conselho de administração são:

- Tamanho do conselho: é dado pelo total de membros do órgão (*CONS*);
- Proporção de membros independentes no conselho de administração – é representada pelo percentual de conselheiros não executivos (externos) em relação ao número total de conselheiros, dada pela equação:

$$INDEP = \frac{EXT}{CONS}$$

Onde:

INDEP - grau de independência do conselho de administração;

EXT - número de conselheiros não executivos (externos) no conselho;

CONS - número total de membros do conselho.

- Presença do presidente da empresa ocupando o cargo de presidente do conselho de administração – é representada por uma variável binária onde:

PRES = 1, se os cargos de presidente da empresa e presidente do conselho forem ocupados pela mesma pessoa;

PRES = 0, se os cargos forem ocupados por pessoas diferentes.

A escolha das variáveis acima teve por base a literatura sobre governança corporativa, entre elas os trabalhos de Silveira (2002) e Okimura (2003), assim como as recomendações do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa" do IBGC[2] e da "Cartilha de Governança Corporativa" da CVM[3]. Segundo estes documentos, empresas com uma boa estrutura de governança corporativa apresentariam características como: baixo índice de emissão de ações sem direito a voto (preferenciais), pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração, maior proporção possível de membros não executivos no conselho de administração, tamanho do conselho de administração de cinco a nove membros, entre outros.

Os dados foram coletados por meio do sistema Divext – Divulgação Externa da CVM, utilizando o critério definido pela CVM para classificação dos conselheiros pelas empresas. De acordo com este critério, as empresas classificam os conselheiros como tipo 2, caso não executem funções executivas (conselheiros externos) e como tipo 3, caso sejam conselheiros e executivos da companhia (conselheiros internos).

---

[2] O código de governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa pode ser encontrado no *website*: http://www.ibgc.org.br.

[3] A Cartilha de Governança Corporativa da Comissão de Valores Mobiliários pode ser encontrada no *website*: http://www.cvm.gov.br.

3.2.3 Variáveis de Controle

Lakatos e Marconi (1985, p. 145) afirmam que "variável de controle é aquele fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula propositalmente em uma pesquisa, com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente e dependente".

Isto posto, as variáveis de controle foram selecionadas com base na possível influência que exercem sobre a variáveis dependente de *disclosure* (*DISC*), e independentes de governança corporativa (*BLOC*, *DIF*, *CONS*, *INDEP*, *PRES*). Caso as variáveis de controle (que são variáveis independentes) possuam forte correlação com algumas destas variáveis e sejam omitidas do modelo, a relação entre as variáveis de interesse pode não ser evidenciada de forma correta. As seguintes variáveis de controle foram utilizadas:

3.2.3.1 Identidade do acionista controlador

A literatura sobre *disclosure* constata que a origem do acionista controlador pode influenciar fortemente no nível de *disclosure* da empresa. Uma empresa estatal pode, por exemplo, ser motivada a apresentar um maior grau de informações ao mercado do que uma empresa privada, dado seu "papel social" junto à comunidade. Assim, foi considerada a variável relacionada ao tipo do acionista controlador ($IDENT$), classificada como:

- Propriedade estatal: quando o controle é exercido pelo Estado (União, Estados ou Municípios);
- Propriedade privada nacional: quando um grupo de investidores de origem nacional detém o controle da empresa, podendo ser os fundadores ou herdeiros da empresa, fundos de pensão ou instituições financeiras;
- Propriedade privada estrangeira: quando uma multinacional ou grupo de investidores de origem estrangeira detém o controle da empresa.

Estas informações foram obtidas no Informativo Anual (IAN) das empresas submetidas à CVM. Foram utilizadas variáveis binárias para representar cada tipo de acionista controlador.

3.2.3.2 Setor da Empresa

O setor de atuação pode exercer influência sobre o nível de *disclosure* das empresas assim como sobre aspectos relacionados à governança corporativa. Desta forma, foram utilizadas variáveis binárias para representar os diferentes setores, identificados por (SET) nas regressões. Estas variáveis atribuem valor 1 para as empresas pertencentes a um dos setores em específico e 0 para as empresas pertencentes aos demais setores. Foi adotado o critério de classificação do banco de dados Economática ®, que fornece a relação das empresas e dos seus respectivos setores. A classificação divide as empresas em 18 categorias: Agro e Pesca; Alimentos e Bebidas; Comércio; Construção; Eletroeletrônicos; Energia Elétrica; Máquinas Industriais; Mineração; Minerais não Metálicos; Outros; Papel e Celulose; Petróleo e Gás; Química; Siderurgia & Metalurgia; Telecomunicações; Têxtil; Transportes Serviços; Veículos e peças.

3.2.3.3 Tamanho da Empresa

A literatura sobre *disclosure* destaca que o porte da empresa é um fator altamente relevante na determinação do nível de *disclosure* da mesma, dado que empresas maiores tendem a apresentar maior grau de *disclosure* já que o custo de preparação e transmissão da informação é menor relativamente ao seu tamanho do que em uma empresa de porte menor. O tamanho da empresa (*REC*) é definido como o logaritmo do faturamento líquido da empresa, obtido do sistema Economática®e medido em milhares de Reais ao final do ano de 2002.

3.2.3.4 Alavancagem

A literatura mostra que empresas com maior grau de endividamento tendem a apresentar maior nível de *disclosure* dado que necessitam fornecer maiores informações a seus credores, justamente porque os mesmos tendem a monitorar fortemente a gerência. A alavancagem financeira (*ALAV*) é definida como a dívida financeira total sobre o passivo total da empresa, ambas medidas em valores contábeis ao final do exercício de 2002. A fonte de dados utilizada foi a Economática®.

3.2.3.5 Liquidez

A liquidez é uma variável amplamente utilizada em estudos de governança corporativa. Neste caso por se tratar também de uma pesquisa sobre *disclosure*, é razoável imaginar que empresas cujas ações apresentem maior liquidez no mercado tendem a apresentar maior *disclosure*, pois assume-se que a mesma possui o seu capital mais pulverizado entre pequenos acionistas. A fórmula utilizada para o cálculo da liquidez das ações (LIQ) é a utilizada pelo sistema de informações Economática®, de cuja base foi extraída parte dos dados da pesquisa. A liquidez é dada por:

$$LIQ = 100 \times \left(\frac{p}{\mathrm{P}}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{v}{V}\right)}$$

Onde:

LIQ - índice de liquidez da ação;

p - número de dias em que houve ao menos um negócio com a ação no período analisado;

P - número total de dias do período analisado;

n - número de negócios com a ação no período analisado;

N - número de negócios com todas as ações no período analisado;

v - volume em dinheiro negociado com a ação no período analisado;

- volume em dinheiro negociado com todas as ações no período analisado.

3.2.3.6 Variáveis de Desempenho

A literatura apresenta a hipótese de que o desempenho da empresas tende a influenciar tanto na sua governança corporativa como no seu grau de *disclosure*. Empresas, por exemplo, que apresentaram bom desempenho ao longo do ano anterior possuem maior incentivo para serem mais transparentes. Assim, as variáveis de desempenho utilizadas na pesquisa como variáveis de controle foram (todas com base em dados do exercício de 2002):

- Retorno sobre ativo (*EBITSAT*): neste caso o retorno é calculado como o Lucro Operacional sobre o total do ativo.

$$EBITSAT = \frac{LucroOperacional}{Ativo}$$

- Q de Tobin (Q): utilizado como *proxy* para as oportunidades de crescimento da empresa.

A idéia neste estudo é basear-se na avaliação da empresa pelo mercado. A medida utilizada como *proxy* do valor da empresa neste caso é o Q de Tobin (Q). Este indicador foi escolhido por ter sido utilizado em vários estudos com testes empíricos sobre governança corporativa, como os de Barnhart e Rosenstein (1998), Bhagat e Black (2002) e Yermack (1996). Tobin (1958) definiu o "Q de Tobin" como:

$$\text{Q de Tobin} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações} + \text{Valor de Mercado das Dívidas}}{\text{Valor de Reposição dos Ativos}}$$

Por ser na prática de cálculo bastante difícil, exigindo dados como o valor de mercado das dívidas e o valor de reposição dos ativos da empresa, não observáveis facilmente, utilizaram-se medidas aproximadas. A aproximação efetuada neste estudo é a proposta por Chung e Pruitt (1994, p. 72), que define o Q de Tobin como:

$$Q\ de\ Tobin \cong \frac{VMAO + VMAP + DIVT}{AT}$$

Onde:

VMAO - Valor de mercado das ações ordinárias;

VMAP - Valor de mercado das ações preferenciais;

DIVT - Valor contábil das dívidas de curto e longo prazo (passivo circulante mais exigível a longo prazo) menos o ativo circulante (após a exclusão do valor dos estoques);

AT - ativo total da companhia.

- Índice Preço sobre Patrimônio Líquido (*PBV*):

$$\text{PBV} = \frac{\text{Valor de Mercado das Ações}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

O índice *PBV* também busca detectar a avaliação da empresa pelo mercado e foi utilizado nesta pesquisa como alternativa para o *Q* de Tobin a fim de verificar se de fato os resultados prevalecem utilizando-se uma outra *proxy* para valor da empresa. O PBV não seria tão influenciado por empresas que, por exemplo, são extremamente endividadas, e, desta forma, poderiam apresentar alto PBV porém baixo Q de Tobin.

Os dados contábeis das empresas e o valor de cotação das ações foram obtidos por meio do sistema Economática ®, sendo que os valores contábeis são referentes ao exercício de 2002 e a cotação corresponde ao preço médio do último dia de negociação do ano de 2002, sendo que em alguns casos, devido à indisponibilidade da informação, a cotação da ação ordinária foi aproximada pela cotação da ação preferencial.

3.2.3.7 Empresas Captadoras de Recursos

A literatura apresentada anteriormente mostra que uma das motivações para os gestores da empresa abrirem uma maior quantidade de informações refere-se à necessidade de captação de recursos junto ao mercado de capitais, seja em forma de dívida ou em forma de

ações, ou seja, empresas que captaram ou planejam captar recursos no mercado tenderiam a ser mais transparentes. Desta forma, é razoável imaginar que o fato da empresa ter efetuado captação de recursos no mercado influencia no nível de *disclosure* da mesma.

Para definir se a companhia precisou captar recursos, efetuou-se uma pesquisa para os anos de 2000 a 2003 buscando identificar se a companhia emitiu títulos de dívida ou ações neste período. A pesquisa foi feita apenas considerando a amostra na qual o índice de *disclosure* pôde ser calculado (58 companhias).

A colocação de ações foi obtida através do sistema de informações Economática® e a colocação de títulos de dívida foi obtida pelo sistema Bloomberg®, o qual fornece apenas as emissões de debêntures junto ao mercado de capitais tanto no Brasil como no exterior, não incluindo captações como *Export Financing* ("Financiamento à Exportação") e Adiantamentos de Contratos de Câmbio. Assim, foi utilizada uma variável binária atribuindo-se o valor 1 para as empresas que captarem recursos e o valor zero para as empresas que não captaram. Vale ressaltar que esta variável será estudada separadamente na seção 4.4.

3.2.4 Resumo das variáveis do estudo

As variáveis utilizadas na Parte I do trabalho são resumidas no quadro a seguir:

Tipo de Variável	**Sigla**	**Nome**	**Descrição**
Variável Dependente	*DISC*	Índice de *Disclosure*	Índice composto por 33 itens relacionados ao Relatório Anual da companhia
Variável Independente	*BLOC*	Direito de controle	Percentual de ações ordinárias pertencentes ao acionista ou bloco controlador
Variável Independente	*DIF*	Diferença entre os direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa	Diferença entre o percentual de ações ordinárias pertencentes ao acionista controlador e o percentual de ações totais pertencentes ao mesmo

Variável Independente	*CONS*	Tamanho do conselho de administração	Número de membros do órgão
Variável Independente	*INDEP*	Independência do conselho de administração	Proporção de membros independentes (externos) no conselho de administração
Variável Independente	*PRES*	Presidente da empresa é o presidente do conselho?	Variável binária definindo se o presidente da empresa é ou não presidente do conselho de administração
Variável de Controle	*IDENT*	Tipo de acionista controlador	Variáveis binárias como sendo controlador estatal, privado nacional ou privado estrangeiro
Variável de Controle	*SET*	Setor de atuação da empresa	Variáveis binárias "Setor"
Variável de Controle	*REC*	Tamanho da empresa	Logaritmo do Faturamento Líquido em 2002
Variável de Controle	*ALAV*	Endividamento	Dívida financeira sobre ativo total
Variável de Controle	*LIQ*	Liquidez	Liquidez da ação em 2002
Variável de Controle	*Q*	Q de Tobin	Valor de Mercado das ações mais valor de mercado das dívidas sobre valor do ativo total
Variável de Controle	*PBV*	Preço sobre Patrimônio Líquido	Valor de Mercado das Ações sobre Patrimônio Líquido
Variável de Controle	*EBITSAT*	Retorno do lucro operacional	Lucro operacional sobre ativo total

Quadro 3 - Resumo das Variáveis Utilizadas na Parte I da Pesquisa

3.3 População, Amostragem e Coleta de Dados

A amostra inicial do estudo foi composta por todas as companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa e que apresentaram liquidez significativa no ano de 2002. Foi considerada uma liquidez mínima de 0,002% da ação com maior liquidez (de acordo com o critério de liquidez fornecido pela Economática® e detalhado no Item 3.2.3.5). A escolha deste valor de corte é arbitrária já que a literatura não

fornece um indicador do que seria um nível de liquidez mínimo aceitável. Mesmo assim, a escolha de um valor de corte justifica-se na medida em que empresas com liquidez muito baixa tenderiam a não ter no preço de suas ações o reflexo de seu valor de mercado. Considerando o conjunto de empresas com dados suficientes para o cálculo de todas as variáveis, a amostra obtida foi de 161 empresas.

Em seguida, procedeu-se à obtenção do Relatório Anual de cada companhia para a elaboração do índice de *disclosure*. Este documento foi obtido através do *website* das empresas ou por solicitação via impressa. Pelo fato do Relatório Anual ser um documento de preparação e apresentação voluntária por parte das companhias abertas, detectou-se que apenas 58 empresas possuíam este material para o ano de 2002. Desta forma, a amostra final selecionada para os modelos de regressão múltipla tipo MQO reduziu-se a 58 empresas. Mesmo assim, alguns testes estatísticos foram realizados com a amostra inicial de 161 empresas, como é o caso do modelo Tobit.

Não se pode negar que a necessidade de um documento de elaboração voluntária como o Relatório Anual para cálculo do índice de *disclosure* foi o fator determinante para a sensível diminuição da amostra. Poder-se-ia argumentar a utilização de documentos de apresentação obrigatória pelas companhias tal como o Relatório da Administração contido nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), exigidos anualmente pela CVM, a fim de permitir o cálculo do índice de *disclosure* para um maior número de empresas. Tal relatório é amplamente produzido pelas companhias abertas já que é obrigatório e contém, de fato, informações importantes sobre o desempenho da empresa ao longo do ano anterior assim como perspectivas futuras. Cabe ressaltar, no entanto, que se justifica o uso exclusivo do Relatório Anual à medida que se busca nesta pesquisa um estudo do nível de *disclosure* voluntário oferecido pelas empresas.

No caso dos dados secundários relacionados às características de governança (cinco variáveis independentes relacionadas à estrutura de propriedade e ao conselho de administração), estes foram obtidos através do sistema Divulgação Externa ITR/DFP/IAN (DIVEXT) da CVM. Já em relação aos demais dados secundários para a elaboração das variáveis de controle, estes foram obtidos pelo sistema de informações Economática.

Adicionalmente, para os estudos específicos das empresas captadoras de recursos (resultados apresentados na seção 4.4), os dados relativos às emissões de ações foram obtidos através do sistema de informações Economática® e a colocação de títulos de dívida foi obtida pelo sistema Bloomberg®, para os anos de 2000 a 2003. Utilizar-se-á a amostra de empresas captadoras (36 empresas) para a elaboração dos modelos de regressão para esta seção.

3.4 Limitações da Pesquisa

A primeira limitação importante da pesquisa diz respeito ao fato de que itens de informações contidos no Relatório Anual foram utilizados como *proxy* do nível de *disclosure* da companhia. Pressupõe-se, portanto, ser este documento um bom indicador do grau de transparência da empresa. Como alternativa, poder-se-ia utilizar outros instrumentos de *disclosure* como as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), relatórios trimestrais, informações fornecidas ao mercado financeiro através de *conference calls*, notícias nos meios de comunicação, entre outros. Entretanto, o critério de medida utilizado nesta pesquisa é o mais amplamente utilizado para cálculo do nível de *disclosure* no meio acadêmico ((ENG; MAK, 2003), (CHEN; JAGGI, 2000), (BOTOSAN, 1997) e (HAIL, 2002), entre outros).

3.4.1 Tamanho da Amostra

Outra limitação da pesquisa foi o tamanho da amostra para os modelos de regressão, determinada pela necessidade de publicação do Relatório Anual pelas companhias. Como existem muitas companhias abertas que não publicam tal documento, estas já estariam

automaticamente excluídas da amostra. Por outro lado, a pesquisa realizada busca analisar o nível de *disclosure* voluntário das empresas, justificando assim a utilização de um documento de publicação não-obrigatória. A utilização do modelo Tobit (seção 4.3) buscou justamente lidar com esta limitação ao levar em conta o fato da existência de uma amostra na qual em parte dos dados não é possível a obtenção de variável dependente e em parte da amostra esta obtenção é possível.

3.4.2 Causalidade entre as Variáveis

Pelos modelos empíricos utilizados, o pesquisador define a seu juízo as relações de causalidade entre as variáveis, que podem a princípio não ser corretas. Este é um problema comum em pesquisas relacionadas à governança corporativa, como destaca Himmelberg (2003). No caso deste trabalho, assume-se a hipótese de que determinadas características de governança corporativa afetam o nível de *disclosure* da companhia. Apesar de justificável do ponto de vista teórico, tal relação de causalidade pode não ser correta.

3.4.3 Variáveis Ausentes no Modelo

No modelo empírico utilizado, as variáveis independentes selecionadas influenciam fortemente os resultados a serem obtidos. Conforme foi apresentado, buscou-se ter o cuidado de incluir diversas variáveis de controle para melhor especificação do modelo, a fim de evitar a constatação de relações entre as variáveis que não sejam verificáveis na prática.

3.4.4 Seletividade da Amostra

Pode-se dizer que a escolha da amostra inicial de 161 empresas já não é aleatória, já que foi utilizado um corte mínimo de liquidez. Esta seleção é defensável à medida que empresas cuja liquidez é abaixo da média do mercado podem não ter no preço de suas ações o reflexo de seu verdadeiro valor de mercado.

Adicionalmente, devido à necessidade de utilizar empresas que publicassem o Relatório Anual, a seletividade da amostra (para os modelos de MQO) também não foi aleatória, ou seja, poder-se-ia supor que já houve a seleção de empresas com maior disposição a serem mais transparentes. Além disso, poder-se-ia inferir que a maior parte das empresas selecionadas para a amostra são empresas de porte acima da média e cuja liquidez de suas ações também é acima da média do mercado brasileiro. Desta forma, poderia existir um viés no sentido da amostra não ser uma representação do mercado brasileiro em geral. Portanto, não se pode generalizar o resultado desta pesquisa para a população, no caso dos testes de regressão múltipla tipo MQO. Mesmo assim, tais resultados são relevantes no sentido de estudar os efeitos das características de governança corporativa sobre os variados níveis de *disclosure* de cada companhia no contexto das empresas que já fazem algum tipo de *disclosure* voluntário.

Já no modelo Tobit, a existência de uma amostra censurada é levada em conta (neste caso, a existência de empresas cuja variável dependente não pôde ser calculada), podendo, neste caso, extrapolar os resultados para a população de companhias abertas brasileiras.

3.4.5 Motivação das Empresas Brasileiras em Apresentar Disclosure

Pode-se questionar a motivação das empresas brasileiras em serem mais transparentes dado que a Contabilidade no contexto brasileiro é primariamente de cunho fiscal. Em países como Estados Unidos, Inglaterra e Austrália, as companhias são motivadas a apresentar resultados os mais otimistas possíveis a fim de que uma maior quantidade de investidores apresentem interesse em adquirir suas ações ou títulos de dívida. Já no contexto brasileiro, o foco fiscal da Contabilidade pode levantar certa dúvida se de fato as empresas sejam motivadas a apresentar resultados otimistas ou abrir uma maior quantidade de informações dado que o interesse primordial das empresas seja minimizar sua carga fiscal. De qualquer

forma, o presente estudo é valido no contexto das empresas brasileiras, pois apesar do foco fiscal da Contabilidade, as companhias abertas possuem motivação em apresentar *disclosure* a fim de garantir possibilidades de emissões futuras no mercado de capitais, ou mesmo para possibilitar a saída para um grande acionista por meio do mercado.

3.4.6 Erro de Mensuração nas Variáveis

Pode-se considerar uma limitação relacionada à definição operacional de valor de mercado das companhias analisadas. Foi feita uma aproximação quando as ações ordinárias não são negociadas em bolsa, ou seja, foi considerado o preço da ação preferencial como a referência de valor de mercado para todas as ações da companhia, fato este que na prática pode não ser totalmente verdadeiro. Além disso, mesmo no caso de empresas com ações ordinárias e preferenciais negociadas em bolsa, o preço da ação pode não refletir totalmente o real valor de mercado da companhia, especialmente no caso de ações com menor liquidez. Houve um corte de liquidez para a seleção da amostra (0,002% da ação com maior liquidez) a fim de buscar minimizar este impacto, porém ainda assim não se pode descartar a ocorrência deste fenômeno.

3.4.7 Horizonte de Análise

Pela própria complexidade da construção do índice de *disclosure*, a pesquisa realizada baseou-se nos dados para o ano de 2002. Desta forma, os resultados obtidos não podem ser extrapolados para outros anos. Mesmo assim, pode-se argumentar que as variáveis analisadas no modelo (tanto o índice de *disclosure* como as características de governança corporativa) tendem a apresentar poucas mudanças de um ano para o outro.

4 Análise de Resultados da Pesquisa

Esta seção propõe-se a apresentar e discutir os resultados obtidos na pesquisa. A seção 4.1 apresentará a estatística descritiva relacionada às principais variáveis utilizadas, assim como serão efetuados testes de diferença de médias com essas variáveis. A seção 4.2 discute os resultados dos modelos de regressão MQO com erro-padrão robusto utilizando a amostra de empresas cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado. Em seguida, a seção 4.3 apresenta e analisa os resultados referente às regressões utilizando o modelo Tobit na amostra inicialmente obtida. Adicionalmente, a seção 4.4 enfoca-se nos resultados dos estudos para empresas que de fato captaram recursos no mercado. Finalmente, a seção 4.5 sumariza os resultados obtidos nas seções anteriores.

4.1 Estatística Descritiva e Teste de Diferença de Médias

Pode-se observar, na tabela 1, a estatística descritiva referente à variável DISC (*disclosure*), cuja definição operacional encontra-se na seção 3.2.1.2. Da amostra de 58 empresas que apresentaram índice de *disclosure*, obteve-se uma média de 39,5 pontos (de um total de 66 pontos) com desvio-padrão de 8,5 pontos. A pontuação máxima obtida foi 58 pontos e a mínima 14 pontos. Com base na análise dos quartis, nota-se uma forte concentração da pontuação entre 34 e 45 pontos (50% das empresas estariam nesta faixa).

				Percentil		
Média	Desvio-Padrão	Máximo	Mínimo	25	50	75
39,5	8,5	58,0	14,0	34,0	40,0	45,2

Tabela 1 - Estatística Descritiva da variável *disclosure* (DISC)

Como análise inicial, verificou-se, por meio das estatísticas descritivas, se haveria diferença nas características de governança corporativa entre empresas que apresentaram *disclosure* voluntário e aquelas que não apresentaram. Separou-se, assim, a amostra inicial de 161 empresas em duas: a primeira composta pelas empresas que divulgaram Relatório Anual em 2002, o que, portanto, possibilitou a composição do Índice de *Disclosure* das mesmas (58

empresas), e a segunda amostra composta por empresas que não divulgaram o Relatório Anual e que, desta forma, não foi possível a elaboração de seu índice de *disclosure* (103 empresas). Na seqüência, calculou-se a estatística descritiva das duas amostras:

Variável	Índice de Disclosure	Média	Desvio-Padrão	Número de Empresas
BLOC	Sim	0,770	0,223	58
	Não	0,742	0,188	103
DIF	Sim	0,223	0,180	58
	Não	0,216	0,208	103
INDEP	Sim	0,890	0,115	58
	Não	0,808	0,140	103
CONS	Sim	7,983	2,782	58
	Não	6,833	3,163	103

Tabela 2 – Estatística Descritiva das variáveis de governança corporativa de duas amostras: uma contendo as empresas que obtiveram índice de *disclosure* e outra das empresas cujo índice de *disclosure* não pôde ser calculado

Como se percebe na tabela 2, em termos das variáveis de estrutura de propriedade (BLOC e DIF), não se observam diferenças significativas entre os dois grupos. Por outro lado, em relação às variáveis relacionadas ao conselho de administração, há indícios de que existe diferença. Em relação à variável INDEP, percebe-se que a média da amostra das empresas com *disclosure* voluntário é maior do que a média das empresas sem *disclosure* voluntário, ou seja, em média as primeiras possuem um percentual maior de membros independentes no conselho de administração, o que poderia ser um indicador de uma melhor governança corporativa. Já a variável tamanho do conselho (CONS) mostra que as empresas com *disclosure* voluntário, em média, possuem Conselhos com um maior número de membros (8) do que as empresas sem *disclosure* (6,8).

A tabela 3 apresenta resultados relacionados à quinta variável, também relacionada à governança corporativa, a variável binária PRES, onde PRES=1 quando o presidente da empresa e o presidente do conselho são a mesma pessoa. Nota-se que da amostra de empresas que apresentam *disclosure* voluntário, apenas em 22% delas o presidente da empresa e do conselho são a mesma pessoa, enquanto que no caso das empresas que não apresentam

disclosure voluntário, em 46% delas a função de presidente do conselho e da empresa se confundem na mesma pessoa, indicando uma deterioração da governança destas empresas. Para assegurar independência na relação gerência-acionistas e bom funcionamento para o conselho de administração, esperar-se-ia que estas duas funções fossem exercidas por pessoas distintas.

Variável	Índice Disclosure	Percentual de Empresas em que PRES=1
PRES	Sim	22,4%
	Não	45,6%

Tabela 3 – Percentual de Empresas em que os cargos de Presidente da empresa e Presidente do Conselho são exercidos pela mesma pessoa

Com base nas duas amostras citadas acima, realizaram-se testes de diferença de médias (estatística t de *student* para amostras independentes), a fim de verificar se de fato os dois grupos de empresas (aquelas com e sem *disclosure* voluntário) apresentariam diferenças em suas características de governança. Os resultados são apresentados na tabela a seguir.

Variável	Valor de T-student	Significância	Diferença de Média
BLOC	0,85	0,40	0,028
DIF	0,24	0,81	0,074
INDEP	4,04	0,00	0,082
CONS	2,32	0,02	1,150

Tabela 4 - Teste de diferença de médias entre as variáveis de governança das duas amostras: com e sem índice de *disclosure*

Conforme a tabela 4, não se rejeita a hipótese nula de igualdade na média das variáveis relacionadas à estrutura de propriedade (BLOC e DIF) em relação às duas amostras, enquanto que para as variáveis relacionadas ao conselho de administração pode-se afirmar com 5% de confiança que as amostras possuem médias diferentes. Comprova-se que as empresas com *disclosure* voluntário de fato apresentam maior percentual de membros independentes no conselho (INDEP maior) e tamanhos maiores de conselho (CONS maior) do que as empresas consideradas como não apresentando *disclosure* voluntário.

4.2 Resultados dos Modelos de Regressão MQO

Após a análise das estatísticas descritivas e diferença de médias, partiu-se para a elaboração dos modelos de regressão múltipla utilizando o método de Mínimos Quadrados Ordinário (MQO). Como análise preliminar, constitui-se uma matriz de correlação entre as variáveis dos modelos, apresentada a seguir:

	DISC	BLOC	DIF	INDEP	CONS	REC	ALAV	LIQ	Q	EBITSAT	PBV
DISC	**1**										
BLOC	-0,11	**1**									
DIF	0,20	0,13	**1**								
INDEP	0,06	-0,01	-0,03	**1**							
CONS	0,24	-0,10	-0,03	0,32	**1**						
REC	0,45	-0,15	0,04	-0,02	0,18	**1**					
ALAV	0,10	-0,05	-0,09	0,28	0,17	-0,09	**1**				
LIQ	0,41	-0,13	-0,01	0,02	0,20	0,89	-0,13	**1**			
Q	-0,04	0,19	-0,07	0,22	0,18	0,10	-0,16	0,12	**1**		
EBITSAT	0,03	0,00	0,12	-0,28	-0,14	0,10	-0,57	-0,03	0,10	**1**	
PBV	0,04	0,08	0,11	-0,02	-0,02	0,03	-0,03	-0,05	0,21	0,19	**1**

Tabela 5 – Matriz de Correlações de Pearson para variáveis utilizadas nos modelos

Em relação à variável DISC, esta apresenta alta correlação com a variável REC e LIQ (0,45 e 0,41, respectivamente). Esta constatação faz sentido, na medida em que as pesquisas relacionadas à *disclosure* costumam indicar alta correlação com estas variáveis, justificada pelo fato de que empresas de maior porte e/ou com maior liquidez de suas ações naturalmente tendem a ser mais transparentes devido à sua visibilidade, acesso ao mercado de capitais, custos relativos menores na geração de informações, entre outros.

Já em relação às variáveis de governança corporativa (BLOC, DIF, INDEP e CONS), enfoque principal deste trabalho, não se observa alta correlação com a variável DISC. De qualquer forma, a relação positiva entre DISC e DIF parece indicar que quanto maior a diferença entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa em posse do acionista controlador, maior o potencial *disclosure* da empresa, o que levaria à comprovação do efeito de substituição entre governança e *disclosure*, já detalhado no desenvolvimento teórico deste trabalho, no qual empresas com pior estrutura de governança tenderiam a apresentar maior *disclosure* a fim de compensar tal situação.

Por outro lado, a relação também positiva entre DISC e INDEP indica que quanto maior o percentual de membros independentes no conselho, maior o *disclosure* da empresa, o que neste caso comprovaria o efeito complementar entre governança e *disclosure*, também já detalhado anteriormente, que prevê que empresas com boas estruturas de governança tendem a apresentar alto nível de transparência. Já a relação positiva entre DISC e CONS indica que empresas com conselhos maiores tendem a apresentar maior *disclosure*.

Por outro lado, a relação negativa entre DISC e BLOC indica que quanto maior a concentração de ações com direito a voto nas mãos do acionista controlador, menor o nível de *disclosure*, o que também parece fazer sentido na medida em que estas empresas possuem menor incentivo a serem transparentes já que seus acionistas controladores obtém informações que não são públicas, diferentemente dos acionistas minoritários, que necessitam dos relatórios publicados para o mercado de capitais.

Em relação a potenciais problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, no caso da elaboração dos modelos de regressão, não se observam na matriz de correlação índices acima de 0,7, o que parece indicar a inexistência de problemas sérios de multicolinearidade entre tais variáveis. A exceção seria a relação da variável porte (REC) com liquidez das ações (LIQ), que apresenta correlação de 0,89. De qualquer forma, serão realizados testes de multicolinearidade para a elaboração dos modelos de regressão.

Em relação aos modelos de regressão múltipla, conforme discutido no item 3.1.1, foram criados doze modelos, contendo algumas variações entre eles, que são apresentados a seguir. A criação de doze modelos busca testar variáveis alternativas entre eles, a fim de detectar a persistência (ou não) da relação entre as variáveis apresentadas.

Todos os modelos contêm as variáveis de governança INDEP, CONS e PRES, assim como as variáveis de controle SET (setor da empresa), Estatal, Privado Nacional e Privado

Estrangeiro (que se relacionam ao tipo de acionista controlador), REC, ALAV e LIQ. Já as variáveis BLOC e DIF e as variáveis de controle relacionadas à desempenho Q, PBV e EBITSAT foram utilizadas alternativamente nos modelos a fim de se verificar seus efeitos de forma isolada, assim como, no caso das variáveis Q, PBV e EBITSAT, buscar testar variáveis de controle alternativas. Além disso, alguns modelos incluíram a variável tamanho do conselho ao quadrado (CONS^2), a fim de se buscar, adicionalmente, verificar a existência de uma relação quadrática (com ponto de ótimo) entre tamanho do conselho e *disclosure*. Além das variáveis contidas em todos os modelos, aquelas que foram alternadas estão apresentadas abaixo:

- Modelo I: variáveis BLOC e Q;
- Modelo II: variáveis DIF e Q;
- Modelo III: variáveis BLOC e PBV;
- Modelo IV: variáveis DIF e PBV;
- Modelo V: variáveis BLOC e EBITSAT;
- Modelo VI: variáveis DIF e EBITSAT;
- Modelo VII: variáveis BLOC, Q e CONS^2;
- Modelo VIII: variáveis DIF, Q e CONS^2;
- Modelo IX: variáveis BLOC, PBV e CONS^2;
- Modelo X: variáveis DIF, PBV e CONS^2;
- Modelo XI: variáveis BLOC, EBITSAT e CONS^2;
- Modelo XII: variáveis DIF, EBITSAT e CONS^2.

Aplicando o teste de heterocedasticidade de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg, alguns dos modelos apresentaram problemas de heterocedasticidade, rejeitando a hipótese nula de variância constante dos resíduos. Assim, os modelos foram estimados pelo Método dos Mínimos Quadrados Ordinário (MQO) com erros padrão robusto. O R-quadrado de todos os modelos variou entre 0,60 e 0,70, o que mostra pouca variação entre eles. A seguir estão apresentados os resultados dos modelos, sendo que os resultados completos são apresentados no Apêndice E. Entre parênteses indica-se o sinal do coeficiente:

Modelo	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
BLOC	x		x		x		x		x		x	
DIF		* (+)		* (+)		* (+)		* (+)		* (+)		* (+)
INDEP	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
CONS	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
CONS^2							x	x	x	x	x	x
PRES	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Estatal	x	x			x	x	x	x			x	x
Priv Nac	*** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	** (+)	** (+)	** (+)	*** (+)
Priv Est	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
REC	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)
ALAV	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
LIQ	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
EBITSAT					x	* (+)					x	* (+)
Q	x	x					x	x				
PBV			x	x					x	x		

Tabela 6 – Resultados dos Modelos de Regressão MQO com erros robustos
O símbolo x representa a presença da variável no modelo. Coeficientes que apresentaram significância estão identificados como *, ** e ***, de acordo com sua significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Não se identificaram problemas de multicolinearidade entre as variáveis independentes, testados pelo método Tolerance, que calcula a proporção da variabilidade da variável independente não explicada pela sua relação linear com as outras variáveis independentes do modelo. Os testes de normalidade dos resíduos (Kolmogorov-Smirnov), cuja hipótese nula é a normalidade dos resíduos, não indicaram problemas de fuga à normalidade em nenhum dos modelos.

Quanto aos resultados das regressões, em relação às variáveis de governança corporativa, apenas o coeficiente da variável DIF apresentou significância estatística (a 10%). As outras quatro variáveis (BLOC, INDEP, CONS e PRES) não apresentaram significância, não rejeitando, portanto, a hipótese nula apresentada inicialmente. O sinal do coeficiente da variável DIF indica que quanto maior a diferença entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa do acionista controlador, maior o *disclosure* da empresa, caracterizando um potencial efeito de substituição entre *disclosure* e governança corporativa, no qual uma empresa com estruturas de governança menos sólidas tende a ser mais transparentes como forma de compensar tal característica.

Apesar de não significante estatisticamente, o coeficiente da variável BLOC apresentou sinal negativo em todos os modelos em que foi incluído, indicando que quanto

maior a concentração de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador, menor o nível de *disclosure*. Como foi apresentado, a literatura prediz que a concentração acionária do controlador possui efeitos *positivos* (maior monitoramento da gerência) e negativos (expropriação dos acionistas minoritários) sobre a governança da companhia, por isso, não é possível afirmar a presença de uma relação de substituição ou complementação entre *disclosure* e governança. De qualquer forma, é razoável supor que empresas com alta concentração de ações ordinárias nas mãos dos acionistas controladores tenderiam a apresentar menor nível de *disclosure* já que tais acionistas não necessitam das informações divulgadas ao mercado pois obtêm as mesmas de forma privada.

Apesar de também não ter apresentado significância estatística, o coeficiente da variável PRES apresentou sinal positivo em todos os modelos apresentados. Tal relação indica que empresas cujo presidente do conselho também é presidente da companhia (indicando maior conflito de agência) tendem a apresentar maior nível de *disclosure*, levando à constatação da hipótese de substituição entre governança e *disclosure*.

Em relação às variáveis de controle, quanto à identidade do acionista controlador (Estatal, Privada Nacional ou Privada Estrangeira), nota-se que em todos os modelos o coeficiente da variável Privada Nacional é significante e com sinal positivo, ou seja, empresas com controle privado nacional tendem a apresentar maior nível de *disclosure*. Outra variável cujos coeficientes apresentaram significância foi REC (Receita) indicando o porte da companhia e mostrando, como esperado, que empresas de maior porte tendem a apresentar maior grau de *disclosure*. Outra variável cujo coeficiente mostrou-se significante a 10% em apenas dois modelos foi a variável de desempenho EBITSAT, cujo sinal indicou que quanto melhor o desempenho da empresa, maior seu nível de *disclosure*, o que também era esperado, já que empresas com bom desempenho possuem incentivos para serem mais transparentes.

Testes alternativos foram feitos utilizando a técnica de Regressão Robusta a fim de minimizar os efeitos dos *outliers* da amostra, porém, em geral, os resultados foram similares aos apresentados por MQO com erro-padrão robusto, razão pela qual não foram apresentados.

Em resumo, os resultados indicaram que quanto maior a disparidade entre direitos de controle e direitos sobre fluxo de caixa em posse do acionista controlador (DIF), maior o nível de *disclosure* da empresa, corroborando o efeito de substituição entre governança e *disclosure*. As demais variáveis relacionadas à governança não apresentaram significância.

4.3 Resultados dos Modelos de Regressão Tobit

Conforme explicado na seção 3.3, a amostra inicial de 161 empresas não pôde ser utilizada nos modelos de regressão múltipla por MQO já que para a maior parte das observações não foi possível calcular o índice de *disclosure*, pois tais empresas não emitiram Relatório Anual em 2002 ou o acesso ao mesmo não foi possível. Assim, os modelos anteriores foram realizados com base na amostra reduzida de 58 empresas cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado. Existem, porém, certos problemas nesta amostra reduzida, sendo que o principal deles é que seus resultados não podem ser extrapolados para a população de companhias abertas brasileiras, já que existe um claro viés na escolha das empresas pertencentes à mesma (seriam pertencentes à mesma somente as empresas que já fazem *disclosure* voluntário).

O modelo Tobit é utilizado no caso da existência de duas subamostras – uma, por exemplo, n1, consistindo em observações sobre as quais se tem informações sobre os regressores (variáveis independentes) e sobre o regressando (variável dependente), e outra, por exemplo, n2, consistindo em observações sobre as quais se tem informações somente sobre os regressores mas não sobre os regressandos. Este tipo de amostra é conhecida como amostra censurada. Neste caso, temos uma amostra n2 consistindo de 103 observações cujo

índice de *disclosure* não pôde ser calculado (O Apêndice C apresenta maiores detalhes a respeito do modelo de regressão Tobit, assim como do racional da utilização do mesmo no caso deste trabalho).

Outro aspecto do modelo Tobit é que o mesmo leva em conta a importância de uma determinada variável independente para que as observações passem a gerar um valor positivo (diferente de zero) da variável dependente. No caso desta pesquisa, o modelo Tobit leva em conta a influência das variáveis de governança corporativa para que uma empresa que hoje não possui *disclosure* voluntário (ou seja, não emite Relatório Anual) passe a fazê-lo.

Pelo motivo apresentado acima e para a utilização da amostra inicial de 161 empresas, procedeu-se à realização do modelo Tobit. Foram utilizados os mesmos 12 modelos apresentados no item 3.1.1. No caso dos modelos que utilizaram a variável PBV, pelo fato de algumas observações apresentarem sinal negativo, as mesmas foram excluídas da amostra para cálculo exclusivo destes modelos, já que poderiam distorcer os resultados. As empresas cujo índice de *disclosure* não pôde ser calculado receberam valor zero na variável dependente DISC. Foram utilizadas regressões no modelo Tobit com erro-padrão robusto, já que a maioria dos modelos apresentou problemas de heterocedasticidade. Os resultados das regressões utilizando o modelo Tobit são apresentados a seguir (resultados completos apresentados no Apêndice E):

Modelo	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
BLOC	x		x		x		x		x		x	
DIF		* (+)		* (+)		* (+)		x		* (+)		* (+)
INDEP	*** (+)	** (+)	** (+)	* (+)	*** (+)	*** (+)	** (+)	** (+)	** (+)	** (+)	*** (+)	*** (+)
CONS	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
CONS^2							x	x	* (-)	x	x	x
PRES	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Estatal	*(-)	* (-)	x	* (+)	x	* (-)	*** (+)	x	*** (+)	x	x	x
Priv Nac	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)
Priv Est	x	x	x	x	x	x	*** (+)	x	*** (+)	x	x	x
REC	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)	*** (+)
ALAV	x	x	** (+)	** (+)	*** (+)	*** (+)	** (+)	** (+)	x	x	*** (+)	*** (+)
LIQ	x	* (+)	x	x	* (+)	* (+)	x	x	x	x	x	x
EBITSAT					*** (+)	*** (+)					*** (+)	*** (+)
Q	x	x							x	x		
PBV			* (+)	* (+)			x	x				

Tabela 7- Resultados dos Modelos de Regressão Tobit com erro-padrão robusto.
O símbolo x representa a presença da variável no modelo. Coeficientes que apresentaram significância estão identificados como *, ** e ***, de acordo com sua significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Em relação aos resultados anteriores, os resultados dos modelos de Regressão Tobit corroboraram a significância a 10% do coeficiente da variável DIF com sinal positivo em todos os modelos em que ela está inserida, com exceção de um (modelo VIII). Estes resultados, portanto, indicam que quanto maior o DIF, maior o nível de *disclosure*, ou seja, quanto maior a diferença entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa detidos pelo acionista controlador (indicando, portanto, uma prática de governança considerada ruim), maior o nível de *disclosure*, potencialmente sustentando a hipótese de substituição entre transparência e governança corporativa.

Ainda em relação às variáveis de governança, a variável INDEP foi significante em todos os modelos e com sinal positivo, ou seja, empresas com maior percentual de membros externos no conselho (o que seria indicativo de melhor governança) teriam maior nível de *disclosure*, contrariando a hipótese anterior e confirmando a hipótese de complementação entre *disclosure* e governança. Entretanto, tal resultado deve ser interpretado com certa cautela, à medida que a presença de membros externos no conselho não significa necessariamente a existência de membros de fato independentes, já que alguns destes membros podem ser ligados ao acionista controlador.

Em relação ao resultado para a variável INDEP, pelo fato de esta variável ter apresentado significância apenas para o modelo Tobit (e não para o método de MQO) indica que esta variável não é relevante para a amostra de empresas que já apresentam *disclosure* voluntário, porém é importante para que empresas que hoje não o apresentam passem a fazê-lo, corroborando os resultados apresentados pelo teste de média entre empresas com índice de *disclosure* e empresas cujo índice de *disclosure* não pôde ser calculado.

O coeficiente da variável CONS^2 apresentou significância a 10% em apenas um modelo e com sinal negativo, portanto, este resultado deve ser analisado com cautela. De qualquer forma, a relação quadrática negativa indica a existência de uma faixa ótima no tamanho do conselho de forma que maximize o nível de *disclosure*. Os resultados do modelo indicam uma faixa ótima entre 8 e 9 membros. Este resultado parece estar em linha com a recomendação do IBGC, que prediz que empresas com boa governança deveriam ter de 5 a 9 membros no seu conselho, indicando a relação complementar entre *disclosure* e governança.

As demais variáveis de governança (BLOC, CONS e PRES) não apresentaram significância em nenhum dos modelos. Apesar de não significante estatisticamente, o coeficiente da variável BLOC também apresentou sinal negativo em todos os modelos em que foi incluído, indicando que quanto maior a concentração de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador, menor o nível de *disclosure*. Como foi apresentado, a literatura prediz que a concentração acionária do controlador possui efeitos positivos (maior monitoramento da gerência) e negativos (expropriação dos acionistas minoritários) sobre a governança da companhia, por isso, não é possível afirmar a presença de uma relação de substituição ou complementação entre *disclosure* e governança.

Apesar de também não ter apresentado significância estatística, o coeficiente da variável PRES apresentou sinal positivo em 11 dos 12 modelos apresentados. Tal relação indica que empresas cujo presidente do conselho também é presidente da companhia

(indicando maior conflito de agência) tendem a apresentar maior nível de *disclosure*, levando à constatação da hipótese de substituição entre governança e *disclosure*.

Em relação às variáveis de controle, quanto à identidade do acionista controlador (Estatal, Privada Nacional ou Privada Estrangeira), nota-se que em todos os modelos o coeficiente da variável Privada Nacional é significante e com sinal positivo, ou seja, empresas com controle privado nacional tendem a apresentar maior nível de *disclosure*. Esta constatação parece fazer sentido em comparação às empresas de controle estrangeiro, que potencialmente preferem divulgar maiores informações em seu país de origem. Já os resultados da variável ESTAT (Estatal) foram conflitantes nos modelos. Os resultados dos modelos IV, VII, IX parecem fazer mais sentido à luz da teoria de que empresas de origem estatal teriam maior incentivo à transparência, dada a necessidade de reportar seus resultados à sociedade em geral. De qualquer forma, não foi possível chegar a uma conclusão objetiva em relação a esta variável.

Outra variável cujo coeficiente apresentou significância foi REC (Receita) indicando o porte da companhia e mostrando, como esperado, que empresas de maior porte tendem a apresentar maior grau de *disclosure*. A significância da variável LIQ em alguns modelos indica que empresas cujas ações mostram maior liquidez tendem a apresentar maior nível de *disclosure*, o que parece esperado à medida que (1) tais empresas em geral devem ser de porte acima da média, e (2) ações mais líquidas indicam que existe um maior número de investidores interessados nas informações divulgadas por esta companhia.

O coeficiente da variável alavancagem (ALAV) apresentou significância estatística em alguns modelos, indicando que empresas mais alavancadas tendem a apresentar melhor nível de *disclosure*, corroborando a hipótese inicial de que empresas mais endividadas seriam mais transparentes, já que teriam maior necessidade de apresentar informações ao mercado, por terem uma alta participação também de credores interessados nas informações da empresa.

Vale lembrar que os modelos por MQO não apresentaram significância para a variável ALAV, o que indica que esta variável é relevante para empresas que ainda não apresentam *disclosure* voluntário passe a fazê-lo. Esta constatação parece fazer sentido, pois as empresas que não apresentam *disclosure* voluntário podem ser encorajadas a fazê-lo à medida que são mais endividadas pois necessitam reportar suas informações não somente aos acionistas, mas também aos credores da companhia.

Outra variável cujo coeficiente mostrou-se significante em todos os modelos foi o desempenho EBITSAT, cujo sinal indicou que quanto melhor o desempenho da empresa, maior seu nível de *disclosure*, o que também era esperado, já que empresas com bom desempenho possuem maiores incentivos a serem mais transparentes, a fim de mostrar ao mercado a boa gestão da administração, assim como buscar uma melhor avaliação do preço da ação da companhia.

Em relação às variáveis relacionadas a valor da empresa (Q e PBV), apenas a variável PBV apresentou significância e em apenas alguns modelos, cujo sinal indicou que quanto maior o valor da empresa, maior seu nível de *disclosure*, indicando que empresas melhor avaliadas pelo mercado tendem a ser mais transparentes, o que intuitivamente parece fazer sentido, porém para uma análise mais aprofundada seria necessário analisar a relação de causalidade entre as variáveis, já que *disclosure* também parece afetar o valor da companhia.

Em resumo, os resultados dos modelos Tobit indicaram que quanto maior a diferença entre direitos de votos e direitos sobre fluxo de caixa em posse do acionista controlador (DIF), maior o nível de transparência da empresa e companhias com maior percentual de membros externos no conselho tendem a apresentar maior nível de *disclosure*. Além disso, o resultado da variável CONS^2 em um dos modelos indicou que existe um faixa ótima quanto ao número de conselheiros. Por outro lado, não se detectou relação significativa entre *disclosure* e as variáveis percentual de participação do acionista controlador (BLOC), tamanho do

conselho (CONS) e unificação dos cargos de presidente da companhia e presidente do conselho de administração (PRES).

4.4 Foco nas Empresas Captadoras de Recursos

Esta seção propõe-se a efetuar um estudo adicional no sentido de enfocar-se apenas em empresas que necessitam de recursos financeiros do mercado. A literatura mostra que uma das motivações para os gestores da empresa abrirem uma maior quantidade de informações refere-se ao interesse em obter recursos junto ao mercado de capitais, em forma de títulos de dívida ou ações, ou seja, empresas que captaram ou planejam captar recursos no mercado tenderiam a ser mais transparentes. Como já foi apresentada, esta questão é derivada da existência de assimetria informacional que ocorre entre gestores e investidores quando da emissão de títulos junto ao público. Desta forma, é razoável supor que o fato da empresa ter efetuado captação de recursos no mercado influencia no nível de *disclosure* da mesma.

Assim, foram elaborados os mesmos doze modelos da Seção 4.2, através do método de regressão múltipla por MQO com erro-padrão robusto a heterocedasticidade, incluindo-se, porém, a variável binária CAPTADORA, apresentada anteriormente.

Modelo	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
BLOC	x		x		x		x		x		x	
DIF		* (+)		* (+)		* (+)		* (+)		* (+)		* (+)
INDEP	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
CONS	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
CONS^2							x	x	x	x	x	x
PRES	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Estatal	x	x			x	x	x	x			x	x
Priv Nac	** (+)	*** (+)	* (+)	** (+)	* (+)	** (+)	** (+)	*** (+)	* (+)	** (+)	* (+)	** (+)
Priv Est	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
REC	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	** (+)	** (+)
ALAV	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
LIQ	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
EBITSAT					* (+)	* (+)					* (+)	* (+)
Q	x	x					x	x				
PBV			x	x					x	x		
Captadora	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x

Tabela 8 - Resultados dos Modelos – incluindo variável binária CAPTADORA.
O símbolo x representa a presença da variável no modelo. Coeficientes que apresentaram significância estão identificados como *, ** e ***, de acordo com sua significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

As variáveis já analisadas anteriormente apresentaram resultados semelhantes aos já obtidos (por isso não serão discutidos novamente), sendo que a principal diferença foi que a variável EBITSAT apresentou significância nos quatro modelos em que foi incluída (na seção 4.2 esta variável havia apresentado significância em apenas dois modelos), indicando que empresas com melhor desempenho apresentam maior nível de *disclosure*, o que era esperado já que estas empresas possuem maior motivação a apresentar seus resultados ao mercado.

Quanto à variável CAPTADORA que foi adicionada aos modelos, esta não apresentou significância em nenhum deles, indicando, neste caso, que o fato da companhia ter necessitado de recursos junto ao mercado nos últimos anos não influencia de forma significativa estatisticamente no seu nível de *disclosure*, ao contrário do que era esperado.

Uma segunda fase da pesquisa foi a seleção apenas das empresas que captaram recursos ao longo dos últimos anos, ou seja, as empresas que na amostra inicial de 58 companhias obtiveram valor 1 para a variável CAPTADORA. A base de argumentação consiste em que o estudo de variáveis que explicam diferentes níveis de *disclosure* é mais relevante para as empresas que de fato necessitam ou necessitaram do mercado de capitais para captação de recursos.

O objetivo, portanto, neste caso, seria estudar se dentro do universo de empresas que necessitam de recursos do mercado de capitais, quais fatores explicam a diferença de nível de *disclosure* entre elas. Mais ainda, no caso específico desta pesquisa, estudar se a governança corporativa explica diferentes níveis de *disclosure* das companhias dentro do universo das empresas que captam recursos.

Desta forma, foram elaborados os mesmos doze modelos apresentados na seção 4.2, com a diferença de que a amostra utilizada contém apenas empresas que emitiram títulos de dívida ou ações nos últimos anos (36 empresas). Os resultados estão apresentados abaixo:

Modelo	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX	X	XI	XII
BLOC	x		x		x		x		x		x	
DIF		* (+)		* (+)		x		* (+)		* (+)		* (+)
INDEP	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
CONS	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
CONS^2							x	x	x	x	x	x
PRES	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Estatal	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Priv Nac	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)	** (+)	*** (+)
Priv Est	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
REC	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
ALAV	* (-)	** (-)	** (-)	** (-)	x	x	x	x	x	x	x	x
LIQ	x	x	x	x	** (+)	* (+)	x	x	x	x	** (+)	* (+)
EBITSAT					*** (+)	** (+)					*** (+)	** (+)
Q	x	x					x	x				
PBV			x	x					x	x		

Tabela 9- Resultados dos Modelos - amostra apenas de empresas captadoras de recursos.
O símbolo x representa a presença da variável no modelo. Coeficientes que apresentaram significância estão identificados como *, ** e ***, de acordo com sua significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente.

Como é possível observar, os resultados em geral apresentaram pouca divergência em relação aos apresentados anteriormente (seção 4.2) contendo a amostra de todas as empresas cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado. Em relação às variáveis de governança corporativa, apenas a variável DIF apresentou significância (em cinco dos seis modelos em que foi incluída), indicando que empresas com maior diferencial entre os direitos de controle e os direitos sobre o fluxo de caixa, apresentam maior *disclosure*, novamente corroborando a hipótese de substituição entre *disclosure* e governança.

Em relação às variáveis de controle, a variável Privada Nacional apresentou significância em todos os modelos, indicando que empresas cujo acionista controlador é de origem privada e nacional tendem a apresentar maior nível de *disclosure*. Os resultados da variável ALAV também apresentaram significância, indicando que empresas mais endividadas tendem a apresentar menor nível de *disclosure*, contrariando a literatura que prevê que tais empresas tenderiam a ser mais transparentes por terem a necessidade de apresentar seus resultados não somente a acionistas mas também à comunidade de credores.

Adicionalmente, as variáveis LIQ e EBITSAT apresentaram significância em alguns modelos indicando que empresas com maior liquidez, assim como empresas com melhor desempenho, tendem a apresentar maior nível de *disclosure*, o que também vai de encontro à

literatura. No caso da liquidez, a literatura prevê que empresas cujas ações possuem maior liquidez tendem a ser mais transparentes pelo fato de possuírem maior número de acionistas e maior interesse por suas ações, além de em geral serem de maior porte, o que permite maior abertura de informações a um custo relativamente mais baixo do que para empresas menores. No caso do EBITSAT, como já foi extensivamente discutido anteriormente, é razoável esperar que empresas com melhor desempenho possuam a tendência a serem mais transparentes.

Apesar da discussão apresentada anteriormente, é importante ressaltar que os resultados dos testes com a amostra de empresas captadoras de recursos deve ser analisado com ressalva, já que a amostra em questão é relativamente pequena (36 observações) para a quantidade de variáveis utilizadas nos modelos, o que pode prejudicar o ajuste do modelo aos dados obtidos devido ao pequeno número de graus de liberdade. De qualquer maneira, os resultados são interessantes no sentido de prover informações adicionais sobre este universo específico de companhias. Para uma análise mais detalhada, o ideal seria a obtenção de uma amostra maior ou a análise para mais de um ano utilizando técnicas de dados em painel.

4.5 Resumo dos Resultados Obtidos

O estudo buscou estudar a relação entre *disclosure* e governança corporativa, esta última representada por cinco variáveis relacionadas a estrutura de propriedade e ao conselho de administração. Para os testes, foram utilizados métodos de diferença de médias, e regressões por MQO e Tobit.

A variável DIF apresentou significância e sinal positivo tanto para os modelos por MQO (que se basearam apenas na amostra de 58 empresas) como para os modelos Tobit (que se basearam na amostra inicial de 161 empresas), apesar de não ter mostrado significância nos testes de diferença de médias. O resultado aponta em direção à relação de substituição entre

governança e *disclosure*, onde empresas com pior governança (neste caso, maior o DIF) apresentariam maior nível de *disclosure* a fim de compensarem os investidores por sua estrutura.

A variável INDEP apresentou significância nos modelos Tobit, o que corroborou os resultados dos testes de diferença de médias (entre as empresas que emitem Relatório Anual e que possuem índice de *disclosure* e as que não possuem). Os resultados apontaram que empresas com maior percentual de membros externos no conselho de administração tendem a apresentar maior nível de *disclosure*, corroborando, neste caso, o efeito de complementação entre governança e *disclosure*. Além disso, pelo fato desta variável ter apresentado significância apenas nos modelos Tobit, a mesma mostrou-se influenciadora na decisão de uma empresa que hoje não apresente *disclosure* passe a fazê-lo.

Adicionalmente, os testes de diferença de médias indicaram que as empresas com *disclosure* voluntário (ou seja, cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado) apresentam tamanhos maiores de conselho (CONS maior) do que as empresas que não apresentam *disclosure* voluntário. Além disso, o resultado da variável CONS^2 em um dos modelos Tobit indicou que existe um faixa ótima quanto ao número de conselheiros (entre 8 e 9).

Além disso, através de estatística descritiva, apresentou-se que da amostra de empresas que apresentam *disclosure*, apenas em 22% delas o presidente da empresa e do conselho são a mesma pessoa (que seria uma indicação de deterioração na estrutura de governança), enquanto que no caso das empresas que não apresentam *disclosure* voluntário, em 46% delas a função de presidente do conselho e da empresa se confundem na mesma pessoa, potencialmente indicando uma relação de complementação entre *disclosure* e governança. Entretanto, os modelos por MQO e Tobit não apresentaram significância para

esta variável. A variável BLOC não apresentou significância tanto nos modelos por MQO e Tobit quanto para os testes de diferença de médias.

Em relação às variáveis de controle utilizadas, apresentaram significância as variáveis Privada Nacional (sinal positivo), ou seja, empresas com controle privado nacional tendem a apresentar maior nível de *disclosure*, REC (Receita) indicando que empresas de maior porte tendem a apresentar maior grau de *disclosure*, e EBITSAT, cujo sinal indicou que quanto melhor o desempenho da empresa, maior seu nível de *disclosure*. Tais resultados foram apresentados tanto para os modelos MQO como para os modelos Tobit, indicando que estas variáveis são relevantes para a decisão de *disclosure* tanto para empresas que hoje são transparentes como para as que hoje não são, passem a ser.

Adicionalmente, os resultados dos modelos Tobit apresentaram significância em outras três variáveis de controle: LIQ (Liquidez), na qual empresas cujas ações apresentam maior liquidez tendem a apresentar maior nível de *disclosure*, ALAV (alavancagem), indicando que empresas mais alavancadas tendem a apresentar maior nível de *disclosure*, e PBV, no qual empresas melhor avaliadas pelo mercado tendem a apresentar maior nível de *disclosure*. Pelo fato destas variáveis terem apresentado significância apenas nos modelos Tobit, isto mostra que a liquidez, grau de alavancagem e valor (PBV) são fatores relevantes na decisão de uma empresa que hoje não apresente *disclosure* passe a fazê-lo.

Como pesquisa adicional, buscou-se estudar as empresas que necessitaram de recursos do mercado de capitais nos últimos anos, supondo que esta variável poderia influenciar o nível de *disclosure* da companhia. Ao se incluir nos modelos utilizados anteriormente uma variável binária indicando as empresas que captaram recursos, não houve significância em nenhum deles.

Analisou-se também a relação entre *disclosure* e governança corporativa apenas para a amostra de companhias captadoras de recursos, assumindo-se que dentro deste universo a

variação no nível de *disclosure* seria altamente relevante, tendo em vista que para estas empresas, o nível de *disclosure* é uma ferramenta fundamental para divulgar a companhia junto aos investidores e auxiliá-los na tarefa de avaliar a companhia. No caso destas empresas, a única variável de governança corporativa que apresentou significância foi a variável DIF, indicando, como nos estudos anteriormente realizados, que quanto maior o DIF, maior o nível de *disclosure*, potencialmente corroborando a hipótese de substituição.

5 Considerações Finais

Esta pesquisa teve por objetivo verificar a existência de uma relação significante entre o nível de *disclosure* das empresas brasileiras de capital aberto e a governança corporativa das mesmas, tanto em termos de variáveis relacionadas à estrutura de propriedade destas companhias como à estrutura do conselho de administração. À medida que se assume que a governança poderia afetar o nível de *disclosure* das companhias, a literatura aponta que esta relação pode ser complementar ou substituta. Se complementar, prediz-se que um maior nível de transparência é esperado quando da adoção de mecanismos internos de controle, com base na premissa de que em um ambiente de intenso monitoramento os gestores não teriam incentivos em deter informações para benefício próprio. Se substituta, as empresas com pior estrutura de governança apresentariam maior nível de *disclosure* a fim de compensar pelo menor monitoramento interno, com o objetivo de atrair recursos dos investidores externos.

A amostra utilizada foi composta por empresas de capital aberto listadas na Bovespa e que apresentaram um critério mínimo de liquidez. A amostra obtida foi de 161 empresas e os dados foram coletados para o ano de 2002. Para alguns testes (como os modelos por MQO), foi utilizada uma amostra de 58 empresas cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado.

Um índice de *disclosure* foi especialmente construído para o estudo por meio de uma pontuação obtida para cada companhia a partir das informações fornecidas pelo Relatório Anual. O índice foi composto por 33 itens, baseados em quatro dimensões relacionadas ao tipo de informação: (1) Informações Gerais e Não-Financeiras, (2) Informações Financeiras Adicionais, (3) Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial e (4) Risco, Criação de Valor e Projeções.

Como mecanismos de governança corporativa, foram utilizadas cinco variáveis. As duas variáveis relacionadas à estrutura de propriedade foram:

- Direito de controle (*BLOC*) – Percentual de ações ordinárias em posse do acionista controlador;
- Diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador (*DIF*) – Diferença entre o percentual do total de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador (*BLOC*) e o percentual de ações totais detidas por este acionista (*TOTAL*).

As três variáveis relacionadas às características do conselho de administração foram:

- Número de membros do conselho (*CONS*);
- Independência do conselho (*INDEP*);
- Presença do presidente da empresa ocupando o cargo de presidente do conselho de administração (*PRES*).

Em relação às hipóteses de complementação e substituição na relação entre *disclosure* e governança, a corroboração não foi a mesma para todas as variáveis de governança. As variáveis relacionadas à estrutura de propriedade parecem indicar no sentido da relação de susbtituição entre governança e disclosure ao passo que as variáveis relacionadas à estrutura do conselho apontaram no sentido da relação de complementação.

Em relação à variável DIF, todos os testes (MQO e Tobit) indicaram que quanto maior a disparidade entre direitos de controle e direitos sobre fluxo de caixa do acionista controlador, maior o nível de *disclosure* da empresa, corroborando o efeito de substituição entre *disclosure* e governança.

As regressões com base no modelo Tobit (assim como os testes de diferença de médias) apresentaram significância para a variável INDEP, onde empresas com maior percentual de membros externos no conselho (o que indicaria uma melhor governança) teriam maior nível de *disclosure*, confirmando o efeito de complementação entre *disclosure* e governança. Este resultado pode ser considerado importante, pois mostra que a variável

INDEP não parece explicar a variação no nível de *disclosure* para empresas que já apresentam *disclosure*, porém é significante na decisão da empresa que hoje não faz *disclosure* voluntário (neste caso, não publica o Relatório Anual) tomar a decisão de passar a apresentar *disclosure*.

Adicionalmente, os testes de diferença de média indicaram que as empresas com *disclosure* voluntário (ou seja, cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado) apresentam conselhos maiores do que as empresas que não apresentam *disclosure* voluntário. Além disso, o resultado da variável CONS^2 em um dos modelos Tobit indicou a existência de uma faixa ótima de número de conselheiros em relação ao nível de *disclosure* (entre 8 e 9).

Além disso, através de estatística descritiva, detectou-se que da amostra de empresas que apresentam *disclosure*, apenas em 22% delas o presidente da empresa e do conselho são a mesma pessoa (que seria uma indicação de deterioração na estrutura de governança), enquanto que no caso das empresas que não apresentam *disclosure* voluntário, em 46% delas a função de presidente do conselho e da empresa se confundem na mesma pessoa, potencialmente indicando uma relação de complementação entre *disclosure* e governança. Entretanto, os modelos por MQO e Tobit não apresentaram significância para esta variável.

Como pesquisa complementar, buscou-se estudar as empresas que necessitaram de recursos do mercado de capitais nos últimos anos, supondo que esta variável poderia influenciar o nível de *disclosure* da companhia. Entretanto, os resultados não apontaram relação significante. Além disso, buscou-se analisar a relação entre *disclosure* e governança corporativa apenas da amostra das companhias captadoras de recursos (36 empresas). Os resultados não apresentaram conclusões adicionais a aquelas oferecidas pelos testes anteriores.

Vale ressaltar algumas variáveis de controle que apresentaram significância e, portanto, seria interessante utilizá-las em pesquisas futuras relacionadas a esta linha de pesquisa:

- Identidade do controlador sendo de origem Privada Nacional – Relação Positiva com *Disclosure;*
- Porte da empresa (REC) – Relação positiva com *Disclosure;*
- Alavancagem (ALAV) – Relação Positiva com *Disclosure;*
- Desempenho (EBITSAT) – Relação Positiva com *Disclosure;*
- Valor de Mercado/Patrimônio Líquido (PBV) - Relação Positiva com *Disclosure.*

O presente trabalho procurou contribuir para a discussão sobre o tema *disclosure* e sua relação com a governança corporativa, dada a escassez de pesquisas acadêmicas relacionadas ao assunto no contexto brasileiro. A corroboração ou contestação dos resultados obtidos nesta pesquisa por trabalhos futuros pode aprimorar as conclusões obtidas. A busca por uma estrutura ideal de *disclosure*, assim como a adequação a padrões de governança corporativa que protejam investidores da expropriação por parte de gestores e, principalmente, acionistas controladores, visa, em última instância, contribuir para o desenvolvimento e democratização do mercado de capitais brasileiro.

Novos estudos podem ser feitos na busca da relação entre *disclosure* e governança corporativa, utilizando um horizonte de tempo maior ou distinto do utilizado nesta pesquisa. Além disso, testes estatísticos alternativos podem ser realizados, bem como outras definições operacionais para as variáveis. Poder-se-ia realizar a pesquisa para mais de um ano, levando à utilização de dados em painel. Outra sugestão seria a composição de um índice de *disclosure* que contivesse não somente dados fornecidos pelo Relatório Anual, mas também fontes adicionais como informações fornecidas em *conference calls*, informações obtidas no endereço eletrônico (*site)* da empresa, informações fornecidas pelos relatórios trimestrais, notícias circuladas na mídia, entre outros. Além disso, o índice de *disclosure* poderia ser

composto por questões respondidas por analistas de investimentos em relação ao nível de transparência da companhia.

Outra sugestão também seria a utilização de variáveis adicionais relacionadas à governança corporativa, tais como procedência do auditor externo (se a firma de auditoria é uma das grandes firmas globais, e, portanto, com maior credibilidade) e concessão de direitos de *tag along* para as ações preferenciais (no caso de troca de controle na companhia, o acionista teria direito de vender suas ações ao mesmo preço ou com determinado desconto ao preço das ações vendidas pelo acionista controlador). Outras variáveis poderiam ser a presença de Comitê de Auditoria, listagem de ADRs (já que estas companhias tenderiam a ter maiores exigências tanto em termos de *disclosure* como em termos de governança), participação acionária dos gestores da companhia, entre outros.

Dada a enorme amplitude desta linha de pesquisa, outros estudos poderão ser desenvolvidos, como por exemplo:

- Analisar a melhoria no nível de *disclosure* obtida pelas empresas que migraram para os níveis um e dois de Governança Corporativa da Bovespa;
- Estudar a relação entre *disclosure* e governança corporativa, não como entidades separadas, mas como o *disclosure* sendo uma das ferramentas de aprimoramento da governança corporativa;
- No caso da relação entre *disclosure* e valor/desempenho, estudar a relação endógena entre estas variáveis, e a possibilidade da existência de uma situação de causalidade reversa entre elas;
- No caso dos efeitos do *disclosure*, seria interessante estudar a relação entre nível de *disclosure* e custo de capital, dado que o *disclosure* é uma ferramenta de diminuição de assimetria informacional entre gestores e acionistas externos.

6 Referências Bibliográficas

ABRAMO, P. Pesquisa em ciências sociais. In: HIRANO, S. **Pesquisa Social: Projeto e Planejamento.** São Paulo: T.A. Queiroz, 1979. 232 p.

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. Production, Information Costs and Economic Organization. **American Economic Review**, v.62, p.777-795, 1972.

ASTI VERA, A. **Metodologia de Pesquisa Científica**. Porto Alegre: Globo, 1980. 223 p.

BALL, R.; ROBIN, A.; WU, J. Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. **Journal of Accounting and Economics** 36 (1-3), p. 235-270, 2003.

BARNHART, S.; ROSENSTEIN, S. Board composition, managerial ownership and firm performance: an empirical analysis. **The Financial Review**, n. 33, p. 1-16, 1998.

BARRY, C. B.; BROWN, S. J. Differential information and security market equilibrium. **Journal of Financial and Quantitative Analysis** 20, p. 407-422, 1985.

_____. Limited Information as a source of risk. **The Journal of Portfolio Management** 12, p. 66-72, 1986.

BEAVER, W. **Financial reporting: an accounting revolution**. Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, 1998.

BHAGAT, S.; BLACK, B. Board independence and long term firm performance. **Journal of Corporation Law**, v. 27, n.1, 2002.

BOTOSAN, C. A. *Disclosure* Level and the cost of equity capital. **The Accounting Review** 72 (3), p. 323-349, 1997.

BROWN, S.; FINN, M.; HILLEGEIST, S. A. *Disclosure* Quality and the probability of informed trade. **Working Paper, Emory University and Northwestern University**, 2001.

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J., SMITH A. What determines corporate transparency? **Working Paper, University of Chicago**, 2001.

BUSHMAN, R.; SMITH, A. Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. **FRBNY Economic Policy Review**, April, p. 65-87, 2003.

CHEN, K.; CHEN, Z.; WEI, K. *Disclosure*, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital in Emerging Markets. **Working Paper Series**, disponível em <http://ssrn.com/abstract=422000>. Acesso em 27 maio 2004.

CHEN, J.; JAGGI, B. Association between independent non-executive directors, family control and financial *disclosure*s in Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy** 19, p. 285-310, 2000.

CHOI, F. D. S.; MUELLER, G. D. **International Accounting**. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1992. 610 p.

CHOW, W. C.; WONG-BOREN, A. Voluntary financial *disclosure* by Mexican corporations. **The Accounting Review** 62 (3), p. 533-541, 1987.

CHRISTIE, A.; ZIMMERMAN, J. Efficient and opportunistic choices of accounting procedures. **The Accounting Review** 69, p. 539-567, 1994.

CHUNG, K.; PRUITT. S. A simple approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v.23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CLAESSENS, S.; DJANKOV, S.; FAN, J.; LANG, L. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effect of Large Shareholdings. **The Journal of Finance**, v. LVII, n.6, p. 2741-2771, 2002.

COASE, R. The Nature of the Firm. **Economica** 4, no.386. p. 357-376, 1937.

COMERLATO, G. M.; TERRA, P. R. S. Um Estudo sobre a Relevância das Informações Geradas nas Apresentações das Companhias Abertas para a Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais. **Anais do XXVII ENANPAD**, Atibaia, 2003.

COOKE, T.; HANIFFA, R. Culture, Corporate Governance and *Disclosure* in Malaisian Corporations. **Working Paper, University of Exeter**, 2000. Disponível em

<www.ex.ac.uk/sobe/Research/ DiscussionPapersAccFin/AccFin2000/AccFin0007.pdf>. Acesso em 12 mar. 2004.

CRASWELL, A.; TAYLOR, S. Discretionary *Disclosure* of reserves by oil and gas companies: an economic analysis. **Journal of Business Finance and Accounting** 19, p. 295-308, 1992.

DENIS, D. K.; MCCONNELL, J. J. International Corporate Governance. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v.30, n.1, p.1-36, 2003.

DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. *Disclosure*, Liquidity, and the cost of capital. **The Journal of Finance** 66, p. 1325-1355, 1991.

EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the Cost of Capital. **Journal of Finance** *59*, p. 1553-1583, 2003.

EL-GAZZAR, S. M. Pre*disclosure* information and institutional ownership: A cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcement periods. **The Accounting Review** 73 (1), p. 119-129, 1998.

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary *disclosure*. **Journal of Accounting and Public Policy** 22, p. 325-345, 2003.

FALCÃO, Eduardo Tadeu de A. **Divulgação em Demonstrações Financeiras de Companhias Abertas**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1993.

FAMA, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works. The Journal of Finance 25, Issue 2. **Papers and Proceedings of the 28th Annual Meetting of AFA New York**, Nova Iorque, Maio, 1970.

_____. Agency problems and theory of the firm. **Journal of Political Economy** 88 (2), p. 288-307, 1980.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of Ownership and Control. **Journal of Law and Economics**, v.26, p.301-325, 1983.

FAN, J. P .H.; WONG, T. J. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. **Journal of Accounting and Economics** 33, p. 401-425, 2002.

FORKER, J. J. Corporate Governance and *Disclosure* Quality. **Accounting and Business Research** 22 (86), p. 111-124, 1992.

GAVER, J. J.; GAVER, K. J. Additional Evidence on the association between the investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. **Journal of Accounting and Economics** 16, p. 125-160, 1993.

GIGLER, F. Self-enforcing voluntary *disclosure*. **Journal of Accounting Research** 32, p. 224-241, 1994.

GONÇALVES, O.; OTT, E. A Evidenciação nas Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Anais do XXVI ENANPAD**, Salvador, 2002.

GRAY, S. J.; RADEBAUGH, L. H.; ROBERTS, C. B. International Perception of Cost Constraints on Voluntary Information Disclosure: a comparative study of U.K. and U.S. Multinationals. **Journal of International Business Studies**, Fourth Quarter, p. 597-622, 1990.

HAIL, L. The Impact of Voluntary Corporate *Disclosure*s on the Ex ante Cost of Capital for Swiss Firms. **European Accounting Review**, Vol. 11, No. 4, p. 741-773, 2002.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. The effect of firms' financial *disclosure* strategies on stock prices. **Accounting Horizons** 7, p. 1-11, 1993.

_____. The challenges of investor communication: the case of CUC International, Inc. **Journal of Financial Economics** 38, p. 111-141, 1995.

_____. Information asymmetry, corporate *disclosure*, and the capital markets: A review of the empirical *disclosure* literature. **Journal of Accounting and Economics** 31, p. 405-440, 2001.

HEALY, P. M.; HUTTON, A.; PALEPU, K. G. Stock Performance and Intermediation Changes surrounding sustained increases in *disclosure*. **Contemporary Accounting Research**, v.16, n.3, p. 485-520, 1999.

HIMMELBERG, C. Measuring the real effects of corporate governança. **A note for the GCGF research meeting.** April 5, Washington, 2003.

HO, S. S.; WONG, K. S. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary *disclosure*. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation** 10, p. 139-156, 2001.

HOLTHAUSEN, R. Evidence on the effect of bond covenants and management compensation contracts on the choice of accounting techniques: the case of depreciation switch-back. **Journal of Accounting and Economics** 3 (1), p. 73-109, 1981.

JENSEN, M. C. Agency Costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. **American Economic Review** 76, p. 323-329, 1986.

_____. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. 1. ed. Harvard University Press, 2001b. 320p.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, 1976.

KAPLAN, S. N.; Minton, B. Appointments of outsiders to Japanese boards: determinants and implications for managers. **Journal of Financial Economics** 36, p. 225-257, 1994.

LA PORTA, R.; SHLEIFER, A.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LAKATOS, E. M.; MARCONI, M.. **Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 1982. 231 p.

_____. **Fundamentos da Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 1985. 238 p.

LANG, M.; LUNDHOLM, R. Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate *disclosure*. **Journal of Accounting Research** 31, p. 246-271, 1993.

_____. Voluntary *disclosure* during equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock? **Working paper, University of Michigan**, Ann Arbor, MI,1997.

LEAL, R.; CARVALHAL DA SILVA, A.; VALADARES, S. Ownership, control and corporate valuation of Brazilian companies. **Proceedings of the Latin American Corporate Governance Roundtable**. São Paulo, Abril 2000.

_____. Estrutura de controle e propriedade das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEFTWICH, R. Market failure fallacies and accounting information. **Journal of Accounting and Economics** 2, p. 193-211, 1980.

LEFTWICH, R.; WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. Voluntary Corporate *Disclosure*: the case of interim reporting. **Journal of Accounting Research**, Supplement to Vol.19, p. 50-77, 1981.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. The economic consequences of increased *disclosure*. **Journal of Accounting Research** 38, p. 91-124, 2000.

LEUZ, C.; NANDA, D.; WYSOCKI, P. Earnings Management and investor protection: an international comparison. **Journal of Financial Economics** 69, p. 505-527, 2003.

MALONE, D.; FRIES, C.; JONES, T. An empirical investigation of the extent of corporate financial *disclosure* in the oil and gas industry. **Journal of Accounting, Auditing and Finance**, p. 249-273, 1993.

MARTINS, G. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 2ª edição. São Paulo: Atlas, 1994. 116 p.

MCKINNON, J. L.; DALIMUNTHE, L. Voluntary *Disclosure* of segment information by Australian diversified companies. **Accounting and Finance**, May, p. 33-50, 1993.

MERTON, R. C. A simple model of capital market equilibrium with incomplete information. The **Journal of Finance** 42, p. 483-510, 1987.

MITCHELL, J.; CHIA C.; LOH, A. Voluntary *Disclosure* of segment information: Further Australian evidence. **Accounting and Finance** 35 (2), p. 1-16, 1995.

MITTON, T. A cross-firm analysis of the impact of corporate governance on the East Asian financial crisis. **Journal of Financial Economics** 64, p. 215-241, 2002.

MOLZ, R. Managerial Domination of boards of directors and financial performance. **Journal of Business Research**, 16, p. 235-249, 1983.

MORCK, R.; SHLEIFER, A., VISHNY, R. Do managerial objectives drive bad acquisitions? **Journal of Finance** 45, p. 31-50, 1990.

MORCK, R.; YEUNG, B.; YU, W. The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movements? **Journal of Financial Economics** 58, p. 215-260, 2000.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. **Journal of Financial Economics** 13, p. 187-222, 1984.

NOE, C. Voluntary *disclosure* and insider transactions. **Journal of Accounting and Economics** 27, p. 305-327, 1999.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil**. Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. Disponível em < http://www.ibgc.org.br>. Acesso em 12 jun. 2004.

PALEPU, K. Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis. **Journal of Accounting and Economics** 8, p. 3-36, 1986.

PATEL, S.; BALIC, A.; BWAKIRA, L. Measuring transparency and *disclosure* at firm-level in emerging markets. **Emerging Markets Review** 3, p. 325-337, 2002.

PIOTROSKI, J. The impact of reported segment information on market expectations and stock prices. **Working paper, University of Chicago**, 1999.

PROCIANOY, J. L.; ROCHA, C. F. P. *Disclosure* das Companhias Abertas: um Estudo Exploratório do Departamento de Relações com Investidores. **Anais do XXVI ENANPAD**, Salvador, 2002.

RAFFOURNIER, B. The determinants of voluntary financial *disclosure* by Swiss listed companies. **European Accounting Review** 4 (2), p. 261-280, 1995.

RULAND, W.; TUNG, S.; GEORGE, N. E. Factors associated with the *disclosure* of managers' forecasts. **The Accounting Review** 65 (3), p. 710-721, 1990.

SCHADEWITZ, H. J.; BLEVINS, D. R. Major Determinants of Interim *Disclosure*s in an emerging market. **American Business Review** 16 (1), p. 41-55, 1998.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da Silveira. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** Dissertação (Mestrado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em < http://www.ibgc.org.br>. Acesso em 15 dez. 2004.

SINGHVI, S. S.; DESAI, H. B. An empirical analysis of the quality of corporate financial *disclosure*. **The Accounting Review** 46 (1), p. 129-138, 1971.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Large shareholders and corporate control. **Journal of Political Economy**, n. 94, p. 461-488, 1986.

_____. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SKINNER, D. The investment opportunity set and accounting procedure choice: preliminary evidence. **Journal of Accounting and Economics** 17, p. 407-446, 1993.

_____. Why firms voluntary disclose bad news. **Journal of Accounting and Economics** 32, p. 38-61, 1994.

SMITH, C. W.; Watts, R. L. The investment opportunity set and corporate financing, dividend and compensation policies. **Journal of Financial Economics** 32, p. 263-292, 1992.

SOUZA, P. R. E. B. **Análise do atual estágio de *disclosure* das companhias abertas no mercado de capitais brasileiro e contribuições para o seu aprimoramento**. Tese (Doutorado) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 1995.

TOBIN, J. Liquidity preferences as behavior towards risk. **Review of Economic Studies**, p. 65-86, 1958.

_____. Estimation of Relationships for Limited Dependent Variables. **Econometrica** 26, 24-36, 1956.

TRUEMAN, B. Why do managers voluntary release earnings forecast? **Journal of Accounting and Economics** 8, p. 53-72, 1986.

VERRECCHIA, R. Discretionary *Disclosure*. **Journal of Accounting and Economics** 5, p. 179-194, 1983.

_____. Essays on *Disclosure*. **Journal of Accounting and Economics** 32, p. 97-180, 2001.

WALLACE, R. S.; NASER, K. Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory *disclosure* in the Corporate Annual Reports of Firms listed on the stock exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, 14, 311-368, 1995.

WARNER, J.; WATTS, R.; WRUCK, K. Stock prices and top management changes. **Journal of Financial Economics** 20, p. 461-493, 1988.

WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. **Positive Accounting Theory**. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1986.

_____. Positive Accounting Theory: a ten year perspective. **The Accounting Review** 65, p. 131-157, 1990.

WEISBACH, M.. Outside directors and CEO turnover. **Journal of Financial Economics** 20, p. 431-461, 1988.

WELKER, M. *Disclosure* Policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. **Contemporary Accounting Research**, 11(Spring), p. 800-827, 1995.

WILLIAMSON, O. E. The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes. **Journal of Economic Literature** 91 (10), p. 1537-1568, 1985.

WOOLDRIGDE, J. **Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data**. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2002.

WRIGHT, D. W. Evidence on the Relation between Corporate Governance characteristics and the Quality of Financial Reporting. **Working paper, University of Michigan Business School,** 1996.

YERMACK, D. Higher market valuation of companies with a small board of Directors. **Journal of Financial Economics**, v. 40, n.3, p. 185-213, 1996.

ZIMMER, I. Accounting for interest by real estate developers. **Journal of Accounting and Economics** 8, p. 37-52, 1986.

ZINGALES, L. Corporate governance. In: NEWMAN, P. (editor). **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law**. New York, NY: Macmillan, 1998. 2210 p.

7 APÊNDICE

A. Critérios para a Elaboração do Índice de *Disclosure*

(Continua)

Critérios do índice de Disclosure		Critério
1) Informações Gerais e Não-financeiras		
	Descrição do Negócio/Principais Produtos	0 - Ausente 2 - Presente
	Principais Mercados e Market Share	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Estratégia (Metas e Objetivos)	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Ambiente de Negócios e Fatores Críticos de Sucesso	0 - Ausente 2 - Presente
	Eventos Importantes no ano	0 - Ausente 2 - Presente
	Estrutura Organizacional	0 - Ausente 2 - Presente
	Governança Corporativa	0 - Ausente 1 - Linhas Gerais 2 - Detalhamento
	Relatório Social (ou Demonstração de Valor Adicionado)	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Investimentos em Recursos Humanos e desenvolvimento gerencial	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Investimentos em P&D e outros ativos intangíveis	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Eficiência Operacional	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa

Critérios para a Elaboração do Índice de *Disclosure* (continuação)

2) Informações Financeiras Adicionais		
	Unidades Vendidas	0 - Ausente 1 - Apenas dois anos 2 - Mais de dois anos
	ROE	0 - Ausente 1 - Apenas dois anos 2 - Mais de dois anos
	ROA	0 - Ausente 1 - Apenas dois anos 2 - Mais de dois anos
	EBITDA	0 - Ausente 1 - Apenas dois anos 2 - Mais de dois anos
	Demonstração de Fluxo de Caixa	0 - Ausente 1 - Apenas dois anos 2 - Mais de dois anos
3) Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial		
	Tendência de Receita ao longo dos últimos anos	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Vendas por região e/ou unidade de negócio	0 - Ausente 2 - Presente
	Tendência do lucro operacional ao longo dos últimos anos	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Lucro Operacional por região e/ou unidade de negócio	0 - Ausente 2 - Presente
	Tendência dos Investimentos ao longo dos últimos anos	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Investimento por região e/ou unidade de negócio	0 - Ausente 2 - Presente
	Tendência de comportamento das ações e retorno total para o acionista	0 - Ausente 2 - Presente
	Discussão sobre mudanças na receita e market share	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Discussão sobre mudanças no lucro operacional	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Discussão sobre mudanças nos Investimentos ou P&D	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa

Critérios para a Elaboração do Índice de *Disclosure* (Conclusão)

4) Risco, Criação de Valor e Projeções		
	Uso e Implementação de Gestão de Risco	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Exposição ao Risco Cambial	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Medidas Quantitativas de Criação de Valor para o Acionista	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Compensação Gerencial	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Perspectivas de Novos Projetos	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Projeções de Lucro	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa
	Projeções de vendas e crescimento	0 - Ausente 1 - Qualitativa 2 - Qualitativa e Quantitativa

B. Pontuação das Empresas no Índice de *Disclosure*

Empresa	Índice de Disclosure
Petrobras	58
Ambev	54
Brasil Telecom	53
Brasil T Par	53
Perdigao	51
Embraer	51
Pao de Acucar	50
Ultrapar	50
Telemar Norte Leste	49
Telemar	49
Vale Rio Doce	47
Gerdau	46
Gerdau Met	46
Aracruz	46
Sid Tubarao	45
Usiminas	45
Sid Nacional	44
Loj Americanas	44
Duratex	44
Tele Norte Celular	44
Paul F Luz	42
Sadia SA	42
Klabin	42
Telemig Celular	41
CCR Rodovias	41
Comgas	41
Telemig Celul Part	41
Marcopolo	41
Light	40
Itautec	40
Caemi Metal	40
Tele Celular Sul	39
Enersul	39
Escelsa	38
Cemig	37
Weg	36
Copel	36
Petroflex	36
Saraiva Livr	35
Braskem	35
Net	34
Randon Part	34
Coelba	34
Acesita	34
Confab	34
Iochp-Maxion	34
F Cataguazes	33
Santista Textil	32
Fras-Le	31
Telesp Cel Part	31
Cosipa	31
Souza Cruz	31
Tele Nordeste Celul	29
Embratel Part	29
Alpargatas	28
Globex	25
Seara Alim	23
Politeno	14

C. Informações Adicionais sobre a utilização do Modelo Tobit

Os modelos de regressão com dados censurados ou solução de canto são aplicados quando a variável a ser explicada é parcialmente contínua, mas com uma massa de probabilidade em um ou mais pontos. A amostra utilizada neste trabalho parece uma candidata ideal para estes tipos de modelo, uma vez que, como já discutido anteriormente, das 161 empresas da amostra, 58 possuem índice de *disclosure* maior que zero e nas outras 103 empresas o índice de *disclosure* não pôde ser calculado, assumindo, portanto o valor zero.

Um modelo importante nesta categoria é o Modelo Tobit Padrão Censurado (em referência a Tobin, 1956) também conhecido como Modelo Tobit Tipo I, segundo a taxonomia de Amemya, 1985 (Wooldridge, 2002). Neste modelo, a variável dependente y tem valor zero com probabilidade positiva e é uma variável aleatória contínua para valores positivos. Para especificar o modelo, utiliza-se uma variável latente $y*$, fazendo com que uma observação aleatória i da população seja:

$$y_i* = x_i\beta + u_i \qquad u_i | x_i \quad \text{Normal}\left(0, \sigma^2\right)$$
$$y_i = \max\left(0, y_i*\right)$$

sendo x_i o vetor de variáveis explicativas e u_i o erro aleatório.

Para a população, o modelo Tobit censurado padrão é:

$$y* = x\beta + u \qquad u | x \quad \text{Normal}\left(0, \sigma^2\right)$$
$$y = \max\left(0, y*\right)$$

Nas aplicações de solução de canto como a deste trabalho, o interesse está centrado nas probabilidades ou expectativas envolvendo y, que é observável. Na maioria das vezes o foco é

nos valores esperados $E\left(y|x, y>0\right)$ e $E\left(y|x\right)$, ou seja, o valor esperado da variável y dado x e ainda dado que $y>0$ no primeiro caso e o valor esperado de y dado x, no segundo caso. Trazendo para o problema deste trabalho, o nível de *disclosure* esperado, dado que há como calcular o índice de *disclosure* (primeiro caso) e o nível médio de *disclosure* para toda a amostra (segundo caso).

À primeira vista, pode-se considerar os cálculos destes valores esperados simplesmente fazendo a regressão por mínimos quadrados ordinário para toda a amostra ou para uma sub-amostra com $y_i>0$. Mas Wooldridge (2002) mostra que isto geralmente causa inconsistências em β. De fato, se a variável dependente segue um modelo Tobit, o valor esperado desta variável na sub-amostra observável é:

$E\left(y|x, y>0\right)=x\beta+\sigma\lambda\left(x\beta/\sigma\right)$, onde $\lambda\left(\bullet\right)\equiv\phi\left(\bullet\right)/\Phi\left(\bullet\right)$ é a razão de Mills invertida, com $\phi\left(\bullet\right)$ sendo a função densidade normal padronizada e $\Phi\left(\bullet\right)$ a função densidade acumulada.

Deste modo, usando uma regressão por mínimos quadrados ordinário de y_i em um vetor de variáveis x_i usando a amostra em que $y_i>0$, estaremos omitindo a variável λ_i, o que resultará na estimação inconsistente de β.

Por outro lado, se usarmos a amostra total também teremos uma estimação inconsistente de β. Wooldridge (2002) mostra que, se a variável dependente segue um modelo Tobit, o valor esperado desta variável na amostra total é:

$$E\left(y|x\right)=\Phi\left(x\beta/\sigma\right)x\beta+\sigma\phi\left(x\beta/\sigma\right).$$

Ou seja, $E\left(y|x\right)$ é não linear em x, β e σ, o que impede a estimação consistente por regressão linear. É interessante notar que $\Phi\left(x\hat{\beta}/\hat{\sigma}\right)$ pode ser interpretado como a probabilidade

de se observar uma resposta positiva (maior que zero) dado x. Se esta probabilidade for próxima de um, este fator de ajustamento perde importância.

É importante considerar que esta discussão a respeito da inconsistência da estimação por regressão linear usando mínimos quadrados ordinário não implica que seus resultados sejam desprovidos de conteúdo informacional. Wooldridge (2002) observa que para valores de x próximos da média populacional, o coeficiente da regressão usando toda a amostra se aproxima do efeito de x em $E\left(y|x\right)$. Da mesma maneira, na regressão com apenas as observações em que $y_i > 0$, os efeitos parciais em $E\left(y|x, y > 0\right)$ são aproximados para valores médios de x.

D. Dados Utilizados na Pesquisa (Continua)

Empresa	BLOC	DIF	INDEP	CONS	PRES	Estatal	Priv Nac	Priv Est	SET	REC	ALAV	LIQ	EBITSAT	Q	PBV
Acesita	0.7574	0.2760	1.00	10	0	0	0	1	14	14.4	0.62	0.4703	-0.06	0.85	0.80
Acos Villares	0.5844	0.0000	0.86	7	0	0	0	1	14	13.9	0.52	0.0004	-0.04	0.82	1.10
AES Elpa	0.8821	0.0000	0.75	4	0	0	0	1	6	15.6	0.52	0.0014	-0.14	0.70	-0.10
AES Tiete	0.7127	0.1803	0.71	7	0	0	0	1	6	13.3	0.66	0.0246	0.00	1.28	3.70
Albarus	0.8419	0.0000	0.67	3	0	0	0	1	18	13.0	0.02	0.0016	0.18	0.49	0.90
Alpargatas	0.6119	0.2999	0.80	5	1	0	1	0	16	13.7	0.21	0.0140	0.05	0.34	0.50
Ambev	0.7656	0.4405	1.00	7	0	0	1	0	2	15.8	0.36	0.0794	0.11	1.87	5.00
Aracruz	0.9649	0.4137	1.00	10	0	0	1	0	11	14.5	0.50	0.6455	-0.01	1.36	3.20
Avipal	0.7689	0.0000	0.60	5	1	0	1	0	2	14.3	0.39	0.0070	-0.01	0.41	0.40
Bahia Sul	1.0000	0.0608	1.00	6	0	0	1	0	11	13.7	0.44	0.0408	0.05	0.47	0.60
Bardella	0.4501	0.2695	0.75	4	1	0	1	0	7	12.0	0.02	0.0350	0.01	-0.13	0.30
Belgo Mineira	0.5926	0.0640	0.89	9	0	0	0	1	14	15.0	0.28	0.1022	0.13	0.79	1.10
Bic Caloi	0.9750	0.1435	0.67	3	1	0	1	0	18	9.5	3.44	0.0002	-0.88	7.76	0.00
Brasil T Par	0.5359	0.3341	1.00	6	0	0	1	0	15	15.8	0.26	0.4521	0.05	0.60	1.00
Brasil Telecom	0.9681	0.3178	1.00	7	0	0	1	0	15	15.8	0.33	2.0623	0.03	0.73	0.90
Braskem	0.8350	0.1640	1.00	11	0	0	1	0	13	15.7	0.57	0.2320	-0.07	0.69	0.40
Brasmotor	0.9940	0.0567	0.67	3	1	0	0	1	5	15.2	0.02	0.0006	0.13	0.35	0.60
Brazil Realt	1.0000	0.1833	0.67	3	1	0	1	0	4	11.9	0.32	0.0007	0.10	0.49	0.70
Bunge Brasil	0.8796	0.0572	0.75	12	0	0	0	1	2	16.3	0.11	0.0077	-0.02	0.59	0.60
Cacique	0.6200	0.2533	0.67	6	0	0	1	0	2	12.4	0.03	0.0000	0.06	0.21	0.50
Caemi Metal	1.0000	0.3977	1.00	5	0	0	0	1	8	14.4	0.50	0.3192	-0.05	1.19	3.80
Cambuci	1.0000	0.4585	0.71	7	1	0	1	0	16	11.6	0.91	0.0001	-0.51	1.44	-0.10
CCR Rodovias	0.8148	0.0000	0.88	8	0	0	1	0	6	13.8	0.66	0.0258	-0.08	0.94	1.20
CEB	0.8927	0.2013	0.92	12	1	1	0	0	6	13.4	0.11	0.0024	-0.15	0.52	0.30
Celesc	0.5018	0.2998	0.92	13	1	1	0	0	6	14.4	0.02	0.4721	-0.15	0.71	0.70
Cemig	0.5096	0.2869	0.93	14	0	1	0	0	6	15.4	0.25	2.5236	-0.01	0.75	0.80
Cerj	0.9705	0.0000	0.88	8	0	0	0	1	6	14.3	0.25	0.0030	-0.10	0.80	1.60
Cesp	0.8371	0.1150	1.00	16	0	1	0	0	6	14.4	0.58	0.4155	-0.16	0.68	0.10
Cia Hering	0.4546	0.1191	0.75	8	0	0	1	0	16	12.7	0.81	0.0002	-0.18	0.90	8.70
Cim Itau	0.9873	0.0297	0.86	7	0	0	1	0	9	13.8	0.03	0.0001	0.26	0.24	0.90
Coelba	0.9489	-0.0145	1.00	6	0	0	0	1	6	14.4	0.44	0.0003	0.02	0.53	0.50
Comgas	0.7610	0.1341	0.67	6	1	0	0	1	12	14.1	0.31	0.2613	0.07	0.71	0.70
Confab	0.9900	0.6010	0.75	8	1	0	0	1	14	14.2	0.23	0.1924	0.22	0.49	1.00
Copel	0.5863	0.2756	0.88	8	0	1	0	0	6	14.8	0.26	1.3494	-0.04	0.61	0.60
Copesul	0.5892	0.0000	1.00	7	0	0	1	0	13	14.9	0.52	0.0127	0.00	0.62	0.70
Cosipa	0.9457	0.0168	0.86	7	0	0	1	0	14	14.8	0.68	0.0563	-0.12	0.92	1.30
Coteminas	0.5994	0.3569	0.73	11	1	0	1	0	16	13.7	0.09	0.1385	0.13	0.88	1.30
CPFL Geracao	0.9800	-0.0070	1.00	13	0	0	1	0	6	12.5	0.36	0.0024	-0.04	0.79	0.80
Cremer	0.2407	0.0869	1.00	7	0	0	1	0	16	11.8	0.57	0.0001	-0.26	0.99	-0.60
CRT Celular	0.8625	0.3712	1.00	10	0	0	0	1	15	13.7	0.37	0.5866	0.11	0.68	1.10
Dimed	0.1139	0.0105	0.67	3	0	0	1	0	3	13.1	0.02	0.0004	0.03	0.26	0.50
Dixie Toga	0.9227	0.3535	1.00	6	0	0	1	0	11	13.4	0.21	0.0001	0.03	0.37	0.50
Duratex	0.8549	0.3823	0.88	8	0	0	1	0	10	13.7	0.26	0.0705	0.06	0.52	0.70
Electrolux	0.9994	0.0187	0.80	5	0	0	0	1	5	13.7	0.16	0.0001	-0.07	0.70	1.30
Elektro	0.9996	0.0034	0.83	6	1	0	0	1	6	14.2	0.12	0.0003	-0.23	0.95	-1.20
Eletrobras	0.7290	0.0815	0.89	9	1	1	0	0	6	16.8	0.24	3.1101	0.04	0.47	0.20
Eletropaulo Metropo	0.7781	0.0379	0.78	9	0	0	0	1	6	15.6	0.42	0.7701	-0.07	0.63	0.50
EMAE	0.9744	0.5866	1.00	14	0	1	0	0	6	12.8	0.01	0.0267	0.05	0.23	0.20
Embraco	0.9699	0.1236	0.75	4	1	0	0	1	7	14.6	0.03	0.0189	0.18	0.98	1.80
Embraer	0.6375	0.2663	0.86	14	0	0	1	0	18	15.9	0.17	0.6461	0.11	1.05	3.00
Embratel Part	0.5179	0.3253	0.71	7	1	0	0	1	15	15.8	0.38	0.7335	-0.10	0.46	0.30
Enersul	0.8786	0.2266	0.86	7	0	0	1	0	6	13.0	0.43	0.0002	-0.04	0.97	1.50
Escelsa	0.5227	0.0000	0.89	9	0	0	0	1	6	14.1	0.69	0.0011	-0.15	0.70	0.80
Estrela	0.9471	0.6314	0.67	3	1	0	1	0	10	12.1	0.23	0.0024	0.03	0.49	0.60
Eternit	0.4359	-0.1345	1.00	7	0	0	1	0	9	12.6	0.00	0.0419	0.18	0.39	0.80
F Cataguazes	0.8231	0.1842	1.00	7	0	0	0	1	6	13.6	0.42	0.0077	-0.03	0.58	0.50
Ferbasa	0.9877	0.4868	0.80	5	0	0	1	0	14	12.4	0.03	0.0184	0.23	0.22	0.70
Fertibras	0.9995	0.5268	0.71	7	1	0	1	0	13	13.3	0.48	0.0010	0.00	0.43	0.60
Forjas Taurus	0.8744	0.5829	0.67	6	1	0	1	0	14	12.4	0.11	0.0406	0.10	0.49	1.00
Fosfertil	0.8154	0.2535	0.90	10	0	0	1	0	13	14.2	0.37	0.0867	0.20	0.88	1.90
Fras-Le	0.5305	0.0906	0.80	5	1	0	1	0	18	12.3	0.34	0.0017	0.07	0.81	1.60
Gera Paranapanema	0.9306	-0.0164	1.00	6	0	0	0	1	6	13.3	0.29	0.0014	-0.02	0.56	0.30
Gerdau	0.8334	0.2694	0.71	7	1	0	1	0	14	15.6	0.50	1.2127	0.07	0.73	0.70
Gerdau Met	0.7180	0.5940	0.71	7	1	0	1	0	14	15.6	0.49	0.2344	0.07	0.56	1.10
Globex	0.3872	0.1801	0.80	5	0	0	1	0	3	14.7	0.33	0.0082	0.03	0.60	1.10
Gradiente	0.7740	0.2086	0.67	9	1	0	1	0	5	13.2	0.23	0.0038	-0.04	0.11	0.30
Grazziotin	0.5729	0.2552	0.71	7	1	0	1	0	3	11.8	0.01	0.0013	0.06	0.06	0.30
Guararapes	0.6953	-0.0677	0.67	3	1	0	1	0	16	13.6	0.00	0.0048	0.11	0.43	0.70
Ideiasnet	0.5027	0.0000	0.83	6	0	0	1	0	10	7.0	0.00	0.0014	-0.25	0.54	0.60
Inds Romi	0.6855	0.1316	0.64	11	1	0	0	0	7	12.4	0.07	0.0049	0.10	0.25	0.40
Inepar Construcoes	0.6068	0.3862	0.93	15	1	0	1	0	4	13.5	0.43	0.1383	-0.17	0.69	0.60
Inepar Energia	0.6000	0.1512	0.86	7	0	0	1	0	6	9.6	0.43	0.0006	-0.27	0.55	0.20
Iochp-Maxion	0.8391	0.1534	1.00	8	0	0	1	0	7	12.9	0.33	0.0056	-0.04	0.50	0.40
Ipiranga Dist	0.2347	0.1244	0.80	5	1	0	1	0	12	16.4	0.10	0.0040	0.05	0.24	0.60

Dados Utilizados na Pesquisa (Continuação)

Empresa	BLOC	DIF	INDEP	CONS	PRES	Estatal	Priv Nac	Priv Est	SET	REC	ALAV	LIQ	EBITSAT	Q	PBV
Ipiranga Pet	0.6287	0.4186	0.80	5	1	0	1	0	12	16.2	0.11	0.2643	0.01	0.34	0.50
Ipiranga Ref	0.2206	0.1017	0.80	5	1	0	1	0	12	14.7	0.76	0.0088	-0.22	0.88	0.40
Itautec	0.8917	0.0000	0.71	7	0	0	1	0	5	14.1	0.44	0.0041	0.08	0.69	1.60
Iven	0.5591	0.3727	1.00	3	0	0	0	1	10	14.1	0.69	0.0000	-0.15	0.65	0.70
Joao Fortes	0.3899	0.0000	0.78	9	0	0	1	0	4	11.6	0.25	0.0004	0.03	0.09	0.30
Kepler Weber	0.7438	0.0000	0.50	4	1	0	1	0	7	12.3	0.31	0.0001	0.10	0.74	1.40
Klabin	0.7947	0.3172	1.00	13	0	0	1	0	11	14.9	0.62	0.1769	-0.07	0.80	0.90
Latasa	0.8813	0.0015	0.80	5	1	0	1	0	14	14.0	0.40	0.0060	0.11	0.97	-
Light	0.7981	0.0000	0.83	6	0	0	0	1	6	15.1	0.57	0.1835	-0.10	0.81	1.80
Lix da Cunha	0.5168	0.2538	0.67	3	1	0	1	0	4	11.0	0.07	0.0004	0.05	-0.11	0.40
Loj Americanas	0.5444	0.2958	1.00	4	0	0	1	0	3	14.3	0.47	0.0239	0.05	0.61	2.80
Magnesita	0.6498	0.3075	0.71	7	1	0	1	0	8	13.4	0.12	0.0309	0.19	0.28	0.40
Mangels	0.9990	0.6636	0.75	8	1	0	1	0	14	12.6	0.30	0.0004	-0.01	0.29	0.10
Marcopolo	0.6099	0.3207	0.67	6	1	0	1	0	18	14.2	0.43	0.0781	0.09	0.50	1.40
Mendes Jr	0.9925	0.0879	1.00	3	1	0	1	0	4	8.3	0.31	0.0011	-0.02	0.82	0.40
Metal Leve	0.8316	0.1077	1.00	4	0	0	0	1	18	13.7	0.03	0.0121	0.27	0.73	1.20
Metisa	0.9454	0.4468	0.86	7	0	0	1	0	14	11.4	0.21	0.0021	0.21	0.46	0.90
Minupar	0.8588	0.5081	0.75	4	1	0	1	0	2	11.7	0.49	0.0015	-0.65	1.49	0.00
Mont Aranha	0.4988	0.0000	0.75	12	0	0	1	0	11	13.3	0.44	0.0003	0.03	0.39	0.30
Multibras	0.9329	-0.0082	0.67	3	1	0	0	1	5	15.2	0.02	0.0002	0.13	0.56	0.90
Net	0.9822	0.1818	1.00	8	0	0	1	0	10	14.0	0.58	1.8492	-0.47	1.26	8.10
Pao de Acucar	0.7598	0.2683	0.93	15	0	0	1	0	3	16.1	0.32	0.3618	0.01	0.98	1.70
Paranapanema	0.5551	0.0518	1.00	7	0	0	1	0	14	14.2	0.61	0.0104	0.02	0.74	1.20
Paul F Luz	0.9740	0.0338	1.00	13	0	0	1	0	6	15.4	0.44	0.0005	-0.05	0.65	0.60
Perdigao	0.7988	0.2808	1.00	7	0	0	1	0	2	14.9	0.60	0.1332	0.00	0.55	0.80
Petrobras	0.5571	0.2338	0.89	9	0	1	0	0	12	18.1	0.32	7.6761	0.12	0.94	1.50
Petroflex	0.5035	0.0006	0.89	9	0	0	1	0	13	13.6	0.32	0.0000	0.08	0.54	0.60
Petroquimica Uniao	0.5726	0.0035	1.00	9	0	0	1	0	13	14.1	0.22	0.0012	-0.02	0.94	1.20
Pettenati	0.9720	0.6387	0.67	3	1	0	1	0	16	11.0	0.27	0.0007	-0.10	0.37	0.20
Plascar	0.9999	0.4347	0.80	5	1	0	0	1	18	12.3	0.04	0.0027	-0.26	0.90	-0.80
Polialden	0.6666	0.2402	0.67	6	1	0	1	0	13	12.6	0.02	0.0283	0.12	0.40	0.50
Politeno	1.0000	0.0233	1.00	7	0	0	1	0	13	13.5	0.07	0.0093	0.13	2.19	3.20
Portobello	0.9298	0.1379	0.67	9	0	0	1	0	9	12.9	0.55	0.0001	-0.10	0.70	0.60
Pronor	0.5770	0.0812	0.75	8	0	0	1	0	13	12.2	0.12	0.0007	-0.10	0.48	0.20
Randon Part	0.7755	0.3933	0.80	5	1	0	1	0	18	13.6	0.31	0.0189	0.07	0.56	1.60
Rasip Agro Pastoril	0.7744	0.3272	0.67	3	1	0	1	0	1	10.5	0.26	0.0008	0.02	0.60	0.80
Recrusul	0.8785	0.5834	0.80	5	1	0	1	0	18	11.0	0.28	0.0000	-0.32	0.62	0.90
Renner Particip	0.5878	0.3200	0.67	3	0	0	1	0	3	10.5	0.00	0.0004	0.09	0.02	0.50
Rhodia-Ster	0.8847	0.0003	1.00	3	0	0	0	1	13	13.7	0.03	0.0270	-0.05	0.61	1.70
Ripasa	0.9766	0.4355	0.86	7	0	0	1	0	11	13.7	0.42	0.0957	0.06	0.64	0.60
Rossi Resid	0.8954	0.0000	0.67	6	1	0	1	0	4	12.0	0.07	0.0003	0.01	0.31	0.10
Sabesp	0.7155	0.0000	1.00	8	0	1	0	0	6	15.1	0.49	1.0683	-0.06	0.62	0.40
Sadia SA	0.2778	0.1559	1.00	11	0	0	1	0	2	15.3	0.63	0.3183	0.05	0.57	0.70
Sanepar	0.6000	0.0751	0.89	9	0	1	0	0	6	13.7	0.38	0.0382	0.06	0.78	0.60
Sansuy	0.7934	0.2659	0.83	6	1	0	1	0	10	12.3	0.25	0.0000	0.01	0.51	0.20
Santista Textil	1.0000	0.1847	1.00	8	0	0	1	0	16	13.7	0.38	0.0195	0.09	0.51	0.70
Sao Carlos	0.7177	0.3445	0.50	4	0	0	1	0	10	10.9	0.13	0.0113	0.23	-0.11	0.50
Saraiva Livr	0.6792	0.3709	0.75	4	1	0	1	0	10	12.8	0.23	0.0055	0.04	1.28	2.30
Schulz	0.9973	0.4694	0.50	6	1	0	1	0	7	11.9	0.40	0.0002	-0.03	0.32	0.20
Seara Alim	0.7150	0.1496	0.86	7	0	0	0	1	2	14.3	0.53	0.0042	0.11	0.53	0.70
Sid Nacional	0.4648	0.0000	0.88	8	0	0	1	0	14	15.5	0.44	1.5397	-0.05	0.68	0.70
Sid Tubarao	0.8523	0.1612	1.00	8	0	0	1	0	14	14.9	0.40	0.5588	0.01	0.63	0.50
Souza Cruz	0.7526	0.0000	0.82	11	0	0	0	1	10	14.9	0.15	0.6605	0.35	1.85	3.60
Suzano	0.9999	0.6227	1.00	9	0	0	1	0	11	14.5	0.52	0.0483	-0.02	0.52	0.80
Suzano Petroquim	0.9999	0.5591	0.67	6	0	0	1	0	13	13.7	0.35	0.0136	0.10	0.29	0.40
Tectoy	0.9010	0.3357	0.67	3	0	0	1	0	10	10.7	1.68	0.0017	-0.64	2.81	-0.10
Teka	0.9012	0.5874	1.00	6	0	0	1	0	16	12.9	0.18	0.0012	-0.14	0.83	0.90
Tele Celular Sul	0.5251	0.3029	1.00	3	0	0	0	1	15	13.7	0.19	0.9169	0.06	0.48	1.00
Tele Centroeste Cel	0.6110	0.4073	0.86	7	0	0	0	1	15	14.3	0.27	1.5993	0.16	0.95	1.40
Tele Leste Celular	0.5842	0.3072	0.92	12	0	0	0	1	15	13.0	0.39	0.4500	0.00	0.58	0.50
Tele Nordeste Celul	0.5332	0.3176	0.67	3	1	0	0	1	15	13.7	0.24	0.0457	0.15	0.56	0.70
Tele Norte Celular	0.5186	0.3252	0.92	12	1	0	1	0	15	13.0	0.52	0.1589	-0.06	0.59	1.60
Tele Sudeste Celula	0.8740	0.0127	1.00	11	0	0	0	1	15	14.4	0.16	0.0740	0.07	0.98	1.60
Telefonica Data Hld	0.9294	-0.0104	0.89	9	0	0	0	1	15	12.7	0.22	0.0551	-0.11	0.61	0.70
Telemar	0.5317	0.7938	0.75	8	0	0	1	0	15	16.3	0.39	0.8774	-0.02	0.72	0.90
Telemar Norte Leste	0.9724	-0.2691	0.67	6	0	0	1	0	15	16.3	0.17	1.7350	0.03	0.78	1.10
Telemig Celul Part	0.5207	0.3221	1.00	11	0	0	1	0	15	13.8	0.45	0.0340	0.06	0.72	1.30
Telemig Celular	0.8918	0.0624	1.00	5	0	0	1	0	15	13.8	0.54	0.0016	0.07	0.80	1.50
Telesp Cel Part	0.9366	0.2854	1.00	11	0	0	0	1	15	15.0	0.46	0.0547	-0.10	0.97	1.20
Telesp Operac	0.8434	-0.0301	0.86	14	1	0	0	1	15	16.1	0.21	0.8020	0.03	0.82	1.20
Tractebel	0.8042	0.0210	0.86	7	0	0	0	1	6	14.1	0.44	0.0600	-0.05	0.69	1.40
Trafo	0.8026	0.3800	0.67	6	1	0	1	0	5	11.3	0.27	0.0014	-0.08	0.14	0.20
Transmis Paulista CTEI	0.6118	0.2616	1.00	16	0	1	0	0	6	13.5	0.03	0.3776	0.01	0.24	0.30
Trevisa	0.5073	0.2854	1.00	5	0	0	1	0	10	9.9	0.00	0.0001	-0.12	0.47	0.10

Dados Utilizados na Pesquisa (Conclusão)

Empresa	BLOC	DIF	INDEP	CONS	PRES	Estatal	Priv Nac	Priv Est	SET	REC	ALAV	LIQ	EBITSAT	Q	PBV
Trikem	0.6443	0.2292	0.83	6	1	0	1	0	13	14.0	0.59	0.0576	-0.18	0.91	1.30
Tupy	0.8991	0.0069	1.00	6	0	0	1	0	18	13.6	0.59	0.0001	-0.08	0.78	0.70
Ultrapar	0.6670	0.1764	0.71	7	1	0	1	0	13	14.9	0.27	0.0861	0.20	0.73	1.50
Unipar	0.5731	0.3819	0.83	6	0	0	1	0	13	14.0	0.34	0.1189	0.09	0.51	0.60
Usiminas	0.4784	0.1979	0.90	10	0	0	1	0	14	15.7	0.58	1.2437	-0.04	0.73	0.50
Usin C Pinto	0.9990	0.6635	0.71	7	1	0	1	0	2	9.3	0.26	0.0006	-0.05	0.66	0.30
Vale Rio Doce	0.5229	0.1865	1.00	13	0	0	1	0	8	16.5	0.43	2.5341	0.04	1.51	2.90
Vicunha Textil	0.9277	0.1233	1.00	8	0	0	1	0	16	14.1	0.38	0.0001	-0.04	0.45	0.20
Vigor	1.0000	0.2531	0.67	3	1	0	1	0	2	13.1	0.27	0.0000	-0.11	0.59	0.20
Weg	0.9693	0.4743	1.00	6	0	0	1	0	7	14.1	0.39	0.0178	0.16	1.16	2.80
Wembley	0.9587	0.0000	0.50	6	1	0	1	0	16	13.7	0.09	0.0001	0.11	0.08	0.60
Wetzel	0.8942	0.5630	0.80	5	1	0	1	0	18	11.4	0.29	0.0001	0.04	0.84	1.30
Wiest	0.6611	0.3378	0.75	4	1	0	1	0	18	11.5	0.52	0.0000	-0.06	0.75	0.00

E. Resultados dos Modelos Testados na Pesquisa

1. Resultados das Regressões MQO com erro-padrão robusto

Modelo I

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6436
------------------------------------------------------------------------------
             |               Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -.3948047   5.201245    -0.08   0.940    -10.96501     10.1754
       indep |   18.60247   13.07007     1.42   0.164    -7.959105    45.16405
        cons |  -.0737488   .4099253    -0.18   0.858    -.9068172    .7593197
        pres |   3.217606   4.257287     0.76   0.455    -5.434241    11.86945
     estatal |  (dropped)
     privnac |   13.10871   4.746319     2.76   0.009     3.463025    22.75439
     privest |   2.861519   4.726371     0.61   0.549    -6.743623    12.46666
         rec |   4.401416   1.580229     2.79   0.009     1.190005    7.612827
        alav |  -8.495166   8.152952    -1.04   0.305    -25.06396    8.073625
         liq |   .0981904   1.179646     0.08   0.934    -2.299139     2.49552
           q |   -5.32064   4.502933    -1.18   0.246     -14.4717    3.830421
       _cons |  -40.09943    27.8702    -1.44   0.159     -96.7385    16.53963
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo II

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6624
------------------------------------------------------------------------------
             |               Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   8.516301   4.627136     1.84   0.074    -.8871715    17.91977
       indep |   13.44826   13.78184     0.98   0.336    -14.55981    41.45632
        cons |  -.0176298    .375571    -0.05   0.963     -.780882    .7456223
        pres |   1.144926   4.497427     0.25   0.801    -7.994945     10.2848
     estatal |  (dropped)
     privnac |   16.04549   4.219267     3.80   0.001     7.470907    24.62007
     privest |   5.889343   4.211664     1.40   0.171    -2.669788    14.44847
         rec |   3.827887   1.554685     2.46   0.019     .6683859    6.987388
        alav |  -7.739997   7.855152    -0.99   0.331    -23.70359    8.223592
         liq |   .7477614   1.148862     0.65   0.520    -1.587006    3.082529
           q |  -5.178357   4.301801    -1.20   0.237    -13.92067    3.563955
       _cons |  -32.46795   27.15486    -1.20   0.240    -87.65326    22.71737
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo III

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6215
-------------------------------------------------------------------------------
             |               Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -4.368601   6.167217    -0.71   0.484    -16.90189    8.164691
       indep |   17.50872   11.96783     1.46   0.153    -6.812829    41.83028
        cons |  -.1648791    .378902    -0.44   0.666    -.9349007    .6051425
        pres |   3.364666   4.535822     0.74   0.463    -5.853234    12.58257
     estatal |  (dropped)
     privnac |   11.50638   5.325121     2.16   0.038     .6844285    22.32832
     privest |    1.41958      5.333     0.27   0.792     -9.41838    12.25754
         rec |   4.505282   1.473847     3.06   0.004     1.510065    7.500499
        alav |  -3.461387     10.772    -0.32   0.750    -25.35273    18.42995
         liq |  -.2507438   1.293082    -0.19   0.847    -2.878602    2.377115
         pbv |    .666794   .6907211     0.97   0.341    -.7369201    2.070508
       _cons |  -41.95524   24.46227    -1.72   0.095    -91.66855    7.758062
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo IV

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6350
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   8.632141    5.14327     1.68   0.102    -1.820241    19.08452
       indep |   10.69885   14.04959     0.76   0.452    -17.85335    39.25105
        cons |  -.0485879    .351939    -0.14   0.891     -.763814    .6666383
        pres |   1.548411   4.663631     0.33   0.742    -7.929227    11.02605
     estatal |  (dropped)
     privnac |   13.99067   5.016527     2.79   0.009     3.795859    24.18548
     privest |   4.057012   5.171667     0.78   0.438    -6.453079     14.5671
         rec |   3.737766   1.518509     2.46   0.019     .6517843    6.823748
        alav |  -2.839697   11.02326    -0.26   0.798    -25.24166    19.56227
         liq |     .61502   1.307517     0.47   0.641    -2.042174    3.272214
         pbv |    .321378   .6466509     0.50   0.622    -.9927747    1.635531
       _cons |   -33.2165   25.56986    -1.30   0.203    -85.18071    18.74771
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo V

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6339
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -2.093506    5.72806    -0.37   0.717    -13.73432    9.547312
       indep |   18.77329   12.79243     1.47   0.151     -7.22406    44.77064
        cons |  -.1476143   .3976153    -0.37   0.713    -.9556657    .6604371
        pres |   3.788551   4.122893     0.92   0.365    -4.590176    12.16728
     estatal |  (dropped)
     privnac |   11.43853   5.176515     2.21   0.034     .9185882    21.95848
     privest |   1.237784   5.265223     0.24   0.816    -9.462436      11.938
         rec |   4.343837   1.497322     2.90   0.006     1.300913    7.386761
        alav |   3.395594   12.16877     0.28   0.782    -21.33431     28.1255
         liq |   .1208586   1.202158     0.10   0.921     -2.32222    2.563937
     ebitsat |   15.38559   9.674273     1.59   0.121    -4.274895    35.04608
       _cons |    -45.841    26.0802    -1.76   0.088    -98.84233    7.160337
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VI

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6525
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   8.773316   5.047769     1.74   0.091    -1.484984    19.03162
       indep |   12.59341   14.17425     0.89   0.381    -16.21213    41.39895
        cons |  -.0639696   .3684216    -0.17   0.863    -.8126923    .6847531
        pres |   1.670675   4.312122     0.39   0.701    -7.092612    10.43396
     estatal |  (dropped)
     privnac |   14.17341    4.76842     2.97   0.005     4.482812      23.864
     privest |     4.0477   4.811776     0.84   0.406    -5.731005    13.82641
         rec |    3.67503   1.490146     2.47   0.019      .646688    6.703372
        alav |   4.288576   12.59111     0.34   0.735    -21.29964     29.8768
         liq |   .8671758   1.212542     0.72   0.479    -1.597007    3.331359
     ebitsat |   15.28494   9.011934     1.70   0.099    -3.029513    33.59939
       _cons |  -37.59818   26.12896    -1.44   0.159    -90.69862    15.50225
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VII

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                     R-quadrado    =  0.6440

------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -.2660043   5.592019    -0.05   0.962    -11.64305    11.11104
       indep |   18.08151   13.13692     1.38   0.178    -8.645757    44.80877
        cons |  -.5164304    2.22012    -0.23   0.817    -5.033298    4.000438
    consquad |   .0247061    .130158     0.19   0.851    -.2401023    .2895146
        pres |    3.04169   4.524901     0.67   0.506    -6.164291    12.24767
     estatal |  (dropped)
     privnac |   13.15319   4.915584     2.68   0.012      3.15236    23.15402
     privest |   2.864315   4.848906     0.59   0.559    -7.000858    12.72949
         rec |    4.39314   1.608253     2.73   0.010     1.121124    7.665156
        alav |  -7.980286   8.455338    -0.94   0.352     -25.1828    9.222229
         liq |   .1177963   1.199441     0.10   0.922    -2.322484    2.558077
           q |   -5.32391   4.587475    -1.16   0.254     -14.6572    4.009379
       _cons |  -38.10839   29.08063    -1.31   0.199    -97.27338    21.05661
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VIII

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                     R-quadrado    =  0.6642
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   8.946187    4.87722     1.83   0.076    -.9765919    18.86897
       indep |   12.18714    13.6324     0.89   0.378    -15.54818    39.92246
        cons |  -.9971817   2.022404    -0.49   0.625    -5.111793     3.11743
    consquad |   .0545635   .1161182     0.47   0.642    -.1816808    .2908077
        pres |   .6503459    4.74015     0.14   0.892    -8.993561    10.29425
     estatal |  (dropped)
     privnac |    16.3398   4.626622     3.53   0.001     6.926865    25.75273
     privest |   6.100699   4.481718     1.36   0.183    -3.017425    15.21882
         rec |   3.794585   1.577264     2.41   0.022     .5856166    7.003553
        alav |  -6.583887   8.170527    -0.81   0.426    -23.20695    10.03917
         liq |   .8093742   1.167992     0.69   0.493    -1.566923    3.185671
           q |   -5.13868   4.343277    -1.18   0.245    -13.97514    3.697783
       _cons |  -27.75037   27.95458    -0.99   0.328    -84.62439    29.12365
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo IX

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                     R-quadrado    =  0.6224
------------------------------------------------------------------------------

             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -4.249828   6.253441    -0.68   0.501    -16.97255    8.472895
       indep |    16.6918   12.29869     1.36   0.184     -8.33006    41.71367
        cons |  -.8555016   2.448957    -0.35   0.729    -5.837942    4.126939
    consquad |   .0384742    .139331     0.28   0.784    -.2449967    .3219452
        pres |   3.069398   4.934658     0.62   0.538    -6.970239    13.10903
     estatal |  (dropped)
     privnac |   11.56614   5.530481     2.09   0.044     .3142897    22.81798
     privest |   1.406342   5.560446     0.25   0.802     -9.90647    12.71915
         rec |   4.496109   1.493154     3.01   0.005     1.458264    7.533955
        alav |   -2.60492   11.78502    -0.22   0.826    -26.58173    21.37189
         liq |  -.2264648   1.317857    -0.17   0.865    -2.907664    2.454735
         pbv |   .6985986   .7573076     0.92   0.363    -.8421553    2.239353
       _cons |  -38.89028    26.3628    -1.48   0.150     -92.5258    14.74525
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo X

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6380
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   9.112794   5.366596     1.70   0.099    -1.805627    20.03121
       indep |   9.040463   14.28297     0.63   0.531    -20.01847    38.09939
        cons |  -1.316687   2.303751    -0.57   0.572    -6.003705     3.37033
    consquad |   .0706273   .1294504     0.55   0.589    -.1927416    .3339962
        pres |   .8822931   5.019767     0.18   0.862      -9.3305    11.09509
     estatal |  (dropped)
     privnac |   14.31659   5.416362     2.64   0.012     3.296922    25.33626
     privest |   4.254767   5.544969     0.77   0.448    -7.026557    15.53609
         rec |   3.700166   1.532309     2.41   0.021      .582659    6.817672
        alav |  -1.268624   11.98049    -0.11   0.916    -25.64312    23.10587
         liq |   .6855669   1.344622     0.51   0.614    -2.050088    3.421221
         pbv |   .3815379   .7105043     0.54   0.595    -1.063994     1.82707
       _cons |  -27.20666   26.92974    -1.01   0.320    -81.99564    27.58231
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo XI

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6343
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -1.968518   5.956896    -0.33   0.743    -14.08791    10.15088
       indep |   18.26334   12.86607     1.42   0.165    -7.912873    44.43955
        cons |  -.5809611   2.367208    -0.25   0.808    -5.397081    4.235159
    consquad |   .0241827    .134331     0.18   0.858    -.2491159    .2974813
        pres |   3.616709   4.335871     0.83   0.410    -5.204686     12.4381
     estatal |  (dropped)
     privnac |   11.48109    5.35956     2.14   0.040     .5769869     22.3852
     privest |   1.239598   5.428591     0.23   0.821    -9.804954    12.28415
         rec |    4.33571   1.521299     2.85   0.007     1.240605    7.430816
        alav |   3.905902   12.89534     0.30   0.764    -22.32986    30.14167
         liq |   .1400374   1.230886     0.11   0.910    -2.364219    2.644294
     ebitsat |   15.39326   9.716804     1.58   0.123    -4.375723    35.16225
       _cons |  -43.89511   27.05107    -1.62   0.114    -98.93092    11.14069
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo XII

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6547
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   9.238135   5.371872     1.72   0.095    -1.691021    20.16729
       indep |   11.23524    14.3046     0.79   0.438    -17.86768    40.33816
        cons |  -1.130389   2.170626    -0.52   0.606     -5.54656    3.285783
    consquad |   .0594188   .1222504     0.49   0.630    -.1893016    .3081392
        pres |   1.127752   4.516549     0.25   0.804    -8.061236    10.31674
     estatal |  (dropped)
     privnac |   14.50854   5.246489     2.77   0.009     3.834474     25.1826
     privest |   4.290824   5.244001     0.82   0.419    -6.378177    14.95983
         rec |   3.639845   1.506932     2.42   0.021     .5739699     6.70572
        alav |   5.485578   13.30821     0.41   0.683    -21.59018    32.56134
         liq |   .9342589   1.262072     0.74   0.464    -1.633445    3.501963
     ebitsat |   15.23307   8.893504     1.71   0.096    -2.860902    33.32704
       _cons |  -32.44231   26.71503    -1.21   0.233    -86.79444    21.90982
------------------------------------------------------------------------------
```

2. *Resultados do Modelo Tobit*

Modelo I

```
Log likelihood = -319.39273
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -10.83139   16.45387    -0.66   0.510    -43.08039     21.4176
       indep |   66.75476   27.12049     2.46   0.014     13.59958    119.9099
        cons |  -.0787177   1.180566    -0.07   0.947    -2.392585    2.235149
        pres |   1.131096    9.34884     0.12   0.904    -17.19229    19.45449
     estatal |  -33.22906   20.20384    -1.64   0.100    -72.82786    6.369731
     privnac |   21.59861   8.201866     2.63   0.008     5.523247    37.67397
         rec |   15.34758   2.467923     6.22   0.000     10.51055    20.18462
        alav |   15.52413   13.52765     1.15   0.251    -10.98958    42.03784
         liq |   6.804502   4.278457     1.59   0.112     -1.58112    15.19012
           q |   1.056443   6.598333     0.16   0.873    -11.87605    13.98894
       _cons |     -287.4   45.72253    -6.29   0.000    -377.0145   -197.7854
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |   3.370434   .0926681    36.37   0.000     3.188808    3.552061
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   29.09116   2.695822                       24.2595    34.88513
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo II

```
Log likelihood = -318.17227
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   29.58458   15.60682     1.90   0.058    -1.004219    60.17339
       indep |   62.47348   27.66915     2.26   0.024     8.242945     116.704
        cons |  -.0097112   1.141364    -0.01   0.993    -2.246744    2.227321
        pres |  -1.590436   9.329282    -0.17   0.865    -19.87549    16.69462
     estatal |  -36.20107   19.68636    -1.84   0.066    -74.78564    2.383494
     privnac |   20.48892   8.138418     2.52   0.012     4.537912    36.43992
         rec |    15.8047   2.510591     6.30   0.000     10.88403    20.72537
        alav |   16.49211   13.31618     1.24   0.216    -9.607135    42.59135
         liq |   6.774486   4.087898     1.66   0.097    -1.237647    14.78662
           q |    .977678   6.463276     0.15   0.880    -11.69011    13.64547
       _cons |  -306.4921   44.51307    -6.89   0.000    -393.7362   -219.2481
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |   3.351561   .0923002    36.31   0.000     3.170656    3.532466
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   28.54727   2.634919                       23.82312    34.20824
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo III

```
Log likelihood = -314.80049
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -9.537279   16.19136    -0.59   0.556    -41.27176     22.1972
       indep |    59.2918    27.9728     2.12   0.034     4.466122    114.1175
        cons |  -.5138662    1.11427    -0.46   0.645    -2.697795    1.670062
        pres |   3.430788   9.680077     0.35   0.723    -15.54181    22.40339
     estatal |  -30.23755   19.47467    -1.55   0.121    -68.40719     7.93209
     privnac |   20.55456   7.701846     2.67   0.008     5.459217     35.6499
         rec |    14.9268   2.446737     6.10   0.000     10.13129    19.72232
        alav |   17.94978   8.362546     2.15   0.032     1.559495    34.34007
         liq |   5.735267   4.354312     1.32   0.188    -2.799028    14.26956
         pbv |   4.246698   2.571014     1.65   0.099    -.7923977    9.285793
       _cons |  -281.0506   46.11028    -6.10   0.000    -371.4251   -190.6761
-------------+----------------------------------------------------------------
```

```
    /lnsigma |   3.330226   .0934396    35.64   0.000     3.147088    3.513365
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   27.94467   2.611138                      23.26821      33.561
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo IV

```
Log likelihood = -313.88721
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   25.22842    14.9124     1.69   0.091    -3.999354    54.45619
       indep |   54.03156   28.31806     1.91   0.056    -1.470821    109.5339
        cons |  -.4354217   1.080696    -0.40   0.687    -2.553547    1.682703
        pres |   .6269205   9.790534     0.06   0.949    -18.56217    19.81601
     estatal |   -32.6606   19.12896    -1.71   0.088    -70.15266    4.831466
     privnac |   19.47218   7.726232     2.52   0.012     4.329043    34.61532
         rec |   15.39638   2.496415     6.17   0.000     10.50349    20.28926
        alav |   19.13182   8.395796     2.28   0.023      2.67636    35.58728
         liq |   5.690016   4.136821     1.38   0.169    -2.418004    13.79804
         pbv |   4.001058   2.458909     1.63   0.104     -.818315    8.820431
       _cons |  -296.8065   44.17584    -6.72   0.000    -383.3896   -210.2235
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |   3.315052   .0928162    35.72   0.000     3.133136    3.496969
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   27.52384   2.554659                      22.94582    33.01523
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo V

```
Log likelihood = -313.39785
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |   -8.85249   16.08452    -0.55   0.582    -40.37757    22.67259
       indep |   77.49468   25.56638     3.03   0.002     27.38551    127.6039
        cons |   .0117433   1.133594     0.01   0.992     -2.21006    2.233547
        pres |   4.806242    9.16093     0.52   0.600    -13.14885    22.76134
     estatal |  -34.03918   21.47116    -1.59   0.113    -76.12187    8.043517
     privnac |   23.11391   7.584519     3.05   0.002     8.248527    37.97929
         rec |     13.531   2.631585     5.14   0.000     8.373191    18.68882
        alav |   51.10842   12.11187     4.22   0.000     27.36959    74.84725
         liq |   7.781082   4.334972     1.79   0.073    -.7153075    16.27747
     ebitsat |   110.7017   28.63335     3.87   0.000     54.58133     166.822
       _cons |   -373.197   38.72242    -9.64   0.000    -449.0915   -297.3024
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |   3.314053   .0941302    35.21   0.000     3.129561    3.498545
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   27.49634   2.588235                      22.86394    33.06729
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VI

```
Log likelihood = -312.33934
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   26.20715   14.80876     1.77   0.077     -2.81748    55.23178
       indep |   73.93195   26.14343     2.83   0.005     22.69177    125.1721
        cons |   .0600419   1.088973     0.06   0.956    -2.074306     2.19439
        pres |   2.708877   9.188907     0.29   0.768    -15.30105     20.7188
     estatal |  -36.72125   20.78665    -1.77   0.077    -77.46234    4.019841
     privnac |    22.0759   7.582813     2.91   0.004      7.21386    36.93794
         rec |   13.94004   2.662213     5.24   0.000     8.722197    19.15788
        alav |   50.46807   11.91709     4.23   0.000       27.111    73.82513
         liq |   7.804301   4.183479     1.87   0.062    -.3951666    16.00377
     ebitsat |   105.9147   27.38722     3.87   0.000     52.23674    159.5927
```

```
       _cons |  -384.8932   38.43731   -10.01   0.000     -460.229   -309.5575
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |    3.29747   .0938281    35.14   0.000      3.11357    3.481369
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   27.04412   2.537498                      22.50123     32.5042
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VII

```
Log likelihood =  -317.7887
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -12.83773   16.12144    -0.80   0.426    -44.43517     18.7597
       indep |   65.33915   27.69087     2.36   0.018     11.06605    119.6123
        cons |   10.35802    6.50156     1.59   0.111    -2.384799    23.10085
    consquad |  -.5985745   .3536052    -1.69   0.090    -1.291628    .0944789
        pres |   3.516404   9.328538     0.38   0.706    -14.76719        21.8
     estatal |   78.50545   26.36416     2.98   0.003     26.83264    130.1783
     privnac |   126.6324   19.16551     6.61   0.000     89.06866    164.1961
     privest |   106.8529   21.46494     4.98   0.000     64.78241    148.9234
         rec |   15.44176          .        .       .            .           .
        alav |   13.59863   12.89175     1.05   0.292    -11.66873    38.86599
         liq |   5.289547   4.423204     1.20   0.232    -3.379774    13.95887
           q |   3.019001   6.187654     0.49   0.626    -9.108578    15.14658
       _cons |  -506.3926   49.26605   -10.28   0.000    -602.9523   -409.8329
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |   3.359882   .0923482    36.38   0.000     3.178883    3.540881
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   28.78579   2.658315                       24.0199    34.49729
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VII

```
Log likelihood = -316.82545
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   28.27711   15.71484     1.80   0.072    -2.523411    59.07763
       indep |   61.39837   28.10781     2.18   0.029     6.308069    116.4887
        cons |   9.457506   6.521216     1.45   0.147    -3.323843    22.23886
    consquad |  -.5445875   .3526001    -1.54   0.122    -1.235671     .146496
        pres |   .4573459   9.333566     0.05   0.961    -17.83611     18.7508
     estatal |  -30.23542   19.73957    -1.53   0.126    -68.92426    8.453431
     privnac |    19.2403   7.803506     2.47   0.014     3.945709    34.53489
         rec |   15.88949   2.460084     6.46   0.000     11.06782    20.71117
        alav |   15.11135   12.58604     1.20   0.230    -9.556829    39.77953
         liq |   5.221093   4.236138     1.23   0.218    -3.081585    13.52377
           q |   2.544187   6.129936     0.42   0.678    -9.470267    14.55864
       _cons |  -409.5367   41.55745    -9.85   0.000    -490.9878   -328.0856
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |   3.342436   .0920476    36.31   0.000     3.162026    3.522846
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   28.28794   2.603836                      23.61839     33.8807
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo IX

```
Log likelihood =  -313.9288
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |   -10.2368   15.98308    -0.64   0.522    -41.56307    21.08947
       indep |   60.42411    28.2551     2.14   0.032     5.045122    115.8031
        cons |   7.008958   6.186517     1.13   0.257    -5.116392    19.13431
    consquad |  -.4269253          .        .       .            .           .
        pres |   5.531514   9.614858     0.58   0.565    -13.31326    24.37629
```

```
     estatal |   71.89286   25.94352     2.77   0.006     21.04449    122.7412
     privnac |   118.3955   19.01749     6.23   0.000     81.12193    155.6691
     privest |   99.40757   21.24085     4.68   0.000     57.77628    141.0389
         rec |   14.90674   2.438722     6.11   0.000     10.12693    19.68654
        alav |    18.0022   7.992713     2.25   0.024     2.336767    33.66763
         liq |   4.991514   4.428968     1.13   0.260    -3.689104    13.67213
         pbv |   3.909357   2.566674     1.52   0.128    -1.121231    8.939945
       _cons |  -482.2316    50.4762    -9.55   0.000    -581.1632   -383.3001
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |   3.325796   .0932276    35.67   0.000     3.143073    3.508519
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   27.82113   2.593698                      23.17497    33.39875
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo X

```
Log likelihood = -313.18282
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   24.12432   15.07468     1.60   0.110    -5.421517    53.67016
       indep |   55.43617   28.61009     1.94   0.053     -.638576    111.5109
        cons |   6.336322   6.174183     1.03   0.305    -5.764854     18.4375
    consquad |  -.3859851   .3345195    -1.15   0.249    -1.041631    .2696611
        pres |   2.517674   9.791803     0.26   0.797    -16.67391    21.70926
     estatal |  -29.29869   19.36439    -1.51   0.130     -67.2522    8.654826
     privnac |   18.35402    7.54222     2.43   0.015     3.571538     33.1365
         rec |   15.38199   2.460201     6.25   0.000     10.56009     20.2039
        alav |   19.20236   8.026144     2.39   0.017     3.471404    34.93331
         liq |   4.906685   4.212107     1.16   0.244    -3.348894    13.16226
         pbv |   3.698613   2.451881     1.51   0.131    -1.106985    8.504211
       _cons |  -390.2063   41.69066    -9.36   0.000    -471.9185   -308.4941
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |   3.311463   .0925822    35.77   0.000     3.130005    3.492921
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   27.42522   2.539088                       22.8741    32.88185
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo XI

```
Log likelihood = -312.30427
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro-Padrão
             |      Coef.   Robusto       z    P>|z|     [95% Inter.Confiança]

-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -9.309843   15.87167    -0.59   0.557    -40.41774    21.79806
       indep |   76.34727     26.165     2.92   0.004     25.06481    127.6297
        cons |   8.462711   6.348373     1.33   0.183    -3.979871    20.90529
    consquad |  -.4832143   .3482187    -1.39   0.165    -1.165711    .1992818
        pres |   6.613593    9.24757     0.72   0.475    -11.51131     24.7385
     estatal |  -30.33948   22.22561    -1.37   0.172    -73.90087    13.22191
     privnac |    21.6293   7.364288     2.94   0.003     7.195567    36.06304
         rec |   13.66821   2.595633     5.27   0.000     8.580865    18.75556
        alav |   50.78965   11.60092     4.38   0.000     28.05225    73.52704
         liq |   6.659355    4.48945     1.48   0.138    -2.139806    15.45852
     ebitsat |   107.2749   27.37247     3.92   0.000      53.6258    160.9239
       _cons |  -393.6361   43.96959    -8.95   0.000    -479.8149   -307.4573
-------------+----------------------------------------------------------------
    /lnsigma |   3.306955   .0944848    35.00   0.000     3.121768    3.492142
-------------+----------------------------------------------------------------
       sigma |   27.30186    2.57961                      22.68646    32.85624
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo XII

Log likelihood = -311.37867

	Coef.	Erro-Padrão Robusto	z	P>|z|	[95% Inter.Confiança]	
dif	24.93047	14.91421	1.67	0.095	-4.300842	54.16177
indep	72.83342	26.7046	2.73	0.006	20.49336	125.1735
cons	7.866102	6.313971	1.25	0.213	-4.509054	20.24126
consquad	-.4458974	.3438294	-1.30	0.195	-1.119791	.2279958
pres	4.359778	9.316897	0.47	0.640	-13.901	22.62056
estatal	-32.5016	21.31591	-1.52	0.127	-74.28002	9.276816
privnac	20.80393	7.369741	2.82	0.005	6.3595	35.24835
rec	14.02439	2.606097	5.38	0.000	8.916529	19.13224
alav	50.23119	11.42653	4.40	0.000	27.8356	72.62678
liq	6.6665	4.316956	1.54	0.123	-1.794579	15.12758
ebitsat	102.9701	26.13544	3.94	0.000	51.74553	154.1946
_cons	-403.4684	41.45976	-9.73	0.000	-484.728	-322.2088
/lnsigma	3.291608	.0941571	34.96	0.000	3.107064	3.476153
sigma	26.88607	2.531513			22.35531	32.33508

3. *Regressão MQO com erro padrão robusto - Incluindo dummy CAPTADORA*

Modelo I

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6444
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -.4940946    5.32964    -0.09   0.927    -11.33733    10.34914
       indep |   17.93764   13.26118     1.35   0.185    -9.042439    44.91772
        cons |  -.0609369    .404936    -0.15   0.881    -.8847852    .7629115
        pres |   3.217236   4.321665     0.74   0.462    -5.575257    12.00973
     estatal |  (dropped)
     privnac |   12.80125   5.135569     2.49   0.018      2.35286    23.24965
     privest |   2.650809   5.084184     0.52   0.606    -7.693041    12.99466
         rec |   4.189702   1.525885     2.75   0.010     1.085266    7.294138
        alav |  -8.903398   8.676728    -1.03   0.312    -26.55633    8.749537
         liq |   .0759379   1.222968     0.06   0.951    -2.412208    2.564084
           q |  -5.131159   4.680391    -1.10   0.281    -14.65349    4.391168
        capt |     .73372   2.469609     0.30   0.768    -4.290737    5.758177
       _cons |  -36.28695   28.37725    -1.28   0.210     -94.0209      21.447
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo II

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6634
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   8.564923   4.652862     1.84   0.075    -.9013945    18.03124
       indep |   12.63595   14.01193     0.90   0.374    -15.87154    41.14344
        cons |  -.0015771   .3702695    -0.00   0.997     -.754896    .7517418
        pres |   1.133193   4.541418     0.25   0.805    -8.106391    10.37278
     estatal |  (dropped)
     privnac |   15.70771   4.620807     3.40   0.002      6.30661    25.10881
     privest |   5.656779    4.61293     1.23   0.229    -3.728297    15.04186
         rec |   3.587141   1.521857     2.36   0.025     .4909005    6.683381
        alav |   -8.17745   8.401608    -0.97   0.337    -25.27065     8.91575
         liq |   .7321041   1.191282     0.61   0.543    -1.691577    3.155785
           q |  -4.983324   4.439485    -1.12   0.270    -14.01552    4.048877
        capt |   .8060473   2.389109     0.34   0.738    -4.054631    5.666726
       _cons |  -28.21331   27.71463    -1.02   0.316    -84.59914    28.17252
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo III

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6242
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -4.255588   6.301602    -0.68   0.504    -17.07629    8.565117
       indep |   16.39495   12.74637     1.29   0.207     -9.53774    42.32765
        cons |   -.135688   .3846115    -0.35   0.726     -.918186      .64681
        pres |   3.365045   4.595428     0.73   0.469    -5.984423    12.71451
     estatal |  (dropped)
     privnac |   11.06378   5.730416     1.93   0.062     -.594843    22.72239
     privest |   1.143274   5.646344     0.20   0.841     -10.3443    12.63085
         rec |    4.11944   1.391739     2.96   0.006     1.287926    6.950955
        alav |  -4.533029   10.93645    -0.41   0.681    -26.78341    17.71735
         liq |  -.2654022   1.330488    -0.20   0.843    -2.972301    2.441497
         pbv |   .6093817   .7315642     0.83   0.411    -.8789968     2.09776
        capt |   1.308263   2.501599     0.52   0.604    -3.781278    6.397804
       _cons |  -35.02317   25.63135    -1.37   0.181    -87.17053     17.1242
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo IV

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6385
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   8.760729   5.098573     1.72   0.095    -1.612395    19.13385
       indep |   9.417424   14.76316     0.64   0.528    -20.61845    39.45329
        cons |  -.0163586   .3602298    -0.05   0.964    -.7492517    .7165345
        pres |   1.512121   4.670809     0.32   0.748    -7.990712    11.01495
     estatal |  (dropped)
     privnac |   13.55468   5.429201     2.50   0.018     2.508887    24.60047
     privest |   3.812207   5.527022     0.69   0.495    -7.432603    15.05702
         rec |   3.294654   1.459726     2.26   0.031     .3248187     6.26449
        alav |  -4.070142   11.22243    -0.36   0.719    -26.90235    18.76206
         liq |   .6018058   1.348569     0.45   0.658    -2.141878    3.345489
         pbv |   .2594691   .6814206     0.38   0.706    -1.126892     1.64583
        capt |   1.495053   2.513158     0.59   0.556    -3.618005    6.608112
       _cons |  -25.20792   26.72901    -0.94   0.352     -79.5885    29.17265
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo V

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6410
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -2.090167   5.852648    -0.36   0.723    -13.99747    9.817136
       indep |   17.06718   13.33399     1.28   0.209    -10.06102    44.19538
        cons |  -.1046853   .4068664    -0.26   0.799    -.9324613    .7230906
        pres |   3.722425   4.168565     0.89   0.378    -4.758585    12.20344
     estatal |  (dropped)
     privnac |   10.68119   5.859392     1.82   0.077    -1.239836    22.60221
     privest |   .6986326   5.917966     0.12   0.907    -11.34156    12.73882
         rec |   3.725758   1.463823     2.55   0.016     .7475874    6.703928
        alav |   2.506659   11.96478     0.21   0.835    -21.83588    26.84919
         liq |   .1009984   1.266534     0.08   0.937    -2.475785    2.677781
     ebitsat |   16.72414   9.849636     1.70   0.099    -3.315098    36.76337
        capt |   2.107277     2.5273     0.83   0.410    -3.034554    7.249108
       _cons |  -35.17675   26.72699    -1.32   0.197    -89.55321    19.19972
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VI

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6599
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   8.832085   4.938818     1.79   0.083    -1.216015    18.88019
       indep |   10.82277   14.76718     0.73   0.469     -19.2213    40.86683
        cons |  -.0199187   .3832782    -0.05   0.959    -.7997041    .7598667
        pres |   1.588753   4.282922     0.37   0.713    -7.124918    10.30242
     estatal |  (dropped)
     privnac |   13.42357   5.500318     2.44   0.020     2.233089    24.61405
     privest |   3.520877   5.579749     0.63   0.532    -7.831208    14.87296
         rec |   3.041576   1.489852     2.04   0.049     .0104496    6.072702
        alav |   3.384399   12.40401     0.27   0.787    -21.85174    28.62054
         liq |   .8511215   1.290626     0.66   0.514    -1.774676    3.476919
     ebitsat |    16.6455   9.257134     1.80   0.081    -2.188278    35.47928
        capt |   2.147295   2.548809     0.84   0.406    -3.038295    7.332884
       _cons |  -26.67879   26.83265    -0.99   0.327    -81.27023    27.91266
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VII

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6447
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -.3834537   5.789556    -0.07   0.948    -12.17639    11.40949
       indep |   17.57374   13.27939     1.32   0.195    -9.475491    44.62296
        cons |  -.4154528   2.349745    -0.18   0.861    -5.201728    4.370822
    consquad |   .0197295   .1379499     0.14   0.887    -.2612652    .3007243
        pres |   3.076784   4.630847     0.66   0.511    -6.355942    12.50951
     estatal |  (dropped)
     privnac |   12.86088   5.348089     2.40   0.022     1.967183    23.75458
     privest |   2.669563    5.21898     0.51   0.613    -7.961152    13.30028
         rec |   4.199693   1.553461     2.70   0.011     1.035397    7.363989
        alav |  -8.460224   9.228726    -0.92   0.366    -27.25852    10.33808
         liq |   .0933392   1.245438     0.07   0.941    -2.443534    2.630213
           q |  -5.148627   4.805152    -1.07   0.292     -14.9364    4.639147
        capt |   .6761913   2.630293     0.26   0.799    -4.681541    6.033924
       _cons |  -34.99589   28.65152    -1.22   0.231    -93.35712    23.36533
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VIII

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6649
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   8.950232   4.916953     1.82   0.078    -1.065273    18.96574
       indep |   11.61714   13.86089     0.84   0.408    -16.61657    39.85085
        cons |  -.9006793   2.127335    -0.42   0.675    -5.233918     3.43256
    consquad |   .0499333   .1224358     0.41   0.686    -.1994603    .2993268
        pres |   .6825362   4.835919     0.14   0.889    -9.167908    10.53298
     estatal |  (dropped)
     privnac |    16.0333   5.101995     3.14   0.004      5.64088    26.42573
     privest |   5.888934   4.933508     1.19   0.241    -4.160293    15.93816
         rec |   3.596762   1.546447     2.33   0.027     .4467527    6.746771
        alav |  -7.046586    8.92016    -0.79   0.435    -25.21636    11.12319
         liq |   .7910963    1.21378     0.65   0.519    -1.681292    3.263485
           q |  -4.979497   4.509351    -1.10   0.278    -14.16474    4.205751
        capt |   .6717976   2.541576     0.26   0.793    -4.505223    5.848818
       _cons |  -24.60469   27.81088    -0.88   0.383    -81.25359    32.04422
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo IX

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6247
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -4.176146   6.423106    -0.65   0.520    -17.25958    8.907293
       indep |   15.87171   12.94849     1.23   0.229     -10.5035    42.24693
        cons |  -.6448675   2.595944    -0.25   0.805    -5.932633    4.642898
    consquad |   .0282542   .1476323     0.19   0.849     -.272463    .3289714
        pres |   3.148184   5.054781     0.62   0.538    -7.148068    13.44444
     estatal |  (dropped)
     privnac |   11.13813   5.922632     1.88   0.069    -.9258717    23.20214
     privest |   1.152576   5.845583     0.20   0.845    -10.75449    13.05964
         rec |   4.139269   1.415635     2.92   0.006     1.255715    7.022822
        alav |  -3.830288   12.22981    -0.31   0.756     -28.7416    21.08102
         liq |  -.2465633    1.35049    -0.18   0.856    -2.997421    2.504295
         pbv |   .6366906   .8151287     0.78   0.440    -1.023672    2.297053
        capt |   1.218191   2.680338     0.45   0.653    -4.241477     6.67786
       _cons |  -33.24962    26.3733    -1.26   0.217    -86.97027    20.47103
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo X

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6406
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |    9.15054   5.325862     1.72   0.095    -1.697885    19.99896
       indep |   8.177509   14.90992     0.55   0.587      -22.193    38.54801
        cons |  -1.091365   2.424796    -0.45   0.656    -6.030513    3.847782
    consquad |   .0596478   .1363894     0.44   0.665    -.2181683    .3374639
        pres |    .954105   5.108444     0.19   0.853    -9.451455    11.35966
     estatal |  (dropped)
     privnac |    13.8846   5.841502     2.38   0.024     1.985851    25.78335
     privest |   4.009914    5.89131     0.68   0.501    -7.990292    16.01012
         rec |   3.318457   1.478526     2.24   0.032     .3067971    6.330116
        alav |  -2.589029   12.42992    -0.21   0.836    -27.90794    22.72989
         liq |   .6630425   1.384028     0.48   0.635    -2.156131    3.482216
         pbv |   .3180389   .7650514     0.42   0.680     -1.24032    1.876398
        capt |   1.307603   2.688806     0.49   0.630    -4.169315    6.784521
       _cons |  -21.13647   27.22771    -0.78   0.443    -76.59749    34.32456
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo XI

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6411
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -2.043507   6.169717    -0.33   0.743    -14.61081     10.5238
       indep |   16.89726   13.42323     1.26   0.217    -10.44497    44.23949
        cons |  -.2671193   2.383308    -0.11   0.911    -5.121759     4.58752
    consquad |   .0090356   .1368538     0.07   0.948    -.2697264    .2877976
        pres |   3.659018    4.40402     0.83   0.412    -5.311678    12.62971
     estatal |  (dropped)
     privnac |   10.70624   6.000892     1.78   0.084    -1.517173    22.92966
     privest |   .7058267   6.046615     0.12   0.908    -11.61073    13.02238
         rec |   3.730191   1.489462     2.50   0.018     .6962574    6.764125
        alav |   2.708073   12.77301     0.21   0.833    -23.30971    28.72585
         liq |   .1084044   1.285445     0.08   0.933    -2.509961     2.72677
     ebitsat |   16.71082   9.952417     1.68   0.103    -3.561586    36.98324
        capt |   2.081808    2.60729     0.80   0.430    -3.229068    7.392685
       _cons |  -34.57858   27.19712    -1.27   0.213     -89.9773    20.82014
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo XII

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.6611
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   9.178384   5.259231     1.75   0.091    -1.534318    19.89109
       indep |   9.903643   14.86778     0.67   0.510    -20.38103    40.18832
        cons |  -.8247958   2.171004    -0.38   0.707    -5.246986    3.597394
    consquad |   .0447038   .1234025     0.36   0.720    -.2066589    .2960666
        pres |   1.185035   4.525459     0.26   0.795    -8.033024    10.40309
     estatal |  (dropped)
     privnac |   13.71919   5.969524     2.30   0.028      1.55967    25.87872
     privest |   3.734345   6.001273     0.62   0.538    -8.489847    15.95854
         rec |   3.051843   1.510651     2.02   0.052    -.0252527     6.12894
        alav |   4.337406   13.17698     0.33   0.744    -22.50323    31.17804
         liq |   .9025227   1.335027     0.68   0.504    -1.816837    3.621883
     ebitsat |   16.52757   9.216261     1.79   0.082    -2.245343    35.30048
        capt |   2.022756   2.651019     0.76   0.451    -3.377192    7.422704
       _cons |  -23.43306   26.96886    -0.87   0.391    -78.36683    31.50072
------------------------------------------------------------------------------
```

4. Regressão MQO com erro padrão robusto – Amostra de Empresas Captadoras

Modelo I

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.7186
------------------------------------------------------------------------------
             |               Erro Padrão
        disc |      Coef.    Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |   .1385478     7.9259     0.02   0.986    -16.86082    17.13791
       indep |   17.63934   20.33503     0.87   0.400    -25.97495    61.25363
        cons |  -.0113823   .6989112    -0.02   0.987    -1.510398    1.487633
        pres |   3.932133    6.36996     0.62   0.547    -9.730072    17.59434
     estatal |  -8.125301   8.790785    -0.92   0.371    -26.97966    10.72906
     privnac |   10.85917   4.015723     2.70   0.017     2.246302    19.47204
     privest |  (dropped)
         rec |   1.716519   2.384868     0.72   0.484    -3.398514    6.831551
        alav |  -25.13085   12.40649    -2.03   0.062    -51.74012    1.478422
         liq |   1.511782   2.195333     0.69   0.502    -3.196738    6.220302
           q |   .0585452   4.143473     0.01   0.989     -8.82832    8.945411
       _cons |   15.76481   48.34417     0.33   0.749    -87.92312    119.4527
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo II

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.7420
------------------------------------------------------------------------------
             |               Erro Padrão
        disc |      Coef.    Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   8.697925   4.375374     1.99   0.067    -.6863184    18.08217
       indep |   12.64713   20.29745     0.62   0.543    -30.88657    56.18082
        cons |  -.0218389   .7043723    -0.03   0.976    -1.532567    1.488889
        pres |   1.791009   6.117318     0.29   0.774    -11.32933    14.91135
     estatal |  -12.13258   8.240663    -1.47   0.163    -29.80705    5.541881
     privnac |   11.02248    3.71556     2.97   0.010     3.053393    18.99156
     privest |  (dropped)
         rec |   .9903508   2.410053     0.41   0.687    -4.178699    6.159401
        alav |  -24.99186   11.45365    -2.18   0.047    -49.55749   -.4262237
         liq |   2.551217   2.157341     1.18   0.257    -2.075819    7.178254
           q |   .5620303   4.418922     0.13   0.901    -8.915616    10.03968
       _cons |   26.99995   49.62097     0.54   0.595    -79.42645    133.4263
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo III

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.7248
------------------------------------------------------------------------------
             |               Erro Padrão
        disc |      Coef.    Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -1.355304   7.600364    -0.18   0.861    -17.65646    14.94585
       indep |   17.80614   19.88325     0.90   0.386     -24.8392    60.45148
        cons |   .1258066   .6575026     0.19   0.851    -1.284396    1.536009
        pres |   4.189128   6.337519     0.66   0.519    -9.403498    17.78175
     estatal |   -9.94817    9.36762    -1.06   0.306    -30.03972    10.14338
     privnac |   11.06047   3.922303     2.82   0.014     2.647968    19.47297
     privest |  (dropped)
         rec |   1.316386   2.095246     0.63   0.540    -3.177469    5.810241
        alav |  -26.71713   11.38602    -2.35   0.034    -51.13772   -2.296542
         liq |   1.931516   2.347041     0.82   0.424    -3.102387    6.965419
         pbv |   .9084425    1.88214     0.48   0.637    -3.128347    4.945232
       _cons |   8.547839   42.27722     0.20   0.843    -82.12777    99.22345
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo IV

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.7515
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   9.430759   4.729933     1.99   0.066    -.7139394    19.57546
       indep |    11.9504   19.50349     0.61   0.550    -29.88043    53.78123
        cons |   .1450249   .6990539     0.21   0.839    -1.354297    1.644346
        pres |   1.772011   5.783711     0.31   0.764    -10.63281    14.17684
     estatal |  -14.06044   9.427648    -1.49   0.158    -34.28073    6.159858
     privnac |   11.24712   3.556938     3.16   0.007     3.618243    18.87599
     privest |  (dropped)
         rec |   .3958781   2.178888     0.18   0.858    -4.277371    5.069127
        alav |   -27.2725   10.49439    -2.60   0.021    -49.78072   -4.764276
         liq |   3.140605   2.431126     1.29   0.217    -2.073641    8.354851
         pbv |   1.089699   1.828154     0.60   0.561    -2.831301    5.010699
       _cons |    10.3276   41.07919     0.25   0.805     -77.7785     98.4337
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo V

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.8247
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -2.551227   5.549342    -0.46   0.653    -14.45338    9.350928
       indep |   15.58975   18.01368     0.87   0.401    -23.04576    54.22526
        cons |   .2002607   .6135601     0.33   0.749    -1.115695    1.516216
        pres |   1.626871   4.697609     0.35   0.734    -8.448498    11.70224
     estatal |  -16.82873    6.81777    -2.47   0.027     -31.4514   -2.206071
     privnac |   5.651153   3.575388     1.58   0.136    -2.017291     13.3196
     privest |  (dropped)
         rec |   3.644071   2.504776     1.45   0.168    -1.728139    9.016282
        alav |   14.39971   17.43844     0.83   0.423    -23.00204    51.80145
         liq |    5.70584   2.612618     2.18   0.046     .1023303    11.30935
     ebitsat |    59.4972   20.01497     2.97   0.010     16.56936     102.425
       _cons |  -60.93106   58.51393    -1.04   0.315    -186.4309    64.56884
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VI

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.8307
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   5.100699   3.143552     1.62   0.127    -1.641549    11.84295
       indep |   12.19684   19.15068     0.64   0.534    -28.87728    53.27097
        cons |   .1735563     .64368     0.27   0.791       -1.207    1.554113
        pres |   .4087727   4.682105     0.09   0.932    -9.633344    10.45089
     estatal |  -17.65593   8.064544    -2.19   0.046    -34.95266   -.3592045
     privnac |   6.090814   3.676955     1.66   0.120    -1.795471     13.9771
     privest |  (dropped)
         rec |   2.988803    2.61909     1.14   0.273    -2.628587    8.606193
        alav |   10.93987   18.73792     0.58   0.569    -29.24898    51.12872
         liq |     5.9832   2.956912     2.02   0.063    -.3587446    12.32515
     ebitsat |   55.10644   21.77452     2.53   0.024     8.404732    101.8082
       _cons |  -48.09232   63.23576    -0.76   0.460    -183.7195     87.5349
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VII

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.7286
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -1.178067   7.827468    -0.15   0.883    -18.08828    15.73215
       indep |   13.90276   20.03807     0.69   0.500    -29.38686    57.19238
        cons |  -2.758674   4.146425    -0.67   0.517    -11.71648    6.199132
    consquad |   .1527146   .2358041     0.65   0.528    -.3567093    .6621384
        pres |   3.749043   6.469972     0.58   0.572    -10.22848    17.72657
     estatal |  -10.06418   10.29803    -0.98   0.346    -32.31172    12.18336
     privnac |   11.05596   4.254484     2.60   0.022     1.864705    20.24721
     privest |  (dropped)
         rec |   1.903082   2.583888     0.74   0.474    -3.679069    7.485232
        alav |  -20.54878   15.67868    -1.31   0.213    -54.42052    13.32295
         liq |   1.452568   2.519988     0.58   0.574    -3.991534    6.896671
           q |   .1477009   4.217427     0.04   0.973    -8.963496    9.258898
       _cons |   4.474814   38.26671     0.12   0.909    -78.19538    87.14501
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo VIII

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.7589
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   10.14933    4.86446     2.09   0.057     -.359693    20.65836
       indep |   6.529603   19.60637     0.33   0.744    -35.82739    48.88659
        cons |  -3.587373   4.571397    -0.78   0.447    -13.46328     6.28853
    consquad |   .1979587   .2585582     0.77   0.458    -.3606222    .7565397
        pres |   1.095395   5.907874     0.19   0.856    -11.66779    13.85858
     estatal |  -14.69661   10.21663    -1.44   0.174    -36.76829    7.375065
     privnac |   11.27599   3.881972     2.90   0.012     2.889497    19.66248
     privest |  (dropped)
         rec |   1.050624   2.652632     0.40   0.698     -4.68004    6.781287
        alav |  -19.46249   14.70868    -1.32   0.209    -51.23866    12.31367
         liq |   2.633893   2.611346     1.01   0.332    -3.007577    8.275364
           q |   .5053398   4.294369     0.12   0.908     -8.77208     9.78276
       _cons |   23.26929    46.8878     0.50   0.628    -78.02564    124.5642
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo IX

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.7312
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -1.937707   7.681997    -0.25   0.805    -18.53365    14.65824
       indep |   14.61975    19.5692     0.75   0.468    -27.65693    56.89642
        cons |  -2.209695   3.457068    -0.64   0.534    -9.678237    5.258846
    consquad |   .1274584   .2082077     0.61   0.551     -.322347    .5772638
        pres |   3.937352   6.384763     0.62   0.548     -9.85609    17.73079
     estatal |  -10.98001   10.33665    -1.06   0.307    -33.31099    11.35097
     privnac |   11.15877    4.21653     2.65   0.020     2.049507    20.26802
     privest |  (dropped)
         rec |   1.603836    2.29591     0.70   0.497    -3.356176    6.563849
        alav |  -22.36621   13.65967    -1.64   0.126    -51.87614    7.143709
         liq |   1.750104   2.518648     0.69   0.499    -3.691104    7.191311
         pbv |   .6140419   1.725457     0.36   0.728    -3.113582    4.341666
       _cons |   14.17743   42.83042     0.33   0.746    -78.35207    106.7069
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo X

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.7622
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   10.36402   5.047982     2.05   0.061    -.5414844    21.26952
       indep |   7.057855    19.1872     0.37   0.719    -34.39357    48.50928
        cons |  -2.914781   3.926178    -0.74   0.471    -11.39677    5.567212
    consquad |   .1666598   .2303974     0.72   0.482    -.3310834    .6644031
        pres |   1.173295   5.712169     0.21   0.840     -11.1671    13.51369
     estatal |  -15.52843   10.65794    -1.46   0.169    -38.55351     7.49665
     privnac |   11.37708   3.807754     2.99   0.010     3.150928    19.60323
     privest |  (dropped)
         rec |   .6730433   2.427536     0.28   0.786    -4.571329    5.917415
        alav |  -21.73989   12.65826    -1.72   0.110    -49.08638    5.606611
         liq |   2.998409   2.676686     1.12   0.283    -2.784221    8.781038
         pbv |   .6879958   1.625001     0.42   0.679    -2.822606    4.198597
       _cons |   32.44261   50.73358     0.64   0.534    -77.16063    142.0458
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo XI

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.8454
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
        bloc |  -4.574893   5.180206    -0.88   0.393    -15.76605    6.616262
       indep |   10.03084   18.24263     0.55   0.592    -29.37997    49.44164
        cons |  -3.770216   2.897574    -1.30   0.216    -10.03004    2.489613
    consquad |   .2215384   .1716643     1.29   0.219    -.1493198    .5923966
        pres |   1.205299   4.590842     0.26   0.797    -8.712612    11.12321
     estatal |  -20.15631   8.184388    -2.46   0.029    -37.83761   -2.475017
     privnac |    5.63107   3.742464     1.50   0.156    -2.454031    13.71617
     privest |  (dropped)
         rec |   4.030238   2.566815     1.57   0.140     -1.51503    9.575506
        alav |   23.37571   20.91106     1.12   0.284    -21.79989    68.55131
         liq |   5.870671   2.679655     2.19   0.047     .0816278    11.65971
     ebitsat |   62.97695   20.35144     3.09   0.009     19.01034    106.9436
       _cons |  -29.62704   47.24402    -0.63   0.541    -131.6915    72.43745
------------------------------------------------------------------------------
```

Modelo XII

```
                                                      Prob > F      =       .
                                                      R-quadrado    =  0.8528
------------------------------------------------------------------------------
             |              Erro Padrão
        disc |      Coef.   Robusto        t    P>|t|     [95% Inter.Confiança]
-------------+----------------------------------------------------------------
         dif |   6.662278   3.161744     2.11   0.055    -.1682538    13.49281
       indep |   5.178552   20.50279     0.25   0.805    -39.11503    49.47214
        cons |  -3.904546   3.033015    -1.29   0.220    -10.45698    2.647885
    consquad |   .2266474   .1825679     1.24   0.236    -.1677665    .6210613
        pres |  -.4194676   4.493388    -0.09   0.927    -10.12684    9.287906
     estatal |  -20.74967   9.869625    -2.10   0.056     -42.0717    .5723555
     privnac |   6.231006   3.773908     1.65   0.123    -1.922025    14.38404
     privest |  (dropped)
         rec |    3.11501    2.66425     1.17   0.263    -2.640752    8.870772
        alav |   18.34741   21.96149     0.84   0.419     -29.0975    65.79232
         liq |   6.179703   3.155957     1.96   0.072    -.6383271    12.99773
     ebitsat |   56.78694   21.13776     2.69   0.019     11.12158    102.4523
       _cons |  -13.97429   52.71536    -0.27   0.795    -127.8589    99.91033
------------------------------------------------------------------------------
```

8 ANEXO

A. Índice de *Disclosure* elaborado por Eng e Mak (2003)

Eng e Mak - JAPP 2003

Informação Estratégica

- Informação Corporativa Geral
  - História da empresa
  - Estrutura Organizacional
  - Descrição Geral das atividades/negócios
  - Principais Produtos
  - Principais Mercados
- Estratégia Corporativa
  - Metas e objetivos da empresa
  - Estratégia Atual
  - Impacto da Estratégia nos resultados atuais
  - Estratégia Futura
  - Impacto da Estratégia nos resultados futuros
- Análise e Discussão dos Gestores
  - Revisão das Operações
  - Ambiente Competitivo
  - Eventos importantes do ano
  - Variação de vendas/lucros
  - Variação de CPV
  - Variação de despesas
  - Variação de nível de estoque
  - Variação de Market share
- Perspectivas Futuras
  - Novos Projetos
  - Projeção de vendas/lucro
  - Premissas adotadas nas projeções
  - Total ordens ou backlog
- Outras informações estratégicas importantes

Informações não-financeiras chaves

- Informações sobre empregados
  - Número de empregados
  - Remuneração por empregado
  - Valor adicionado por empregado
  - Indicador de Produtividade
- Outras informações não-financeiras importantes

Informações Financeiras

- Indicadores de Desempenho (não contidos nos demonstrativos)
  - Dados Históricos dos últimos cinco anos ou mais
  - Turnover
  - Lucro
  - Patrimônio Líquido
  - Total de Ativos
  - Lucro por ação
- Índices Financeiros
  - Retorno sobre Patrimônio Líquido (ROE)
  - Retorno sobre Ativos (ROA)
  - Gearing Ratio
  - Liquidez
  - Outras Medidas
- Informações Projetadas
  - Projeção de Fluxo de Caixa
  - Projeção de Investimentos/Pesquisa e Desenvolvimento
  - Projeção de Lucro
- Informações sobre Câmbio
  - Impacto da variação cambial nos resultados atuais
  - Descrição da exposição cambial pelos gestores
  - Principal moeda utilizada na contabilidade
- Outras informações úteis

B. Índice de *Disclosure* elaborado por Botosan (1997)

Informações Gerais	
	Metas e objetivos da empresa
	Discussão sobre barreiras de entrada
	Ambiente Competitivo
	Descrição Geral das atividades/negócios
	Principais Produtos
	Principais Mercados
Sumário dos resultados históricos dos últimos 5 a 10 anos	
	Retorno sobre Ativos ou informação suficiente para se fazer o cálculo (lucro líquido, imposto de renda, despesas financeiras e total de ativos)
	Margem Líquida ou informação suficiente para se calcular (lucro líquido, receita líquida)
	Giro do Ativo ou informação suficiente para se calcular (vendas, total ativo)
	Retorno sobre Patrimônio Líquido ou informação suficiente para se fazer o cálculo (lucro líquido e patrimônio Líquido)
	Resumo de vendas e lucro líquido dos oito trimestres mais recentes
Informações não-financeiras chaves	
	Número de empregados
	Remuneração por empregado
	Total ordens ou backlog
	Percentage of sales in products designed in the last 5 years
	Participação de Mercado
	Unidades Vendidas
	Preço de Venda por unidade
	Crescimento das unidades vendidas
Informações Projetadas	
	Participação de Mercado Projetada
	Projeção de Fluxo de caixa
	Projeção de Investimentos/Pesquisa e Desenvolvimento
	Projeção de Lucro
	Projeção de Vendas
Discussão e Análise da Administração	
	Variação de vendas
	Variação do lucro operacional
	Variação do CPV
	Variação do lucro bruto
	Variação de despesas de vendas e administrativas
	Variação de despesas ou receitas financeiras
	Variação de lucro líquido
	Variação de nível de estoque
	Variação de Contas a receber
	Variação de Investimentos ou despesas de P&D
	Variação de Market share

C. Índice de *Disclosure* elaborado por Hail (2002)

Informações Gerais e Não-financeiras	
	Principais Produtos
	Principais Mercados e Market Share
	Ambiente de Negócios e Fatores Críticos de Sucesso
	Governança Corporativa e Estrutura Organizacional
	Satisfação do Cliente
	Satisfação dos Empregados
	Investimentos em Recursos Humanos e desenvolvimento gerencial
	Investimentos em P&D e outros ativos intangíveis
	Ciclo de Vida do Produto e Inovação
	Eficiência Operacional
Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial	
	Tendência de Receita ao longo dos últimos anos
	Vendas por região e/ou unidade de negócio
	Tendência do lucro operacional ao longo dos últimos anos
	Lucro Operacional por região e/ou unidade de negócio
	Tendência dos Investimentos ao longo dos últimos anos
	Investimento por região e/ou unidade de negócio
	Tendência de comportamento das ações e retorno total para o acionista
	Discussão sobre mudanças na receita e market share
	Discussão sobre mudanças no lucro operacional
	Discussão sobre mudanças nos Investimentos ou P&D
Risco, informação baseada em valor e projeções	
	Uso e Implementação de Gestão de Risco
	Exposição Quantitativa ao Risco
	Uso e Implementação de Gestão baseada em Valor
	Medidas Quantitativas de Criação de Valor para o Acionista
	Compensação Gerencial
	Projeções de Lucro
	Projeções de vendas e crescimento