

**FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO**

**FECAP**

**MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**RÉGIS CÉSAR CUNHA**

**FATORES DETERMINANTES DO NÍVEL DE DISCLOSURE DAS  
EMPRESAS DE ENERGIA ELÉTRICA BRASILEIRAS: UM ESTUDO  
COM DADOS EM PAINEL**

Dissertação apresentada à fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, como requisito para obtenção do título de mestre em ciências contábeis.

**Orientador: Prof. Dr. Marcos Reinaldo Severino**

**Peters.**

**SÃO PAULO**

**2010**

FUNDAÇÃO ESCOLA DE COMÉRCIO ÁLVARES PENTEADO - FECAP

Reitor: Prof. Dr. Sergio de Gouvea Franco

Pró-reitor de Graduação: Prof. Edison Simoni da Silva

Pró-reitor de Pós-graduação: Prof. Dr. Sergio de Gouvea Franco

Coordenador do Mestrado em Ciências Contábeis: Prof. Dr. Claudio Parisi

#### FICHA CATALOGRÁFICA

**C972f**

Cunha, Régis César

Fatores determinantes do nível de disclosure das empresas de energia elétrica brasileiras: um estudo com dados em painel -- São Paulo, 2010.

97. f.

Orientador: Prof. Dr. Marcos Reinaldo Severino Peters.

Dissertação (mestrado) – Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP - Mestrado em Ciências Contábeis.

1. Contabilidade. 2. Empresas – Energia elétrica – Brasil. 3. Divulgação de informações contábeis.

**CDD 657**

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

**RÉGIS CÉSAR CUNHA**

### **FATORES DETERMINANTES DO NÍVEL DE DISCLOSURE DAS EMPRESAS DE ENERGIA ELÉTRICA BRASILEIRAS: Um estudo com dados em painel**

Dissertação Apresentada à Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP, como requisito para obtenção do título de mestre em ciências contábeis.

#### **BANCA EXAMINADORA:**

---

**Professor Doutor Bruno Meirelles Salotti**  
**Faculdade de Economia Administração e Contabilidade da**  
**Universidade de São Paulo - USP**

---

**Professor Doutor Francisco Henrique Figueiredo de Castro Junior**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**

---

**Professor Doutor Marcos Reinaldo Severino Peters**  
**Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado – FECAP**  
**Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora**

**São Paulo, 24 de Maio de 2010**

## **Dedicatória**

**A minha mãe, por dedicar  
grande parte da sua vida em  
função da minha.**

## **Agradecimento**

Agradeço primeiro a Deus por me conceder o dom da vida, pois com suas graças permitiu que eu chegasse até aqui.

A minha mãe por sua dedicação em me criar e seu apoio em todos os momentos, principalmente nos mais difíceis.

Ao Professor Dr. Marcos Reinaldo Severino Peters por aceitar e orientar, de uma forma muito sábia e tranquila, esta pesquisa.

Ao Professor Dr. Bruno Meirelles Salloti pelas críticas e contribuições efetuadas no processo de qualificação, as quais contribuíram muito para a execução deste trabalho.

Ao Professor Dr. Francisco Henrique Figueiredo de Castro Jr. pelos ensinamentos transmitidos sobre teoria de finanças e métodos quantitativos, pelas críticas e sugestões na elaboração e no processo de qualificação, além da paciência e dedicação ao auxiliar na análise dos resultados desta pesquisa.

Aos Professores do programa de mestrado da FECAP, em especial ao Dr. Cláudio Parisi, pelas discussões iniciais sobre esta pesquisa, e à Dr<sup>a</sup>. Vilma Geni Slomski, pelas discussões metodológicas.

À minha amiga, Évelin Rodrigues Pereira, pelo apoio, discussões durante os créditos e incentivo para eu me manter no curso.

Aos Professores e amigos, Clemil Robles e Amauri Liba, pelo incentivo, desde a graduação, para o ingresso no programa de mestrado, pelo apoio dado durante o curso, pelo incentivo e oportunidade concedida para meu ingresso na carreira acadêmica.

Aos meus amigos, Tércio Hartmann Konig, Maurício Aquino Halewicz e Cláudio José Nakamura, pelas discussões sobre esta pesquisa que foram muito úteis, pelos conselhos e auxílio no momento mais difícil que passei durante o curso, pelos ensinamentos, conselhos e oportunidades, que contribuíram muito para meu desenvolvimento pessoal e profissional. A todos os amigos da Rede Energia, em especial aos do departamento de controladoria: Maysa, Mário, Anderson, Elizabete e Pedro, por sempre me incentivarem.

A Carmem Campos Pereira pela ajuda, conselhos e motivação para iniciar o curso de graduação e mestrado, também pela concessão de bolsa de estudo que viabilizou o ingresso em ambos os cursos.

## Resumo

Este trabalho teve como objetivo avaliar os motivos que levam à divulgação de informações pelas empresas de energia elétrica brasileiras. Para tal, utilizaram-se os estudos foram utilizados de Verrecchia (2001), Dye (2001), Healy e Papely (2001) e Core (2001) como base do referencial teórico. Foram elaboradas sete hipóteses relacionadas ao nível de *disclosure* e às características das empresas em relação às seguintes variáveis: rentabilidade, endividamento, tamanho, controle acionário, emissão de títulos, tamanho da empresa de auditoria e oportunidade de crescimento e mais quatro variáveis de controle: identidade do acionista controlador, governança corporativa, ADR e ações na BOVESPA. A classificação metodológica desta pesquisa enquadra-se como descritiva-explicativa, pois faz uma descrição da evolução do nível de *disclosure* das empresas e procura encontrar explicações para os motivos desses níveis de divulgação. A amostra utilizada contemplava 25 empresas de capital aberto do setor de energia elétrica no período de 2003 a 2007. Utilizou-se regressão com dados em painel para o teste empírico. Os resultados obtidos pela estatística descritiva demonstram que o índice de *disclosure* médio das empresas pesquisadas se mativeram praticamente inalterados no período desta pesquisa; outro fato foi que nenhuma empresa nos anos pesquisados divulgou informações sobre projeções. Os resultados da análise em painel evidenciam que o nível de *disclosure* das empresas pesquisadas sofreu uma pequena evolução durante os anos pesquisados. Com referência aos motivos que explicam o nível de *disclosure*, encontrou-se relação positiva com as variáveis tamanho e ações listadas na BOVESPA.

**Palavras-chaves:** Nível de Disclosure. Teoria da Divulgação. Teoria da contabilidade

## **Abstract**

This study has aimed to evaluate the reasons that have lead to the disclosure of information by Brazilian electric power companies. For this purpose, we have used the studies of Verrecchia (2001), Dye (2001), Healy and Papely (2001), and Core (2001) to form the basis of the theoretical framework. Thus, we developed seven hypotheses related to the level of disclosure and business characteristics of such companies and four control variables, as follows: (i) hypotheses: profitability, debt, size, stock control, securities issued, size of the audit company and opportunity growth and (ii) control variables: the identity of the controlling shareholder, corporate governance, ADR, and shares on BOVESPA. This research can be classified as descriptive-explanatory, since it is a description of the evolution of the level of disclosure of companies and seeks to find explanations for the motives of these levels of disclosure. The sample used was 25 publicly traded companies in the electricity sector in the period from 2003 to 2007. Regression was used with panel data for the empirical test. The result was that level of disclosure of companies surveyed suffer little evolution over the years studied in connection with the reasons that explain the level of disclosure, only variables related to size and shares listed on BOVESPA proved positive relationship

**Key-Words:** Disclosure. Theory of disclosue. Theory of Accounting

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1 - Levantamento de pesquisas empíricas sobre <i>disclosure</i> .....	13
QUADRO 2 - Informação contábil de interesse para cada tipo de usuário.....	20
QUADRO 3 - Informações que devem ser divulgadas no Brasil.....	28
QUADRO 4 - Informações a serem divulgadas de acordo com a ANEEL.....	30
QUADRO 5 - Resultados encontrados nos estudos internacionais.....	43
QUADRO 6 - Resultados encontrados nos estudos nacionais.....	51
QUADRO 7 - Empresas pesquisadas.....	54
QUADRO 8 - Índice de nível de <i>Disclosure</i> .....	60
QUADRO 9 - Descrição das variáveis do modelo.....	71

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Evolução da Média do Índice de <i>Disclosure</i> .....	72
TABELA 2 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de <i>Disclosure</i> - Informações Gerais.....	73
TABELA 3 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de <i>Disclosure</i> - Relações com Empregados e Administradores.....	73
TABELA 4 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de <i>Disclosure</i> - Informações Não financeiras sobre Mercado, Vendas e Produtos.....	74
TABELA 5 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de <i>Disclosure</i> – Projeções.....	74
TABELA 6 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de <i>Disclosure</i> - Discussões e análises de dados Financeiros.....	75
TABELA 7 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de <i>Disclosure</i> - Outras Informações.....	76
TABELA 8 - Estatísticas Descritivas das Variáveis utilizadas nos modelos de Regressão.....	77
TABELA 9 - Testes para definição do modelo de regressão.....	79
TABELA 10 - Resultado das Regressões com todas as Variáveis do modelo.....	81
TABELA 11 - Testes para definição do modelo de regressão.....	82
TABELA 12 - Resultado das Regressões com os modelos Finais.....	83

## LISTA DE ABREVIATURAS

ADR: *American Depositary Receipt*

ANEEL: Agência Nacional de Energia Elétrica

BACEN: Banco Central do Brasil

BOVESPA: Bolsa de Valores de São Paulo

CFC: Conselho Federal de Contabilidade

COSIF: Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional

CPC: Comitê de Pronunciamentos Contábeis

DFC: Demonstração dos Fluxos de Caixa

DIVEXT: Sistema de Divulgação Externa

EBIT: *Earnings Before Interest and Tax*

IAN: Formulário de Informações Anuais

IBRACON: Instituto dos Auditores Independentes do Brasil

NYSE: *New York Stock Exchange*

ROA: *Return On Assets*

ROE: *Return On Equity*

XBRL: *Extensible Business Reporting Language*

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
1.1 Problema.....	15
1.2 Objetivos.....	15
1.2.1 Objetivo Geral.....	15
1.2.2 Objetivos Específicos.....	15
1.3 Hipóteses.....	16
1.4 Justificativa.....	16
1.5 Limitações da pesquisa.....	17
1.6 Estrutura do trabalho.....	18
<b>2. PLATAFORMA TEÓRICA</b> .....	<b>19</b>
2.1 Fundamentos da Contabilidade.....	19
2.1.1 Objetivos da Contabilidade.....	19
2.1.2 Conceito de <i>Disclosure</i> .....	21
2.1.3 Normas de Evidenciação no Brasil.....	24
2.2 Teoria da Firma.....	31
2.2.1 Custo de Agência.....	32
2.2.2 Assimetria Informacional.....	33
2.3 Teoria da Divulgação.....	34
2.4 Levantamento Empírico sobre <i>Disclosure</i> .....	36
2.5 Estudos Anteriores.....	39
2.5.1 Estudos Internacionais.....	39
2.5.2 Estudos Brasileiros.....	43
<b>3. METODOLOGIA</b> .....	<b>52</b>
3.1 Tipo de Pesquisa.....	52
3.2 Instrumento de Coleta de Dados.....	52
3.3 Seleção e Coleta de Dados.....	53
3.4 Método e Técnica de Análise de Dados.....	54
3.4.1 Ferramenta Estatística: Regressão com Dados em Painel.....	54
3.5 Conceituação das Variáveis.....	59
3.5.1 Nível de <i>Disclosure</i> .....	59
3.5.2 Rentabilidade.....	61
3.5.3 Endividamento.....	63
3.5.4 Tamanho da Empresa.....	63
3.5.5 Controle Acionário.....	64
3.5.6 Emissão de Ações.....	65
3.5.7 Tamanho da Empresa de Auditoria.....	66
3.5.8 Oportunidade de Crescimento.....	67
3.6 Variáveis de Controle.....	68
3.6.1 Identidade do Acionista Controlador.....	68

3.6.2 Nível de Governança.....	68
3.6.3 ADR.....	69
3.6.4 Ações listadas na BOVESPA.....	70
<b>4. ANÁLISE DOS RESULTADOS.....</b>	<b>72</b>
4.1 Evolução do nível de <i>disclosure</i> .....	72
4.2 Estatísticas descritivas das Variáveis.....	77
4.3 Análise das Regressões com Dados em Painel.....	78
<b>5. CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS.....</b>	<b>84</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>87</b>

## INTRODUÇÃO

Este estudo pretende analisar fatores que possam afetar a decisão de *disclosure* pelas empresas, pois, de acordo com Francis, Nanda e Olson (2008) a assimetria informacional entre acionistas controladores e investidores externos aumenta a necessidade de *disclosure* de informações. Para Lopes e Martins (2005), além da assimetria informacional, ter-se-ia o problema de agência e de separação entre o controle e a propriedade. O *disclosure* corporativo é o meio de transmissão de informações das empresas com o mercado (ZHANG, 2008). Nesse sentido, analise-se o objetivo da contabilidade de fornecer informações úteis, para que seus usuários possam tomar decisões (HENDRIKSEN ; VAN BREDA, 1999 ; IUDÍCIBUS, 2004 ). A demonstração contábil é a principal ferramenta de comunicação de *disclosure* corporativo entre as empresas e seus usuários (BRAVO; ABAD; TROMBETTA, 2008).

O *disclosure* de informações das demonstrações contábeis tem um papel importante no mercado de capitais, uma vez que a divulgação de informações reduz a assimetria informacional entre acionistas controladores e investidores minoritários, pois possibilita a esses investidores estimarem os fluxos de caixa futuros da empresa com maior segurança (LAMBERT ; LEUZ ; VERRCHIA, 2006).

Porém as informações emitidas pela contabilidade à sociedade, por meio de suas demonstrações, devem ter credibilidade, para que possam ser utilizadas pelos seus usuários externos e internos (SZUSTER ; SZUSTER ; SZUSTER 2005). A qualidade e quantidade de informações que devem ser emanadas das demonstrações contábeis é um dos problemas que é discutido na teoria contemporânea da contabilidade (HENDRIKSEN ; VAN BREDA, 1999 ; IUDÍCIBUS, 2004).

No estudo de Healy e Palepu (2001), foi efetuado um levantamento sobre as pesquisas relativas ao *disclosure*, que são classificadas no quadro 1:

Linha de pesquisa	Questões
1. Regulamento de divulgação	<p>Por que existe a necessidade de regulação do <i>disclosure</i> no mercado de capitais? Quais tipos de <i>disclosure</i> devem ser regulados e quais que não devem?</p> <p>Quão efetivos são os padrões de contabilidade para facilitar a comunicação com credibilidade entre gestores e investidores externos? Quais os fatores que determinam essa efetividade?</p> <p>Qual informação de <i>disclosure</i> deveria ser incluída como obrigatória nas demonstrações contábeis e quais deveriam conter nas demonstrações complementares?</p>
2. Papel dos auditores e intermediários do <i>disclosure</i>	<p>Quão eficazes são os auditores no aumento da credibilidade das demonstrações financeiras? Que fatores influenciam a eficácia dos auditores?</p> <p>Quão eficazes são os analistas financeiros como intermediários de informação? Que fatores influenciam a sua eficácia?</p> <p>Como o <i>disclosure</i> afeta as garantias oferecidas pelos analistas financeiros sobre suas empresas?</p>
3. Decisão dos gestores sobre <i>disclosure</i>	<p>Quais os fatores que afetam a decisão dos gestores sobre <i>disclosure</i>? Qual é a relação entre a divulgação, governança corporativa e incentivos gerenciais?</p> <p>Qual o papel que os conselhos e comitê de auditoria desempenham no processo de divulgação?</p>
4. Conseqüências do <i>disclosure</i> no mercado de capitais.	<p>Como os investidores respondem ao <i>disclosure</i> corporativo?</p> <p>O <i>disclosure</i> efetuado fora das demonstrações contábeis tem credibilidade?</p> <p>Os investidores avaliam os <i>disclosure</i> que estão incluídos diretamente nas demonstrações financeiras de forma diferente daqueles que estão incluídos nas divulgações complementares?</p> <p>Que fatores influenciam a percepção dos investidores sobre a qualidade do <i>disclosure</i> dos mercados de capitais sobre as economias? Como o <i>disclosure</i> afeta a alocação de recursos na economia?</p>

### Quadro 1 - Levantamento de pesquisas empiricas sobre disclosure

Fonte: Healy e Papelu (2001, p. 411), Tradução nossa.

Das linhas demonstradas por Healy e Papelu (2001), o presente trabalho enquadra em “*Decisões dos administradores sobre disclosure*”; nessa linha, são pesquisados os motivos que fazem os administradores divulgarem informações, a quantidade de informações que são divulgadas e sua confiabilidade.

A divulgação de informações por parte da empresa aos seus usuários e demais membros da sociedade está relacionada às necessidades e benefícios que essa divulgação trará. Conforme Lanzana (2004, p.3), “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 empresa”. Como, por exemplo, a necessidade de captar recurso em um mercado que exige um maior grau de evidenciação (HENDRIKSEN ; VAN BREDA, 1999), os benefícios que a evidenciação traz seriam a redução da assimetria informacional, que, segundo pesquisa de Eccles et al. (2001, p.186), proporciona os seguintes benefícios: “aumento da credibilidade nos gestores; mais investidores de longo prazo; maior monitoramento por parte dos acionistas; diminuição do custo de capital; acesso a novos capitais; e melhor avaliação dos preços das ações”.

Com isso, diversas pesquisas internacionais procuram testar se esses fatores influenciariam a decisão dos administradores em divulgar informações, como: nos Estados Unidos: Leftwich, Watts e Zimmerman, (1981); no México: Chow e Wong (1987); na Suécia: Cooke (1989); no Japão: Cooke (1992); na Malásia: Hossain, Tan e Adams (1994); em Hong Kong: Wallace e Naser (1995); na Suíça: Raffounier (1995); na Austrália: Aitken, Hooper e Pickering (1997); na República Checa: Patton e Zelenka (1997); na França: Depoers, (2000); em Hong Kong: Ho e Wong (2001); em Singapura e Hong Kong: Chau e Gray (2002); na Inglaterra e Holanda: Camfferman e Cooke (2002); e nos Estados Unidos e Japão: Ho e Taylor (2007).

Já no cenário nacional, no qual há pesquisas nessa linha positiva de identificar possíveis fatores que influenciam no nível de *disclosure*, têm-se as pesquisas de: Lanzana (2004), Salotti (2005), Goldner (2006), Alves e Lima (2008), Pereira (2008), Braga, Oliveira e Salotti (2009), Murcia e Souza (2009), Murcia e Santos (2009a) e LIMA, E. (2009), porém, a não ser a pesquisa de Goldner, (2006) que estudou as

instituições financeiras e Pereira, (2008) que investigou o setor de materiais básicos, as demais pesquisas estudaram diversos setores ao mesmo tempo e também apenas um ano, exceto a de Salotti, (2005). Com isso, faz-se necessário descobrir se, em um setor específico analisado em mais de um ano, os resultados são os mesmos.

## **1.1 Problema**

Assumindo a linha de pensamento de que a divulgação de informações ocorre por fatores endógenos. Essa pesquisa pretende responder à seguinte questão: O que explica o nível de *disclosure* das empresas de capital aberto do setor de energia elétrica brasileiro?

## **1.2 Objetivos**

Diante do problema de pesquisa essa dissertação teve os seguintes objetivos:

### **1.2.1 Objetivo Geral**

Dessa forma, esta pesquisa tem como objetivo geral: Identificar fatores que explicam a decisão de *disclosure* das empresas de capital aberto do setor de energia elétrica brasileiro.

### **1.2.2 Objetivos Específicos:**

Os objetivos específicos são:

1. Mensurar os níveis de *disclosure* das empresas de capital aberto do setor de energia elétrica brasileiro.
2. Avaliar a evolução dos níveis de evidenciação das empresas de capital aberto do setor de energia elétrica brasileiro nos anos pesquisados.

### 1.3 Hipóteses

Para responder à questão de pesquisa desta dissertação, utilizaram-se principalmente, os estudos de Core (2001), Healy e Papelu (2001), Dye (2001) e Verrechia (2001) e com base nesses estudos foram formuladas as seguintes hipóteses:

H(0)1. Empresas com maior rentabilidade possuem um maior nível de *disclosure* do que empresas com menor rentabilidade.

H(0)2. Empresas com maior nível de endividamento possuem um maior nível de *disclosure* do que empresas com menor nível de endividamento.

H(0)3. Empresas maiores possuem um maior nível de *disclosure* do que empresas menores.

H(0)4. Empresas com controle acionário mais pulverizado possuem um maior nível de *disclosure*.

H(0)5. Empresas que emitiram ações e/ou debêntures possuem um maior nível de *disclosure* no ano anterior do que as que não emitiram.

H(0)6. Empresas que são auditadas por “Big four<sup>1</sup>” possuem um nível de *disclosure* superior ao das demais empresas.

H(0)7. Empresas que possuem uma maior oportunidade de crescimento têm um nível de *disclosure* superior aos das demais empresas.

### 1.4 Justificativa

Em sua dissertação, Silva (2004) analisou o nível de *disclosure* das empresas do setor de energia elétrica do exercício de 2002 e encontrou alto nível de divulgação por essas empresas, por exemplo, 95% das empresas pesquisadas divulgam o DFC, o que, quando foi efetuada a pesquisa, não era obrigatório pela legislação societária, porém já era exigido pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL); outro achado

---

<sup>1</sup> KPMG, PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu e Ernst&Young

é que 85,7% divulgam o Balanço social e também foi encontrado um resultado razoável em relação às exigências da CVM sobre o relatório de administração: média de 57%.

Em outro estudo mais recente, Murcia e Santos (2009b) analisaram a divulgação de informações contábeis de diversos setores em que o setor de energia foi classificado como o terceiro que mais se evidenciou; outro ponto a destacar é que entre as 10 empresas que mais divulgaram 3 eram do setor de energia.

Com isso, percebe-se que o setor de energia elétrica se destaca como um setor que tem alto nível de divulgação; esse fato é tratado pelos autores como decorrência de ser um setor regulado, de que a ANEEL exige mais informações do que as obrigatórias.

Diante desse contexto, a justificativa para a escolha do setor de energia elétrica brasileiro foi para testar se esses índices de *disclosure* estão apenas relacionados pelos fatores regulatórios ou se as características dessas empresas também explicariam os níveis de *disclosure*.

## 1.5 Limitações da Pesquisa

A primeira limitação importante desta pesquisa seria aos itens de informações contidos nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), que foram utilizadas como *proxy* para a variável *disclosure*. Assumiu-se que esse documento seria um bom indicador do nível de transparência das empresas, porém existem outros documentos como o relatório anual, os relatórios fornecidos ao mercado financeiro e relatórios trimestrais, entre outros.

Outra limitação encontrada na variável *disclosure* seria na formulação da métrica *disclosure*, pois não é observável, com isso, dificulta a criação de um indicador que reflita o verdadeiro nível de transparência de uma empresa. Para a redução desse viés, optou-se em utilizar um índice já validado, que contempla informações contidas na DFPs, porém existem fatos não contemplados nesse indicador como questões ambientais.

A amostra seria outra limitação, já que a pesquisa tinha como objetivo investigar os possíveis fatos que explicam o nível de *disclosure* das empresas do setor elétrico, com isso, resultou em uma amostra pequena para os testes empíricos de regressões e uma forma de minimizar isso foi a utilização de dados em painel. Outro fato que limita esta pesquisa seria que a amostra utilizada foi de um setor específico, com isso, os resultados desta pesquisa não podem ser replicados para outros setores.

As variáveis de controle utilizadas na regressão podem ser aumentadas, colocando, assim, novas variáveis para testar se existiu variável omitida no modelo utilizado nesta pesquisa.

## **1.6 Estrutura do trabalho**

Esse estudo está dividido em 5 seções, em que, na introdução se encontram descritas as motivações, a questão de pesquisa, os objetivos, a justificativa para o estudo. Na segunda seção, é efetuada a sustentação teórica da pesquisa e uma revisão dos resultados encontrados em estudos anteriores. Na terceira seção, descrevem-se os aspectos metodológicos, e as descrições das variáveis utilizadas na pesquisa. A seção quatro apresenta os resultados da pesquisa, Finalmente, na quinta e última seção, são descritos os achados da pesquisa e as sugestões para pesquisas futuras.

## 2. Plataforma Teórica

### 2.1 Fundamentos da Contabilidade

#### 2.1.1 Objetivo da Contabilidade

Para se iniciar uma discussão sobre o *disclosure* contábil, deve-se atentar ao objetivo da contabilidade, que, de acordo com o levantamento na literatura contábil efetuado por Ludícibus (2004, p.21);

é fornecer aos usuários, independentemente de sua natureza, um conjunto básico de informações que, presumivelmente, deveria atender igualmente bem todos os tipos de usuários, ou a contabilidade deveria ser capaz e responsável pela apresentação de cadastro de informações totalmente diferenciados, para cada tipo de usuários.

Segundo a estrutura conceitual Básica proposta pelo CPC, os objetivos das demonstrações contábeis, descritas a partir do item 12, são:

12. O objetivo das demonstrações contábeis é fornecer informações sobre a posição patrimonial e financeira, o desempenho e as mudanças na posição financeira da entidade, que sejam úteis a um grande número de usuários em suas avaliações e tomadas de decisão econômica.

13. Demonstrações contábeis preparadas de acordo com o item 12 atendem às necessidades comuns da maioria dos usuários. Entretanto, as demonstrações contábeis não fornecem todas as informações que os usuários possam necessitar, uma vez que elas retratam os efeitos financeiros de acontecimentos passados e não incluem, necessariamente, informações não-financeiras.

14. Demonstrações contábeis também objetivam apresentar os resultados da atuação da Administração na gestão da entidade e sua capacitação na prestação de contas quanto aos recursos que lhe foram confiados. Aqueles usuários que desejam avaliar a atuação ou prestação de contas da Administração fazem-no com a finalidade de estar em condições de tomar decisões econômicas que podem incluir, por exemplo, manter ou vender seus investimentos na entidade ou reeleger ou substituir a Administração.

Para Ludícibus (2004, p.123), o *disclosure* teria um tratamento especial dentro da literatura contábil: “Não trataremos a evidenciação como um princípio, postulado ou

convenção, mas como capítulo especial da teoria da contabilidade, na verdade o *disclosure* está ligado aos objetivos da contabilidade”.

Conforme Iudícibus (2004), Hendriksen e Van Breda (1999), os contadores teriam dificuldade em conhecer cada tipo de usuário e suas necessidades de informações. Com isso, o objetivo da contabilidade, do ponto de vista de Iudícibus (2004, p. 21), é “construção de um “arquivo básico de informação contábil”, que possa ser utilizado, de forma flexível, por vários usuários”.

Como se verifica acima, a contabilidade tem como objetivo fornecer informações úteis aos seus usuários, porém essa não é uma tarefa fácil; como alertam Iudícibus (2004) e Hendriksen e Van Breda (1999), a contabilidade tem diversos usuários com diferentes interesses sobre as informações contábeis, conforme descritos no quadro 2 :

<b>Usuário da Informação Contábil</b>	<b>Meta que desejaria maximizar ou tipo de informação mais importante</b>
Acionista minoritário	Fluxo regular de dividendos
Acionista majoritário ou com grande participação	Fluxo de dividendos, valor de mercado da ação, lucro por ação.
Acionista preferencial	Fluxo de dividendos mínimos ou fixos.
Emprestadores em Geral	Geração de fluxos de caixa futuros suficientes para receber de volta o capital mais juros, com segurança.
Entidades governamentais	valor adicionado, produtividade, lucro tributável.
Empregados em geral, como assalariados	fluxo de caixa futuro capaz de assegurar bons aumentos ou manutenção de salários, com segurança e liquidez.
Média e alta administração	retornos sobre o ativo, retorno sobre o patrimônio líquido; situação de liquidez e endividamento confortáveis.

**Quadro 2 - Informação contábil de interesse para cada tipo de usuário**

Fonte: IUDICÍBUS (2004, p.23)

No Brasil esse arquivo básico citado por Ludícibus (2004) está em desenvolvimento mediante o projeto do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), em que se está estudando a implantação da taxonomia *Extensible Business Reporting Language* (XBRL) para os padrões brasileiros (CFC, 2009).

Para Moreira, Riccio e Sakata (2004):

O XBRL elimina a necessidade de transcrição de dados entre as aplicações, porque o dado passa a ser independente do aplicativo no qual ele é criado (os dados são mantidos de forma independente e sob uma denominação preestabelecida e padronizada). Essa definição faz com que múltiplos usuários sejam capazes de extrair e reposicionar as informações financeiras. Assim, o próprio usuário recupera as informações financeiras pela internet e passa para o formato que desejar, de acordo com suas necessidades de análise.

Riccio (2008) elenca as vantagens encontradas com a utilização do XBRL:

Padronização no formato dos dados, Facilidade de intercâmbio de informações, eliminação de conversão freqüente de arquivos, maior transparência devido à divulgação pela Internet e maior penetrabilidade do meio, Facilidade de recuperação e utilização dos dados, maior confiabilidade proporcionada aos analistas da informação, possibilidade de integração na cadeia de suprimentos, eliminação da redundância no fornecimento dos dados, redução de erros, redução do tempo de análise, possibilidade de adaptações, por ser um padrão aberto e aparente redução de custos gerais.

### **2.1.2 Conceito de *Disclosure***

Lopes e Martins (2005, p.51-52) entendem que o *disclosure* de informação realizado por uma empresa seria a última fase do processo contábil que de acordo com os autores, seria dividido em três etapas:

**a) Reconhecimento:** envolve o processo de classificação da ação da natureza econômica. Por exemplo, uma empresa sacrifica recursos investindo em pesquisa e desenvolvimento de novos produtos. Tem-se nesse caso um problema de classificação (...).

**b) Mensuração:** uma vez definida a natureza da ação econômica, é necessário definir qual é sua base de mensuração. Por exemplo, para o caso de ativos fixos de uma empresa, eles devem ser mensurados pelo custo histórico ou pelo custo histórico corrigido? (...).

**c) Evidenciação:** a evidenciação de informações envolve a ação de demonstrar para os usuários externos à organização o processo de reconhecimento e mensuração realizado. Muitas vezes, a empresa realiza a evidenciação de itens que não estão formalmente reconhecidos nas demonstrações. Em outras situações, a evidenciação é complementar ao reconhecimento e mensuração (...).

Diante das etapas expostas acima, o trabalho focará a etapa de evidenciação de acordo com o problema e os objetivos propostos na introdução.

Niyama e Gomes (1996, p. 65) definem:

*Disclosure* [...] diz respeito à qualidade das informações de caráter financeiro e econômico, sobre as operações, recursos e obrigações de uma entidade, que sejam úteis aos usuários das demonstrações contábeis, entendidas como sendo aquelas que de alguma forma influenciem na tomada de decisões, envolvendo a entidade e o acompanhamento da evolução patrimonial, possibilitando o conhecimento das ações passadas e a realização de inferências em relação ao futuro.

Em sentido mais amplo, Yamamoto e Salotti (2006, p. 5) definem a divulgação de informação contábil (*disclosure*):

[...] como aquela que altera o estado da arte do conhecimento de seu usuário em relação à empresa e, a partir de interpretações, a utiliza na solução de problemas, sendo a natureza da informação contábil, entre outras, econômico-financeira, física e de produtividade.

Iudícibus (2004, p.129) faz um resumo das características do *disclosure* contábil:

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

ordenada, deixando o menos possível para ficar de fora dos demonstrativos formais, a fim de propiciar uma base adequada de informação para o usuário.

Com base nesses conceitos, o *disclosure* de informações contábeis deve proporcionar aos seus usuários condições de interpretar a verdadeira situação econômica–financeira, de produtividade e física atuais. As informações contábeis, também, devem ser úteis para a predição futura. Essas informações podem ser efetuadas por intermédio de relatórios anuais, demonstrações contábeis, relatório da administração, notas explicativas e outros.

Para Ludícibus (2004, p. 126), “embora a evidenciação se refira a todo o conjunto de demonstrações contábeis, várias formas de realizar a evidenciação estão disponíveis”:

- A) forma e apresentação das demonstrações contábeis;
- b) informações entre parênteses;
- c) notas explicativas;
- d) quadros e demonstrações suplementares;
- e) comentário do auditor;
- f) relatório da administração.

A estrutura conceitual básica de contabilidade emitida pelo CPC destaca algumas características qualitativas que a informação emanada das demonstrações contábeis deve conter:

**a). Compreensibilidade:** O usuário com um conhecimento razoável de negócios seja capaz de entender a demonstração contábil.

**b) Relevância:** Informações que possam ser úteis para a tomada de decisões econômicas pelos usuários.

**Materialidade:** Toda informação que omitida ou distorcida possa influenciar a decisão econômica – financeira do usuário por meio a demonstrações contábeis.

**c) Confiabilidade:** a informação divulgada deve ser confiável, representando, assim, a verdadeira situação econômica da entidade.

**Representação Adequada:** A informação deve apresentar as transações e outros eventos adequadamente aos critérios de reconhecimento e mensuração, além dos riscos que podem existir nesses critérios.

**Primazia da Essência sobre a Forma:** A informação deve representar as transações pela sua essência econômica.

**Neutralidade:** As informações devem ser divulgadas com neutralidade, ou seja, não devem sofrer influência de julgamento para atingirem algum resultado.

**Prudência:** A informação deve contemplar possíveis incertezas que envolvam o reconhecimento e a mensuração de certos eventos e transações.

**Integridade:** A informação deve ser completa no limite da materialidade e custo.

**d) Comparabilidade:** Os usuários devem ter condições de comparar as demonstrações contábeis de uma entidade ao longo do tempo e entre empresas.

### 2.1.3 Normas de evidenciação no Brasil

Weffort (2005, p. 90) destaca que “As características de um modelo contábil de um país podem ser compreendidas, em partes, pelo modo como a sua sociedade se organiza (instituições)”. O sistema jurídico do país foi utilizado pela autora como representação das instituições, devido as pesquisas comprovarem a influência no modelo contábil. Os principais sistemas jurídicos existentes no mundo são o consuetudinário e o codificado (WEFFORT, 2005).

O sistema consuetudinário (ou *common law*) é originário da Inglaterra, com base no direito costumeiro, com soluções de conflitos caso a caso, por se tratar de um direito elaborado por juízes, tornando a jurisprudência a sua principal fonte (WEFFORT, 2005). Lopes e Martins (2005, p.52) relatam que: “no sistema consuetudinário a regulamentação está mais ligada aos costumes e tradições”.

O sistema codificado, (ou *code Law, civil Law* e Romano) tem origem na Europa continental, criado na época em que o Império Romano estava em seu auge. Inicialmente, era praticado por países que sofriam influência do Império Romano e, posteriormente, pelos que sofriam influência francesa, como Portugal, Espanha,

Alemanha e Itália e, intuitivamente, nos países da América do Sul colonizados por esses países europeus.

As características desse sistema podem ser elencadas como: individualista, fortemente formal e a presença da codificação (WEFFORT, 2005). Lopes e Martins (2005, p.52) ratificam essas características com a seguinte afirmação: “as normas emanam do texto legal. Isto é, para que algo tenha valor é necessário que haja uma menção clara e específica na lei.”

Para Lopes (2002, p.61), “Os países que adotam o sistema *commom law* (direito consuetudinário) têm instituições ou regulamentações completamente diferentes daquelas que adotam o sistema civil *law*”.

Ball, Kothari e Robin, (2000) relacionaram as diferenças entre os dois sistemas:

**Regulamentação:** Nos países que utilizam o sistema *commom law*, as estruturas administrativas são menos regulamentadas do que nos países que utilizam o *civil Law*.

**Estrutura acionária:** Em países que adotaram o sistema *commom law*, o mercado de capitais é mais desenvolvido, como consequência, a assimetria informacional é maior e com isso a contabilidade ganha destaque. Já em países cujo sistema é o *civil law* o controle acionário é mais concentrado e o acionistas tem uma maior participação na direção das empresas.

**Regulamentação Contábil:** Em países que adotam o sistema *civil Law*, a regulamentação contábil é efetuada pelo governo, diferente de países que utilizam o sistema *commom law* que, mesmo tendo o poder de regulamentar a contabilidade, dirigem essa atividade a órgãos independentes.

Diante dessas observações, considera-se nesta pesquisa que o Brasil adota o sistema *civil law*, no qual se tem o controle acionário concentrado<sup>2</sup>, a regulamentação contábil está sendo efetuada pelo governo; como exemplos há: a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, o Conselho Federal de Contabilidade – CFC, o Banco Central do Brasil – BACEN (com o COSIF), e a Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL

---

<sup>2</sup> Ver Assaf, Lima e Araujo (2007)

(com o seu próprio manual de contabilidade e regulação de fatos econômicos) e outros. Nesse cenário o Brasil ainda estava muito atrasado mesmo em relação a países emergentes (MARTINS, MARTINS e MARTINS, 2007). Um primeiro passo para o desenvolvimento da regulação contábil ocorreu em 2005, com a criação do Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC mediante a Resolução CFC nº 1.051/05, em qual os objetivos eram:

“o estudo, o preparo e a emissão de Pronunciamentos Técnicos sobre procedimentos de Contabilidade e a divulgação de informações dessa natureza, para permitir a emissão de normas pela entidade reguladora brasileira, visando à centralização e uniformização do seu processo de produção, levando sempre em conta a convergência da Contabilidade Brasileira aos padrões internacionais”. (RESOLUÇÃO CFC nº 1.051/05)

Em dezembro de 2007, com a promulgação da Lei 11.638, o Brasil teve mais um avanço no processo de harmonização das práticas contábeis internacionais e a desvinculação de aspectos tributários na contabilidade financeira, pois a lei eliminou alguns empecilhos que existiam na Lei 6.404/76 para essa harmonização.

Mesmo com todos esses normatizadores, o nível de *disclosure* das empresas brasileiras é relativamente baixo, de acordo com alguns estudos recentes desenvolvidos como os de: Malacrida e Yamamoto (2006); Alencar (2007); Souza et al. (2008); Murcia e Santos (2009b).

No estudo de Malacrida e Yamamoto (2006), as autoras analisaram o *disclosure* obrigatório e complementar de 43 empresas que compunham o índice Bovespa, o período utilizado na pesquisa foi o de 2002 a 2003, o resultado dessa pesquisa demonstra que a empresa que obteve o maior grau de *disclosure* obrigatório atingiu 83,5% e apenas duas empresas divulgaram 100% das informações complementares.

No estudo de Alencar (2007), a autora utilizou 235 observações entre os anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2005; nesse trabalho, foi desenvolvido um modelo próprio para mensurar o *disclosure*, e os resultados foram 24%, 32%, 42% 46% e 54%, respectivamente, de acordo com os anos pesquisados.

Na pesquisa de Souza, Cruz e Machado (2008), os autores analisaram o nível de *disclosure* voluntário das demonstrações contábeis do exercício de 2006 das empresas de capital aberto da Região Sul do Brasil, nesse estudo foi considerado como métrica de *disclosure* voluntário os seguintes itens: Balanço Social, DFC, DVA, intangíveis e EBITDA. Os resultados encontrados foram de 16,6%, 19%, 14,1%, 20,2% e 30,1%, respectivamente. Outro fato encontrado na pesquisa é que das 107 empresas analisadas 39 ou (36,4%) não divulgaram nenhuma informação além das exigidas por lei.

No estudo de Murcia e Santos (2009b), foi analisado o nível de *disclosure* voluntário das 100 maiores empresas de acordo com a Revista Exame; as demonstrações contábeis analisadas foram as do exercício de 2007 e foi utilizado um modelo com 43 itens para mensurar o nível de *disclosure* voluntário, O resultado foi que a empresa que mais se evidenciou divulgou 83,7% dos itens analisados, porém esse resultado é bem disperso, pois a 10ª empresa que mais divulgou atingiu 58% e também houve empresa que divulgou apenas 11%.

Nas pesquisas de Malacrida (2004) e Malacrida e Yamamoto (2006), são descritos os itens que devem ser evidenciados pelas empresas brasileiras. Para uma validação desses itens para o período dessa pesquisa, foram consultados, também os Ofícios Circulares 01/2006 e 01/2007 da Comissão de Valores Mobiliários, constatando-se que estão em acordo com as exigências para os anos utilizados nessa pesquisa.

No quadro 3 apresentam-se os itens cuja a divulgação é exigida pela legislação brasileira, porém, a partir de 2008, com a adoção dos CPC, esses itens mudaram, não foram demonstradas essas alterações, pois as amostras utilizadas foram as demonstrações contábeis até 31/12/2007.

<b>Informações</b>	<b>Regulamentações</b>
<b>Relatório da administração</b>	
Aquisição de debêntures de sua própria emissão	art. 55 da lei nº 6.404/76
Comentários sobre a conjuntura econômica	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Descrição dos negócios , produtos e serviços	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Direitos dos acionistas e dados de mercado	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Distribuição de dividendos	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Investimentos	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Investimentos em coligadas e controladas	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Negócios sociais e principais fatos administrativos	art.133 da lei nº 6.404/76
Novos produtos	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Participação dos auditores independentes em consultoria	Instrução CVM nº 381/03
Perspectivas e planos para o exercício e os futuros	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Pesquisa e desenvolvimento	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Política de reinvestimentos de lucros	art.118 da lei nº 6.404/76
Proteção ao meio ambiente	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Recursos humanos	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
Reformulações administrativas	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89
<b>Notas explicativas</b>	
Ações em tesouraria	Intruções CVM nºs 10/80 e 390/03
Ajustes de exercícios anteriores	art. 176 da lei 6.404/76, ofício circular CVM/PTE nº 309/86, Nota explicativa nº 59/86 e PO CVM nº 18/90
Arrendamento mercantil -Arrendatário	PO CVM nº 15/87
Ativo diferido	PO CVM nº 18/90
Benefícios a Empregados	Deliberação CVM nº 371/00
Capacidade ociosa	PO CVM nº 24/92
Capital social	art.176 da lei nº 6.404/76 e PO CVM nº4/79
Capital social autorizado	Nota Explicativa nº 59/86
Continuidade normal dos negócios	PO CVM nº 21/90
Créditos Eletrobrás	Deliberação CVM nº 70/89

Continua

Informações	Regulamentações	Conclusão
<b>Notas explicativas</b>		
Critério de avaliação	art.176 da lei nº 6.404/76	
Debêntures	PO CVM nº 21/90	
Demonstrações consolidadas	art. nº 275 da lei nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 247/96	
Dividendos por ação	art. nº 186 da lei nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 59/86	
Dividendos	Parecer de Orientação CVM nºs 15/87;17/89;18/89	
Empreendimentos em fase de implantação	Parecer de Orientação CVM nºs 17/89 e 18/89	
Equivalência patrimonial	art. nº 275 da lei nº 6.404/76 e Instrução CVM nº 247/96	
Eventos subseqüentes	art.176 da lei nº 6.404/76	
Imposto de renda	Deliberação CVM nº 273/98 e instrução CVM nº 371/02	
Imposto de renda na fonte sobre o lucro líquido	PO CVM nº 18/90	
Instrumentos Financeiros	Instruções CVM nº 235/95	
Mudanças de critérios contábeis	art.177 da lei nº 6.404/76	
Obrigações de longo prazo	art.176 da lei nº 6.404/76 e PO CVM nº4/79	
Ônus, garantias e responsabilidade eventuais e contingenciais	art.176 da lei nº 6.404/76 e Nota explicativa nº 59/86	
Opções de compra de ações	art.177 da lei nº 6.404/76	
Programa de desestatização	PO CVM nº 24/92	
Provisão para devedores duvidosos	PO CVM nº 21/90	
Provisão para imposto de renda e incentivos fiscais	Oficio-circular CVM/PTE nº 309/86	
Reavaliação	PO CVM nº 21/90	
Receitas e despesas Financeiras	art. 176 da lei 6.404/76, Deliberação CVM nº 27/86, Nota explicativa nº 59/86	
Remuneração dos administradores	PO CVM nº 4/79	
Reserva de lucros a realizar	PO CVM nº 24/92	
Reserva - detalhamento	Instrução CVM nº 59/86	
Retenção de lucros	Nota Explicativa nº 59/86 e PO CVM nº 18/90	
Seguros	PO CVM nº 15/87	
Transações entre partes relacionadas	Deliberação CVM nº 26/86 e PO CVM nºs 17/89 e 18/90	
vendas ou serviços a realizar	PO CVM nº 21/90	
<b>Demonstrações complementares</b>		
Balanço Social		
Demonstração de fluxo de caixa	PO CVM nº 24/92	
Demonstração do valor adicionado	PO CVM nº 24/92	
Demonstrações em correção monetária integral	PO CVM nº 24/92	
Informações Ambientais		

**Quadro 3. informações que devem ser divulgadas no Brasil**

**Fonte:** Malacrida (2004, p. 47- 91) e Malacriada e Yamamoto (2006, p. 71-72)

As empresas de energia elétrica, além de terem que seguir as normas emitidas pela CVM, Lei 6.404/76, CFC e IBRACON descritas no quadro 3, devem cumprir as determinações constantes do Manual de contabilidade emitido pela ANEEL conforme descrito no quadro 4.

<b>Informações</b>	<b>Regulamentações</b>
<b>Notas explicativas</b>	
Abertura das despesas de: vendas, administrativas e gerais.	Manual de contabilidade ANEEL
Abertura do não resultado operacional	Manual de contabilidade ANEEL
Acordo geral do setor	Manual de contabilidade ANEEL
Aplicações em mercado aberto	Manual de contabilidade ANEEL
Clientes ( descrição por classe )	Manual de contabilidade ANEEL
Comodato	Manual de contabilidade ANEEL
Compensação de variação de custos da parcela "A"	Manual de contabilidade ANEEL
Demonstrar a composição da tarifa por classe de consumo	Manual de contabilidade ANEEL
Demonstrar as projeção de recuperação dos ativos para fins de tarifa	Manual de contabilidade ANEEL
Descrição da energia comprada para revenda MWh e R\$ por supridora	Manual de contabilidade ANEEL
Descrição das fases dos projetos de ampliação e melhoria ano serviço público	Manual de contabilidade ANEEL
Descrição detalhada da despesa com pessoal.	Manual de contabilidade ANEEL
Descrição detalhada da receita de fornecimento e suprimento de energia (número de consumidores, MWh e R\$ por classe)	Manual de contabilidade ANEEL
Divulgar o perfil da dívida e taxa média de juros.	Manual de contabilidade ANEEL
Empreendimentos em conjunto	Manual de contabilidade ANEEL
Estoques	Manual de contabilidade ANEEL
Fornecedores	Manual de contabilidade ANEEL
Fusões, cisões e Incorporações	Manual de contabilidade ANEEL

Continua

Conclusão

<b>Informações</b>	<b>Regulamentações</b>
<b>Notas explicativas</b>	
Gastos com implantação do programa de emergencial de redução de consumo	Manual de contabilidade ANEEL
Imobilizado	Manual de contabilidade ANEEL
Informações da concessão	Manual de contabilidade ANEEL
Informações sobre a revisão tarifária	Manual de contabilidade ANEEL
Informações sobre o diferimento da reposicionamento tarifário	Manual de contabilidade ANEEL
Investimento em economia de energia.	Manual de contabilidade ANEEL
Investimento no progama de LPT	Manual de contabilidade ANEEL
Investimentos em preservação e/ou recuperação do meio ambiente	Manual de contabilidade ANEEL
Mudanças de critérios da revisão tarifária	Manual de contabilidade ANEEL
Obrigações referentes a taxas regulamentares	Manual de contabilidade ANEEL
Participação no resultado	Manual de contabilidade ANEEL
Progamas de desestatização	Manual de contabilidade ANEEL
Provisão para ajuste de recuperação de ativos	Manual de contabilidade ANEEL
<b>Demonstrações</b>	
Demonstração do resultado segregado por atividade	Manual de contabilidade ANEEL
Demonstração do Fluxo de Caixa	Manual de contabilidade ANEEL
Demonstração do valor adicionado	Manual de contabilidade ANEEL
Balanço Social	Manual de contabilidade ANEEL

**Quadro 4. Informações a serem divulgadas de acordo com a ANEEL**

Fonte: ANEEL (2008)

**2.2 Teoria da Firma**

De acordo com Lopes (2004), pela abordagem clássica da firma, o administrador é o proprietário da firma e o principal fornecedor de recursos, ou seja, o principal interessado nas informações seria o próprio detentor delas. Nesse contexto, não existe conflito de agência e assimetria informacional, para o autor a contabilidade, nesse cenário, serviria apenas como um sistema de registros econômicos.

Porém, de acordo com Lopes e Martins (2005), foi quebrado esse paradigma com o surgimento da corporação moderna, aparecendo, assim, empresas com administradores independentes dos proprietários, portanto, assim uma relação de

agência (JENSEN ; MECKLING ,1976). Havendo essa relação, os autores afirmam que existiriam conflitos de agência e assimetria informacional. Healy e Papelu (2001) afirmam que a existência desses dois fatores dificulta a alocação eficiente de recursos nas oportunidades presentes no mercado.

Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como: Um contrato em que uma ou mais pessoas (a principal (s)) contrata outra pessoa (o agente) para a executar algum serviço em seu nome que envolve delegar alguma autoridade para tomada de decisão do agente.

Para Lopes e Martins (2005), de acordo com a teoria contratual da firma a empresa passa a ser vista como um conjunto de contratos entre o principal (empresa) e os agentes que podem contribuir para o interesse da empresa (agentes), recebendo em troca contraprestações, como empregados que contribuem com o trabalho e recebem remuneração; acionistas contribuem com recursos e recebem dividendos e ganhos de capital; fornecedores contribuem com prestação de serviços e produtos e recebem dinheiro, e outros.

Jensen e Meckling (1976) alertam que, como os agentes e o principal querem maximizar suas riquezas, dificilmente terão o mesmo objetivo nas decisões; o agente terá sempre necessidade de maximização de utilidade própria em relação ao capital do principal. Lopes, Carvalho e Texeira (2003) demonstram um exemplo desses diferentes objetivos. No artigo, os autores simulam um caso em que a empresa está próxima da falência: para os administradores seria mais interessante executarem um projeto com maior risco que pudesse salvar seus empregos do que um projeto com menor risco que assegurasse fluxo de caixa para pagar os credores e decretasse a falência, perdendo, assim, seus empregos.

### **2.2.1 Custo de Agência**

Para Martins (2003, p. 25), a definição de custo seria: “o gasto relativo a bem ou serviço utilizado na produção de outros bens e serviços”.

No contexto da teoria contratual da firma, existe a necessidade de monitoramento do principal em relação aos atos dos agentes, que incorrerá em sacrifício de recursos para esse monitoramento denominado de custo de agência

(JENSEN ; MECKLING,1976). Os autores classificam esses custos em duas categorias: custos de monitoramento do principal e custos com cobertura de seguro dos atos do agente.

**Custos de monitoramento** são todos os gastos incorridos pelo principal visando avaliar e restringir o comportamento do agente àquelas ações que atendem melhor seus interesses (do principal), por exemplo, a contratação de empresa de auditoria e de implantação de sistema de informação etc..

**Custos de cobertura de seguro** são gastos incorridos para proteger o principal de atos dos agentes que possa prejudicá-lo.

### 2.2.2 Assimetria informacional

Hendriksen e Van Breda (1999, p.139) definem assimetria informacional como: “informação incompleta, ou seja, quando nem todos os estados são conhecidos por ambas as partes e assim, certas conseqüências não são por elas consideradas.”

Santos et al. (2007) definem informação assimétrica como:

a diferença de informação existente em uma relação contratual entre o agente e o principal em função de uma parte possuir mais informação do que a outra, ou seja, há informação oculta (*hiddeninformation*). Nesse caso, o principal é incapaz de observar o tipo do agente ou não é de seu conhecimento a qualidade dos bens, ou simplesmente o comportamento do agente, por exemplo, na negociação de ações, não são plenamente observáveis, ou seja, existe uma ação oculta (*hidden action*).

De acordo com Sunder (1997) apud Lopes e Martins, (2005, p. 33), a contabilidade possui cinco funções na coordenação dos vários contratos entre a empresa e seus agentes:

- Mensurar a contribuição de cada um dos participantes nos contratos;
- Mensurar a fatia a que cada um dos participantes tem direito do resultado da empresa;
- Informar os participantes a respeito do grau de sucesso no primeiro dos contratos;
- Distribuir informação para todos os potenciais participantes em contratos com a empresa para manter a liquidez de seus fatores de produção;

- Distribuir algumas informações como conhecimento comum (*common knowledge*) para reduzir o custo da negociação dos contratos.

Ludícibus (2004) relata que cada agente tem um objetivo diferente e com isso demandará da contabilidade informações diferentes para cada agente; o autor demonstra os principais interesses de cada agente, como, por exemplo: o acionista minoritário tem interesse no fluxo de dividendos da empresa, já a alta e média gestão se interessam pelos indicadores de *performance*.

Lopes e Martins (2005) descrevem a função da contabilidade dentro da teoria da firma como a de comunicação seletiva dos gestores dos aspectos mais interessantes do comportamento da empresa. Essa seletividade dos gestores existe com finalidade de atingir seus próprios interesses, porém, como destacam Lopes e Martins (p.55, 2005), “os gestores não possuem poder total, e sim, parcial em administrar a informação ofertada para o mercado”.

### 2.3 Teoria da divulgação

Verrecchia (2001) fez um levantamento da literatura contábil existente sobre a teoria da divulgação. E Dye (2001) foi incumbido de criticar o trabalho de Verrecchia.

A discussão inicial seria sobre a existência ou não de uma teoria de *disclosure*. Para Verrecchia (2001, p.98), não existe uma teoria abrangente sobre o *disclosure*:

não há uma teoria da divulgação, abrangente, ou unificada, ou pelo, menos nenhuma sobre a qual me senti confortável para identificá-la. Na literatura não há nenhum paradigma central, nenhuma noção obrigatória que dá origem a todas as pesquisas, nenhuma “teoria” bem integrada (tradução nossa)<sup>3</sup>

Verrecchia (2001) argumenta que seria um objetivo valioso escrever uma teoria sobre o *disclosure*, mas que seu trabalho é mais modesto, sendo uma pequena contribuição para formação de uma teoria, propondo, assim, uma Taxonomia da literatura sobre *disclosure* com três classificações.

Dye (2001) considera a ideia de Verrecchia (2001) como parcialmente correta, para o autor, com as informações obrigatórias, não há mesmo como afirmar a

---

<sup>3</sup> (...)there is no comprehensive, or unifying, theory of disclosure, or at least none that I felt comfortable identifying as such. In the disclosure literature, there is no central paradigm, no single compelling notion that gives rise to all subsequent research, no well - integrated “theory”

existência de uma teoria, devido principalmente ao desenvolvimento de poucas pesquisas sobre o assunto, que é de suma importância para a prática contábil. Já em relação à divulgação de informações voluntárias, Dye (2001, p.184) discorda de Verrecchia (2001), afirmando que o *disclosure* voluntário é um caso especial da teoria dos jogos com a premissa central de que: “Qualquer entidade que pretenda fazer uma divulgação divulgará informação favorável à entidade não vai divulgar informação desfavorável à entidade”<sup>4</sup> (tradução nossa).

As categorias propostas pela taxonomia, nas pesquisas em contabilidade sobre a divulgação de informações proposta por Verrecchia (2001), são:

- Pesquisa sobre divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*);
- Pesquisa sobre divulgação baseada em julgamento (*discretionary-based disclosure*);
- Pesquisa sobre divulgação baseada em eficiência (*efficiency-based disclosure*).

A primeira categoria seria formada pelas pesquisas que analisaram a relação entre a divulgação de informações e os efeitos causados por ela no comportamento dos investidores (assumindo como um processo exógeno); a investigação efetuada por essa categoria seriam, por exemplo, os efeitos que, após a divulgação de informações (*ex post*) causariam nos preços e nos volumes das ações.

A segunda categoria compreende pesquisas que identificaram quais são os fatores (motivos) determinantes do *disclosure*, ou seja, examinam de que forma os gestores e/ou as empresas são influenciados a divulgar determinadas informações, entendendo, assim, que a divulgação é um processo endógeno e *ex post*.

A terceira categoria inclui pesquisas que procuram investigar a existência de formas de divulgar informações preferidas na ausência de informações, ou seja,

---

<sup>4</sup> (...) any entity contemplating making a disclosure will disclose information that is favorable to the entity, and will not disclose information unfavorable to the entity.

aquelas que são incondicionalmente preferidas o momento de ocorrência da divulgação é *ex ante*.

De acordo com Verrecchia (2001, p.100), para a existência de uma teoria da divulgação abrangente deveria:

integrar simultaneamente em sua análise os três elementos da minha taxonomia. Isto é, uma teoria que reconheceria adequadamente as funções de eficiência, incentivos, e da endogeniedade do processo de mercado, uma vez que envolve as interações entre indivíduos e diversifica o bem-estar, maximizando os agentes investidores.<sup>5</sup> (tradução nossa)

Dye (2001) não tem o mesmo entendimento que Verrecchia, pois esse autor os modelos endógenos são a base da teoria, diferente de Verrecchia que entende que tanto os modelos endógenos quanto os exógenos têm a mesma relevância.

## 2.4 Levantamento empírico sobre *Disclosure*

Healy e Papely (2001) efetuaram um levantamento sobre as pesquisas empíricas relacionadas ao *disclosure*. Nesse estudo, encontraram quatro diferentes abordagens: regulação do *disclosure*, intermediários da informação, decisões do *disclosure* e as consequências econômicas do *disclosure*. A terceira e quarta abordagens serão analisadas nesse tópico: a terceira por contemplar o tema proposto neste trabalho e a quarta por, muitas vezes, justificar as decisões de *disclosure*.

As decisões sobre o *disclosure* pelos administradores das empresas são motivadas por seis fatores de acordo com os autores: futuras operações no mercado de capitais, disputa pelo controle corporativo, remunerações dos administradores em ações, custos de litígios, divulgação do talento gerencial e custos dos proprietários.

---

<sup>5</sup> [...] that a truly comprehensive theory of disclosure would integrate simultaneously into its analysis all three elements of my taxonomy. That is, a comprehensive theory would recognize appropriately the roles of efficiency, incentives, and the endogeneity of the market process as it involves the interactions among individual, and diverse, welfare-maximizing investor agents.

O primeiro fato de futura transação no mercado de capitais é causado pelo motivo de os gestores terem necessidade de captar recursos por meio de emissão de ações ou dívida pública, sabendo que os investidores desconfiam de que os gestores tenham informações superiores às deles utilizariam um desconto maior por esse risco de assimetria informacional, com isso os gestores teriam motivações para divulgar mais informações em períodos anteriores a operações no mercado de capitais.

Entre as pesquisas que abordam esse assunto destaca-se a de Lang e Lundholm (1996) que demonstrou que essas divulgações ocorrem seis meses antes das operações. No Brasil, essa variável foi testada por Murcia e Souza (2009) e Murcia e Santos (2009) e nas duas pesquisas, não foram encontrados resultados significativos.

O segundo fato, que é a disputa pelo controle acionário, é descrito pelos autores pela seguinte situação: gestores de empresa que têm uma baixa *performance* nos resultados e nos preços das ações teriam um maior risco de perderem seus cargos e também ocorre a troca do controle acionário; para evitar essa situação, os gestores que obtiveram resultados ruins teriam um maior incentivo em divulgar informações para explicar esses desvios nos resultados.

O terceiro fato é a remuneração com opções de ações. Para os autores, empresas que utilizam essa forma de remuneração estariam sujeitas a divulgar mais informações, pois os investidores externos diminuiriam o valor das ações devido à posição de *insider-trading* dos gestores e também para diminuir o custo dos proprietários na contratação de novos empregados para as empresas.

O quarto fato foi o custo de litígio, nessa abordagem, os autores afirmam que o custo de litígio que os administradores sofreriam por divulgarem informações atrasadas ou incorretas favoreceria ao aumento do *disclosure*. Porém o custo de litígio também pode diminuir a divulgação de informações, principalmente de informações futuras sobre a entidade, pois inibe o gestor, com medo de penalizações.

De acordo com Skinner (1994), citado por Healy e Papely, (2001) as empresas divulgam informações ruins, de longo prazo com antecedência para reduzir o custo de litígio, porém notícias boas não são divulgadas com antecedência, para os autores essa situação se deve ao fato de os gestores entenderem que, no caso de viés entre notícias

boas previamente divulgadas com a que se realizam o julgamento dado pelos órgãos legais para essas informações, seria o mesmo entre má-fé da gestão e mudanças de premissa, ou seja, não haveria distinção entre má-fé e mudança de cenário ou premissas.

O quinto fato descrito pelos autores foi a divulgação de talento, que os administradores têm incentivos de divulgar informações voluntárias ao mercado, pois querem demonstrar suas habilidades de antecipar as informações.

O sexto e último fato descrito pelos autores foi o custo de proprietários. Os autores entendem que a divulgação de informações pode ser reduzida se essa informação trazer informações úteis para a concorrência, perdendo, assim, a competitividade, nessa situação só haveria a divulgação de informação se reduzisse algum custo para empresa, ou seja, haveria uma análise do custo benefício da divulgação dessas informações.

Na visão de Core (2001), a revisão efetuada por Healy e Palepu (2001) teria algumas limitações como: não utilizar uma teoria econômica específica sobre *disclosure* voluntário, não analisar em detalhe a pesquisa empírica e, também, a pouca sugestão para pesquisa futura. A base teórica utilizada no desenvolvimento de sua crítica foi a teoria da firma.

De acordo com Core (2001), a teoria de finanças corporativas prediz que os acionistas com o objetivo de maximizar o valor da firma endogeneamente, otimizam políticas de divulgação, governança corporativa e incentivos gerenciais. Essa decisão de divulgação objetiva uma compensação entre a divulgação de informações e redução de assimetria informacional do custo de capital, custo de litígio, incentivos gerenciais e de proprietário.

Para Core (2001), o *disclosure* obrigatório e as oportunidades de crescimento das empresas são exógenos e as empresas farão *disclosure* voluntário para reduzir o custo de assimetria informacional. Para exemplificar essa situação, o autor mostra um exemplo: uma empresa, com pouca oportunidade de crescimento, teria um baixo custo de assimetria informacional; com isso, o *disclosure* obrigatório supriria essa necessidade para a empresa. Já empresas com oportunidade de crescimento teriam

uma alta assimetria informacional e a qualidade do *disclosure* obrigatório seria baixa e diante desse cenário, essas empresas teriam um maior incentivo para o *disclosure* voluntário.

## **2.5 Estudos anteriores**

### **2.5.1 Estudos Internacionais**

Chow e Wong (1987) examinaram a divulgação voluntária de empresas mexicanas. O objetivo do estudo foi identificar fatores determinantes para a divulgação voluntária dos relatórios anuais. Para a elaboração do instrumento de mensuração do nível de *disclosure*, os autores utilizaram a percepção das empresas de auditoria e áreas de créditos de bancos mexicanos, de quais informações seriam necessárias em uma demonstração contábil. Para o desenvolvimento da pesquisa, foram utilizadas possíveis variáveis com que se explica o nível de *disclosure*: (a) tamanho da firma (valor de mercado mais dívidas); (b) endividamento (dívida sobre patrimônio líquido) e (c) proporção de ativos fixos (proporção de ativo imobilizado líquido de depreciação pelo ativo total). O teste estatístico utilizado foi a regressão múltipla, em que os autores obtiveram os seguintes resultados: o endividamento e a proporção de ativos não têm relação, com isso apenas o tamanho da firma tem relação positiva significativa com o nível de divulgação de informação voluntária das empresas mexicanas.

Aitken, Hooper e Pickering (1997) pesquisaram os determinantes da divulgação do relatório por segmento de 65 empresas Australianas; nesse estudo, foram testadas as seguintes variáveis: segmento (industrial), controle acionário, participações minoritárias, tamanho da empresa, responsabilidade social e endividamento. O resultado encontrado pelos autores foi que empresas do segmento não industrial divulgam mais informações do que as industriais, empresas que têm participações minoritárias divulgam mais informações do que controladoras, o tamanho da empresa também teve relação positiva como o nível de *disclosure*, em que empresas maiores têm um maior índice de divulgação do que empresas menores e também foi encontrada relação positiva com o nível de endividamento.

Ho e Wong (2001) estudaram a relação entre as práticas de governança corporativa e a divulgação voluntária de 98 empresas listadas na Bolsa de Valores de Hong Kong, para o desenvolvimento do instrumento de pesquisa foi utilizado um questionário com os 20 itens de divulgação mais importantes na visão dos analistas de mercado de Hong Kong. O resultado encontrado por eles foi que empresas com comitê de auditoria são mais propensas a divulgar mais informações do que empresas que não têm comitê de auditoria, empresas que têm uma grande proporção de conselheiros pertencentes à família do proprietário tendem a divulgar menos informações. Já para as outras duas variáveis testadas na pesquisa: (a) o fato de o presidente executivo e do conselho de administração serem a mesma pessoa e (b) executivos independentes não tiveram relação significativa.

Ferguson, Lam e Lee (2002) pesquisaram se as características das empresas influenciam na decisão de divulgação de informações financeiras das empresas listadas na Bolsa de Valores de Hong Kong, a amostra utilizada pelos pesquisadores foi de 142 empresas, nos anos de 1995 e 1996, classificadas em 3 categorias de acordo com suas características operacionais e estruturas de capital, assim definidas: “*H-share*” empresas cujas atividades são, na maioria, de infra estrutura na China e/ou controladas por investidores internacionais, e “*red chip*” que são empresa que têm suas atividades em Hong Kong e o controle é de estatais Chinesas e a terceira categoria utilizada na pesquisa foram as demais empresas listadas na Bolsa de Valores Hong Kong que não se enquadraram na duas categorias acima.

As variáveis utilizadas pelos autores foram: ações na (NYSE), nível de governança, tamanho da empresa (logaritmo natural do ativo total), grau de endividamento (Dívida financeira sobre patrimônio líquido), tipo de operação e ações em outras Bolsas de Valores. Os resultados encontrados por Ferguson, Lam e Lee foram que empresas *H-Share* têm um maior nível de divulgação total e de informações financeiras e estratégicas do que as outras empresas listadas na Bolsa de Hong Kong e que as empresas “*red chip*” divulgam menos informações que as *H-Share*. Também, foi encontrada relação positiva entre o Grau de endividamento e tamanho da empresa com o nível de divulgação.

Chau e Gray (2002) estudaram a relação entre o nível de divulgação de informações e estrutura acionária das empresas listadas na Bolsa de Singapura e Hong Kong no ano de 1997, a amostra foi composta de 62 e 60 empresas respectivamente, o método estatístico utilizado foi regressão linear múltipla e testaram as seguintes hipóteses:

H1 Existe relação positiva entre o controle acionário pulverizado e o nível de divulgação.

H2 Existe relação negativa entre o nível de divulgação de informação e o controle acionário familiar.

No modelo de regressão, foram utilizadas as seguintes variáveis: tamanho da empresa, grau de endividamento, tamanho da empresa de auditoria, estrutura acionária e nacionalidade dos clientes. Os resultados encontrados pelos autores são que H1 é aceita apenas para Hong Kong e H2 é aceita tanto para Hong Kong como para Singapura. Com relação a variáveis, foram encontrados resultados iguais para os dois países, estatisticamente significativos foram: relação positiva entre a estrutura acionária e o tamanho da firma com o nível de informação, as demais variáveis não obtiveram significância estatística.

Camfferman e Cooke (2002) pesquisaram se a adoção das normas do (IASB) poderia causar diferenças nas formas de divulgação de informações entre as empresas listadas na Bolsa de Valores Londres e Amsterdam; para desenvolverem sua pesquisa, os autores analisaram 161 relatórios financeiros anuais do exercício de 1996 de cada Bolsa de Valores, totalizando 322 observações. Para isso, os autores formularam duas hipóteses:

H1 A abrangência da divulgação de informação pelas empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres para cumprir as normas requeridas pela União Europeia (IASB) será melhor do que das empresas listadas na Bolsa de Amsterdam.

H2 O grau de associação entre os fatores específicos das empresas com a divulgação de informações [Tipo setorial (comércio, serviços, manufatura e conglomerados), Tamanho, margem de lucro, grau de endividamento, liquidez corrente, Retorno sobre patrimônio líquido, tamanho da empresa de auditoria] serão diferentes.

Para a operacionalização da primeira hipótese foi efetuada pelos autores uma análise entre os dois países para os seguintes fatores: requisitos legais, padrões de contabilidade e regulação e cumprimento da regulação do sistema financeiro.

Os resultados encontrados pelos autores foram que as empresas listadas na Bolsa de Valores de Londres teriam uma maior abrangência na divulgação de informações do que as listadas na Bolsa de Amsterdam, ou seja, aceita-se H1.

Já para a segunda hipótese de relação entre *disclosure* e características da empresa, os resultados encontrados foram os seguintes: para empresas listadas na Bolsa de Amsterdam foram encontrados os seguintes resultados: relação negativa para o setor comércio e relação positiva com o tipo setorial conglomerado, tamanho da empresa, grau de endividamento e liquidez corrente; já para as empresas listada na Bolsa de Londres foram encontrados os seguintes resultados: relação positiva com tipo conglomerado e manufatura, tamanho da empresa e auditoria.

No quadro 5 , apresenta-se um resumo dos principais resultados encontrados nos estudos internacionais sobre fatores determinantes do nível de *disclosure*, em que são demonstradas as variáveis testadas, os sinais encontrados, o países onde foram efetuadas as pesquisas e os autores da pesquisa. As variáveis que mais foram testadas e apresentaram significância foram: tamanho que é apresentada em 5 estudos dos 6 pesquisados e endividamento em que dos 6 estudos apresentado 3 deles foram observados com uma variável que obteve significância; também, destaca-se que a maioria teveum resultado de acordo com o esperado pela teoria, porém as variáveis desempenho (CAMFFEMAN e COOKE (2001) ) e existência de comitê de auditoria (HO e WONG (2001) ) não obtiveram o sinal esperado pela teoria, mostrando-se uma relação negativa com o nível de *disclosure*.

Variável	Sinal	País	Estudo
Comitê de auditoria	+	Hong Kong	Ho e wong (2001)
Controle acionário centralizado	-	Hong Kong	Chau e Gray (2002)
Endividamento	+	Holanda, Austrália e Hong Kong	Camfferman e Cooke (2002), Aikten, Hooper e Pickering (1997) e Ferguson, Lam e Lee (2002).
Existência de comitê de auditoria	-	Hong Kong	Ho e wong (2001)
Liquidez corrente	+	Holanda	Camfferman e Cooke (2002)
Desempenho	-	Inglaterra	Camfferman e Cooke (2002)
Tamanho	+	Holanda, Inglaterra, México, Austrália, Hong Kong e Hong Kong	Camfferman e Cooke (2002), Chow e Wong (1987), Aikten, Hooper e Pickering (1997), Ferguson, Lam e Lee (2002) e Chau e Gray (2002).
Tamanho da empresa de Auditoria	+	Inglaterra	Camfferman e Cooke (2002)
Segmento Comércio	-	Holanda	Camfferman e Cooke (2002)
Segmento Conglomerado	+	Inglaterra e Holanda	Camfferman e Cooke (2002)
Segmento manufatura	+	Inglaterra	Camfferman e Cooke (2002)
Segmento não indústrias	+	Austrália	Aikten, Hooper e Pickering (1997)

**Quadro 5. Resultados encontrados nos estudos internacionais.**

**FONTE:** Elaborado pelo autor

### 2.5.2 Estudos Brasileiros:

Lanzana (2004) investigou a relação entre o nível de *disclosure* de informações e as práticas de governança corporativa. Nesse estudo, a autora utilizou duas amostras: uma de 161 e outra de 58 empresas, em que a primeira amostra é composta de todas as empresas não financeiras listadas na BOVESPA, em 2002, que tivessem uma liquidez mínima de 0,002% da ação com maior liquidez, e a segunda amostra é extraída da primeira, mantendo apenas as que divulgaram o relatório anual.

Para desenvolvimento do trabalho foram criadas as seguintes variáveis: percentual de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador (BLOC), diferença entre o percentual de ações ordinárias e o de ações totais pelo acionista controlador (DIF), tamanho do conselho de administração (CONS), percentual de conselheiros independentes sobre o total de membros do conselho de administração (INDEP) e se o conselho de administração e a empresa são presididos pela mesma pessoa (PRES).

As variáveis de controle utilizada para a pesquisa foram: tamanho da empresa, alavancagem, liquidez, Q de Tobin, retorno de investimento e retorno operacional.

Os resultados encontrados por Lanzana (2004) foram, que a variável (DIF) mostrou uma relação de substituição, ou seja, empresas com controle centralizado procuram ser mais transparentes como uma forma de substituir os princípios de governança corporativa. Já a variável (INDEP) mostrou uma relação de complemento à governança corporativa, uma vez que empresas com uma maior proporção de conselheiros independentes tende a divulgar mais informações. Com relação às demais variáveis independentes, não se mostraram significativas a 95% de confiança.

Salotti (2005) examinou os motivos da divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa – DFC, por empresas listadas na BOVESPA no período de 2000 a 2004 (de sua amostra foram excluídas as empresas financeiras, energéticas e de participações) em um total de 794 observações durante o período pesquisado. O autor propôs as seguintes hipóteses para serem testadas em seu trabalho:

H1. O nível de divulgação tem correlação positiva com o desempenho da empresa.

H2. O nível de divulgação tem correlação negativa com os custos de divulgação.

H3. O nível de divulgação tem correlação positiva com o nível de assimetria informacional entre os investidores externos e a empresa.

H4. O nível de divulgação tem correlação positiva com a importância dada pela firma às percepções dos *outsiders*.

H5. O nível de divulgação tem correlação positiva com o nível passado de divulgação.

A pesquisa empírica foi desenvolvida mediante de testes univariados de diferenças de médias e multivariadas, por meio de modelos de regressão logística. As variáveis utilizadas nos modelos foram: Desempenho da empresa, custo de divulgação, nível de assimetria informacional, nível passado de divulgação e percepção dos *outsiders*, e, como variável de controle, foi utilizada se a empresa tinha ADR.

Os resultados encontrados por Salotti (2005) são de relação positiva da divulgação do DFC com nível passado de divulgação, percepção dos *outsiders* e desempenho da empresa e uma relação negativa com custo de divulgação e assimetria informacional. A variável de controle ADR ,igualmente, tem relação positiva com a divulgação do DFC.

A pesquisa de Goldner (2006) tinha como objetivo principal de seu estudo analisar a aderência dos bancos brasileiros às normas de *disclosure* e, como objetivo secundário, identificar fatores que poderiam influenciar a divulgação, além das solicitadas pelos órgãos normatizadores (CVM, BACEN e CFC). O período da pesquisa foi de 2000 a 2004 com 28 bancos totalizando 124 observações.

O nível de *disclosure* foi medido por meio de um modelo desenvolvido pelo autor , que utilizou como referência o de Botosa (1997), Lanzana (2004), Bryan (1997), Hail (2003), Capelletto (2004), Poshakwale e Courtis (2005). A ferramenta estatística utilizada para o desenvolvimento do teste empírico foi a regressão com dados em painel. De acordo os objetivos traçados pelo autor, foram elaboradas as seguintes hipóteses:

HG: Os grandes bancos brasileiros evidenciam em suas demonstrações contábeis e financeiras dentro das exigências legais brasileiras;

HS1: Bancos que estão inseridos em algum nível de Governança Corporativa da Bovespa possuem *Disclosure* além do exigido pelas determinações legais brasileiras;

HS2: Bancos, que emitem ADRs (*American Depositary Receipts*), e também publicam US-GAAP, possuem *Disclosure* além do exigido pelas determinações legais brasileiras;

HS3: Bancos que possuem um Conselho de Administração Independente com membros que não sejam somente funcionários do Banco possuem *Disclosure* além do exigido pelas determinações legais brasileiras.

A análise dos dados foi feita mediante modelo de regressão que se utilizou das seguintes variáveis independentes: emissão de ações (se tinha ou não ações na

BOVESPA); adesão a algum tipo nível de governança; ADR; percentual de conselheiros independentes e se o conselho de administração e a empresa são presididos pela mesma pessoa. E as variáveis de controle adotadas foram: Tamanho da empresa, Rentabilidade (ROE e ROA), alavancagem e ano (o autor justifica a utilização dessa variável pelas mudanças de normas contábeis ocorridas no período da pesquisa).

O autor encontrou uma relação positiva entre o nível de *disclosure* com as variáveis emissões de ações, práticas de governança corporativa, emissão de ADR e independência do conselho e com as variáveis de controle tamanho da empresa e rentabilidade. Já com relação ao teste de aderência às normas, o autor conclui que as publicações não estão de acordo com as normas de contabilidade sobre divulgação de informações, essa conclusão é apoiada no resultado de que poucos Bancos atingiram nível de publicação acima de 50%. Com isso, chega-se aos seguintes resultados para as Hipóteses: rejeita-se HG e aceitam-se HS1, HS2 e HS3.

Alves e Lima (2008) analisaram a existência de relação entre o *disclosure* e a reputação corporativa de todas as empresas não financeiras que tiveram suas ações negociadas em todos os dias de pregão no período de 2000 a 2004, resultando em uma amostra de 23 empresas em um total de 115 observações.

Para a validação empírica da pesquisa, os autores utilizaram como modelo de mensuração do nível de *disclosure* voluntário o utilizado por Lima, G. (2007), para a mensuração da reputação corporativa foi utilizado o modelo de excelência empresarial criado pelo projeto Maiores e Melhores da Revista Exame.

A ferramenta estatística utilizado foi a de regressão com dados em painel, com as seguintes variáveis: *disclosure* voluntário (dependente), como independente a reputação corporativa, e de controle foram: tamanho da empresa; desempenho e emissão de ADR.

Os resultados encontrados por Alves (2008) e Lima foram de relação positiva entre a reputação corporativa e o tamanho da empresa com o *disclosure* voluntário. E as variáveis de controle: desempenho e ADR não se mostram estatisticamente significativas.

Pereira (2008) investigou a relação entre o lucro contábil e o *disclosure* das demonstrações financeiras das empresas de capital aberto do setor de materiais básico do exercício de 2006; sua amostra foi de 52 empresas.

O modelo utilizado para medir o nível de *disclosure* foi o desenvolvido por Lanzana (2004), adicionando os itens da deliberação CVM nº 488 de 2005, as variáveis utilizadas pela autora foram: Lucro (*dummy* em que se obteve lucro (1) não obteve (0)); tamanho da empresa (logaritmo natural da receita líquida); identidade do acionista controlador (1 se fosse uma empresa privada nacional, 0 se não fosse) e governança (adesão aos níveis de governança da BOVESPA ou não).

A regressão linear múltipla foi utilizada como a ferramenta estatística para o teste empírico. Os resultados encontrados foram de que as empresas que obtiveram lucro têm um maior nível de *disclosure* em relação às que obtiveram prejuízos; com relação às variáveis de controle, todas demonstraram relação positiva com o nível de *disclosure*.

Braga, Oliveira e Salotti (2009) pesquisaram os determinantes do nível de divulgação ambiental nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras, Para isso, os autores utilizaram uma amostra 108, resultado dos seguintes requisitos: todas as empresas não financeiras e com ações na BOVESPA do *ranking* das 500 maiores empresas do projeto maiores e melhores de 2007 da Revista Exame. Parei Aqui

Após definida a amostra os autores analisaram as demonstrações contábeis do exercício de 2006, mediante da técnica de análise de conteúdo; para alcance dos seus objetivos os autores propuseram as seguintes hipóteses:

H1. O tamanho da empresa influencia positivamente o nível de divulgação ambiental.

H2. O desempenho da empresa influencia positivamente o nível de divulgação ambiental.

H3. O endividamento da empresa influencia positivamente o nível de divulgação ambiental.

H4. A riqueza criada pela empresa influencia positivamente o nível de divulgação ambiental.

H5. A natureza da atividade da empresa influencia o nível de divulgação ambiental

H6. A origem do controle acionário da empresa influencia o nível de divulgação ambiental.

H7. A participação da empresa em segmentos diferenciados de governança corporativa da Bovespa influencia o nível de divulgação ambiental.

As ferramentas estatísticas utilizadas foram os testes de correlação e de diferença de médias, que resultaram nas seguintes conclusões: as hipóteses 1, 4 e 5 foram aceitas, já a 2,3, 6 e 7 foram rejeitadas.

Murcia e Souza (2009) investigaram os fatores determinantes da divulgação de informações ambientais e sociais das 100 maiores empresas não financeira com ações listadas na BOVESPA, e, para a mensuração dos níveis de *disclosure* ambiental e social, foram utilizadas as demonstrações contábeis do exercício de 2007.

As hipóteses desenvolvidas pelos autores foram:

H1. As empresas auditadas por "Big Four" tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais que as empresas auditadas por outras empresas de auditoria.

H2. As empresas com maior nível de alavancagem financeira tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais que as empresas com menor nível de alavancagem financeira.

H3. As empresas listadas na Bolsa de Nova York (NYSE) tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais que as empresas listadas apenas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA).

H4. As empresas que emitiram ações no ano de 2008, tendem a divulgar mais informação social e ambiental que as empresas que não.

H5. As empresas com maior nível de rentabilidade tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais do que as empresas com menor nível de rentabilidade.

H6. Empresas que têm menor concentração de propriedade tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais do que as empresas com maior concentração de propriedade.

H7. Empresas controladas pelo Estado tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais do que as empresas com maior concentração de propriedade.

H8. As empresas com melhores práticas de governança corporativa tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais do que outras empresas.

H9. Empresas maiores tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais do que as pequenas empresas.

H10. Empresas do Setor Elétrico tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais que as empresas de outros setores.

H11. As empresas que participam do Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) da Bovespa tendem a divulgar mais informações sociais e ambientais do que as empresas que não participam.

A ferramenta estatística utilizada foi a de regressão linear múltipla no qual os autores desenvolveram dois modelos; o primeiro contemplou todas as variáveis utilizadas para as 11 hipóteses, porém as variáveis: sustentabilidade, auditoria, ações e controle acionário não foram estatisticamente significativas a 90%. Com isso, foi efetuado o segundo modelo apenas com as variáveis significativas e o resultado foi que todas as variáveis se mantiveram significantes, com as seguintes conclusões; as hipóteses 3,5,7,9,10 e 11 são aceitas, a hipótese 2 foi rejeitada, já as hipóteses 1,4,6 e 8 não foram estatisticamente significativas.

Lima, E. (2009) analisou fatores determinantes da divulgação de informações pelas instituições de ensino superior filantrópicas do Brasil. Para isso, em sua tese, o autor desenvolveu um modelo de mensuração, mediante a percepção dos elaboradores das informações, a coleta de dados foi por meio das informações que

devem ser enviadas ao Ministério da Justiça e as informações disponíveis no *site* das instituições do exercício de 2007. A amostra foi de 144 instituições, para o teste estatístico foi utilizada a regressão linear múltipla. As hipóteses desenvolvidas foram:

H1. O tamanho da instituição está relacionado ao índice de *disclosure* da IESFB.

H2 .A alavancagem financeira está associada ao índice de *disclosure* da IESFB.

H3.A localização da instituição está relacionada ao índice de *disclosure* da IESFB.

H4. A gratuidade realizada pela instituição está relacionada ao índice de *disclosure* da IESFB.

H5.Os benefícios fiscais estão associados ao índice de *disclosure* da IESFB.

H6. As subvenções estão associadas ao índice de *disclosure* da IESFB.

Os resultados das regressões indicaram um baixo poder explicativo (R<sup>2</sup>) do modelo não superando o valor de 0,15. Para o autor, os resultados podem derivar de poucas pesquisas sobre o tema em instituições de ensino, proporcionando, assim, dificuldades para os pesquisadores em desenvolver um modelo. Enfim, as hipóteses aceitas foram: 4 e 6; as demais foram rejeitadas.

No quadro 6, apresentam-se os resultados dos estudos brasileiros sobre determinantes o nível de *disclosure*, em que são apresentadas as variáveis estudadas que mostraram significância, o sinal obtido e os autores. Destaquem-se as variáveis Tamanho, Desempenho e Emissão de ADR, que, dos 8 estudos pesquisados, são apresentadas com resultado significativo 6, 3 e 3 respectivamente. Observe-se que a maioria dos estudos apresentados obtiveram resultados em linha com o esperado pela teoria, contrariando essa afirmação, ter-ser-iam as variáveis: “centralização de controle acionário” de Lanzana (2004) que apresentou relação negativa com *disclosure*. Um ponto de destaque é a variável endividamento que demonstrou relação negativa no estudo de Murcia e Souza (2009) e relação positiva no estudo de Lanzana (2004),

esses achados demonstram que essa variável não teria uma relação com *disclosure* definida, esse relação indefinida é também encontrada em estudos internacionais.<sup>6</sup>

Váriável	Sinal	Estudo
ADR	+	Salotti (2005), Goldner (2006) e Murcia e Souza (2009)
Assimetria informacional	-	Salotti (2005)
Atividade	+	Braga, Oliveira e Salotti (2009)
Avaliação pelo mercado	+	Lanzana (2004) e Salotti (2005)
Controle acionário centralizado	-	Lanzana (2004)
Controle estatal	+	Murcia e Souza (2009)
Desempenho	+	Lanzana (2004), Salotti (2005) e Braga, Oliveira e Salotti (2009)
Divulgação anterior	+	Salotti (2005)
Divulgação de Lucro	+	Pereira (2008)
Emissão de ações	+	Goldner (2006)
Endividamento	+	Lanzana (2004)
Endividamento	-	Murcia e Souza (2009)
Nível de governança - BOVESPA	+	Goldner (2006) e Pereira (2008)
Gratuidade*	+	Lima (2009)
Nacionalidade da empresa	+	Lanzana (2004) e Pereira (2008)
Nº de conselheiros independentes	+	Lanzana (2004) e Goldner (2006)
Rentabilidade	+	Murcia e Souza (2009)
Reputação corporativa	+	Alves e Lima (2008)
Subvenção**	+	Lima (2009)
Tamanho	+	Lanzana (2004), Alves e Lima (2008), Pereira (2008), Braga, Oliveira e Salotti (2009) e Murcia e Souza (2009)
Tamanho	-	Salotti (2005)
Segmento Energia elétrica	+	Murcia e Souza (2009)

**Quadro 6. Resultados encontrados nos estudos nacionais.**

\* Instituições sem fins lucrativos que fornecem serviços gratuitos tem um maior nível de disclosure do que as demais

\*\* Instituições sem fins lucrativos que recebem subvenção tem um maior nível de disclosure do que as demais.

**FONTE:** Do autor

<sup>6</sup> Ver a secção 3.5.3 Endividamento em que são descritos alguns estudos que justificam essa afirmação.

### **3. METODOLOGIA**

#### **3.1 Tipo e abordagem da pesquisa**

De acordo Cervo, Bervian e Silva (2007, p. 61), a pesquisa descritiva “observa, registra, analisa e correlaciona fatos ou fenômenos (variáveis) sem manipulá-los, procura descobrir, com maior precisão possível, a frequência com que um fenômeno ocorre, sua relação e conexão”. Para Gil (1999, p. 44), as pesquisas explicativas “são aquelas que têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos”. Tendo em vista que essa pesquisa tem por objetivo principal encontrar fatores que fazem os administradores divulgarem informações por meio das demonstrações contábeis e o objetivo específico de demonstrar a evolução do nível de *disclosure* durante os anos pesquisados, o tipo de pesquisa deste estudo seria a descritiva e explicativa.

Para Richardson (1999, p.70) a abordagem quantitativa:

caracteriza-se pelo emprego de quantificação, tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas, por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples, como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão etc..

A abordagem desta pesquisa foi quantitativa, uma vez que utilizou dados numéricos para as variáveis e tratamentos estatísticos para a validação das hipóteses estabelecidas.

#### **3.2 Instrumento de coleta de dados**

O instrumento para a coleta de dados utilizada para esta pesquisa foi a análise documental, e, de acordo com Marconi e Lakatos (2003, p. 174), “[...] a fonte de coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias”.

Os documentos utilizados nesta pesquisa foram as demonstrações contábeis das empresas pesquisadas dos exercícios de 2003 a 2007 disponibilizadas no *site* da CVM e extraídas pelo programa DIVEXT disponibilizado pela mesma

autarquia mencionada acima. Diante desses dados, foram elaborados os índices de *disclosure* e grande parte das variáveis.

### **3.3 Seleção e coleta de dados**

A amostragem utilizada nesta pesquisa é definida como não probabilística por julgamento (ou intencional); neste tipo de pesquisa, é o julgamento do autor que define os critérios para selecionar a amostra (HAIR et al., 2005). Ainda de acordo com Hair et al. (2005), esse tipo de amostragem reduz o poder conclusivo e não provoca a generalização dos resultados para outras pesquisas, fazendo com isso que esta pesquisa não possa ser generalizada para outros setores da economia.

A seleção da amostra desta pesquisa foi efetuada segundo os seguintes critérios: primeiro, todas as empresas do setor de energia elétrica brasileiro de capital aberto, que apresentaram demonstração contábil em pelo menos 2 anos no período de 2003 a 2007; o segundo critério foi a eliminação de empresas que possuem participações minoritárias e o terceiro critério foi a eliminação das empresas que apresentaram suas demonstrações individuais e suas controladoras apresentavam demonstrações consolidadas permanecendo apenas as informações consolidadas.

O primeiro critério foi utilizado pelo fato de que essa pesquisa utilizou dados em painel, logo o número mínimo de períodos (anos) são 2 (GUJARATI, 2006, p.21) e (WOOLDRIDGE, 2006, p.10).

A utilização de demonstrações consolidadas foi um critério utilizado nesta pesquisa por considerar que as demonstrações contábeis consolidadas apresentam uma melhor situação da empresa, conforme destacam: Ludícibus, Martins e Gelbcke (2003, p. 461):

A leitura de demonstrações contábeis não consolidadas de uma empresa que tenha investimentos relevantes em outras perde muito de sua significação, pois essas demonstrações não fornecem elementos completos para o real conhecimento e entendimento da situação financeira em sua totalidade e do volume total das operações.

Diante desses critérios as empresas pesquisadas e seus respectivos anos pesquisados estão descritos no Quadro 7.

Nome da Empresa	Anos pesquisados				
	2003	2004	2005	2006	2007
1 AES SUL DISTRIB GAUCHA DE ENERGIA S.A.					
2 AES TIETE S.A.					
3 AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.					
4 CIA BRASILIANA DE ENERGIA - CEB					
5 CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT					
6 CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.					
7 CIA ENERGÉTICA DE GOAIS - CELG					
8 CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR					
9 CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG					
10 CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO					
11 CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE					
12 CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL					
13 CPFL ENERGIA S.A.					
14 ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.					
15 CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS					
16 ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.					
17 EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.					
18 EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	x	x			
19 Energisa MG					
20 DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.					
21 LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.					
22 NEOENERGIA S.A.					
23 REDE ENERGIA S.A.					
24 TRACTEBEL ENERGIA S.A.					
25 CTEEP - CIA TRANS. ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA					

X = Anos que não foram pesquisados

#### Quadro 7. Empresas pesquisadas

### 3.4 Método e Técnica de análise de dados

A análise de dados tem como objetivo organizá-los de uma forma que possa permitir o fornecimento de resposta ao problema estabelecido (GIL, 2007). Diante disso, o método de análise dos dados foi realizado por meio da ferramenta estatística denominada regressão com dados em painel.

#### 3.4.1 Ferramenta estatística: Regressão com dados em Painel

A análise com dados em painel compreende duas dimensões: uma transversal, representada pelas empresas, e uma longitudinal, representada pelo tempo. Assim, têm-se informações de mais de um indivíduo ao longo de um período de tempo.

Segundo Gujarati (2006), nos modelos estatísticos de dados em painel, a mesma unidade de corte transversal é acompanhada ao longo do tempo (corte longitudinal).

Os modelos de séries temporais analisam apenas um elemento ao longo do tempo enquanto os modelos de corte transversal consideram vários indivíduos em um dado momento. A utilização de dados em painel permite a observação de relações dinâmicas que não podem ser obtidas apenas com dados transversais (CASTRO JUNIOR, 2008; BALTAGI *apud* GUJARATI, 2006). Além disso, permite controlar a heterogeneidade presente nos indivíduos, ou seja, controlar o efeito de variáveis não observadas.

A utilização de dados em painel permite ainda o uso de um número maior de observações do que seria possível se fossem utilizados apenas dados transversais ou apenas dados longitudinais (Baltagi *apud* Gujarati, 2006). Com isso, há um maior número de graus de liberdade (o número de observações é dado pela multiplicação do número de períodos analisados com o número de indivíduos) e mais variabilidade, o que diminui a colinearidade entre as variáveis explicativas.

No entanto, uma de suas limitações corresponde ao fato de que os dados em painel exigem um grande número de observações, sendo mais difíceis de serem implementados.

Segundo Castro Junior (2008), a característica de um painel do tipo curto é o grande número de observações e poucos instantes de tempo (período de tempo pequeno). Normalmente, o painel tipo curto é o mais utilizado devido ao custo para se obterem-se as informações ou à falta delas no passado.

Nesta pesquisa, os indivíduos são representados por 25 empresas do setor de energia elétrica de capital aberto, observadas ao longo de cinco anos. Como uma das empresas possui informações apenas sobre 3 anos, este painel pode ser considerado desbalanceado.

De acordo com Lima, G. (2007), a análise de dados em painel possui 3 abordagens: efeito *pooling*, efeito fixo e efeito aleatório.

No efeito *pooling* ou também denominado efeito combinado, tanto o intercepto quanto os coeficientes angulares são idênticos para todas as empresas durante todo o período de tempo, o que pode distorcer a verdadeira relação entre a variável dependente e a independente. Esse modelo é dado pela seguinte equação:

$$y = \beta_0 + \beta_1 x + e$$

em que:  $y$  é a variável dependente;  $\beta_0$  é o intercepto;  $\beta_1$  é o coeficiente angular;  $x$  é a variável independente e  $e$  é o termo erro.

No entanto, o efeito *pooling* produz muitos coeficientes, tem pouca fiabilidade e não contempla a existência de interdependência entre as medidas individuais, isto é, não leva em consideração a presença de heterogeneidade nãoobservada (MARQUES, 2000).

Todavia, nesta pesquisa, considera-se possível que características não observadas das empresas possam influenciar os regressores. Nesse caso, as duas outras abordagens (modelos de efeitos fixos e modelos de efeitos aleatórios) são mais adequadas aos objetivos deste trabalho.

O objetivo do modelo de efeitos fixos é controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre os indivíduos, mas são constantes no tempo, isto é, ele é utilizado quando existem variáveis não observadas que provavelmente afetam o valor da variável dependente. Dessa forma, o intercepto é correlacionado com as variáveis explicativas em qualquer período de tempo.

A equação abaixo mostra essa relação:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_{1i} x_{it} + e_{it}$$

Note que o subíndice  $i$  dos coeficientes mostra que eles podem diferir entre os indivíduos, mas não ao longo do tempo. Uma forma de permitir que o intercepto varie entre as empresas é a inclusão de variáveis *dummy*.

Esse modelo é robusto em relação à omissão de regressores que sejam invariantes no tempo e que sejam não-observáveis ou difíceis de medir e é estimado utilizando-se os Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Além disso, ele pressupõe que as medidas de erro possuem distribuição normal, variância constante e não são correlacionadas (DUARTE *et al*, 2007).

Para verificar se as suposições sobre o modelo são adequadas, testa-se se os interceptos são diferentes entre os indivíduos, por meio da estatística F. Adotou-se como parâmetro de rejeição da hipótese nula um nível de significância de 0,05, ou seja, se o *p-value* da estatística F for inferior a 0,05, concluí-se que os interceptos não são todos iguais, satisfazendo à suposição do modelo (DUARTE *et al*, 2007).

O modelo de efeitos aleatórios possui as mesmas suposições do modelo de efeitos fixos, mas há uma diferença em relação ao tratamento do intercepto. O modelo de efeitos aleatórios trata o intercepto como uma variável aleatória, ou seja, supõe-se que as empresas fazem parte de uma amostra aleatória da população total. Dessa forma, o intercepto é composto por duas medidas: uma que capta a diferença entre as empresas (intercepto do modelo de efeitos fixos) e outra que reflete o intercepto populacional. Além disso, os termos de erro podem estar correlacionados ao longo do tempo e ao longo das unidades (LIMA, G. 2007).

Nesse caso, o melhor método de estimação dos parâmetros é o Método dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), uma vez que existe correlação entre os erros da mesma empresa em diferentes períodos de tempo (DUARTE *et al*, 2007).

Para verificar se as suposições sobre o modelo são adequadas, utilizou-se o multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan (teste LM de Breusch-Pagan), calculado por meio da equação abaixo:

$$LM = \frac{NT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^n \left[ \sum_{t=1}^T e_{it} \right]^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right]^2$$

A hipótese nula desse teste é de que a variância da heterogeneidade não observada (heterocedasticidade dos termos de erro) é igual a zero. Caso a hipótese nula seja rejeitada, o modelo de efeitos aleatórios é adequado (DUARTE *et al*, 2007).

Para se decidir entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios, utiliza-se o teste de Hausman, calculado da seguinte forma:

$$H = \left( \hat{\beta}_{EA} - \hat{\beta}_{EF} \right)' \left( \sum_{EF} - \sum_{EA} \right)^{-1} \left( \hat{\beta}_{EA} - \hat{\beta}_{EF} \right)$$

em que o  $b_i$  é o estimador da  $i$ -ésima variável por efeito fixo;  $\beta_i$  é o estimador da  $i$ -ésima variável por efeito aleatório;  $VAR(b_i)$  é a estatística do coeficiente fixo e  $VAR(\beta_i)$  é a estatística do coeficiente do efeito aleatório.

A hipótese nula é de que o efeito não observado (intercepto do modelo de efeitos fixos) não está correlacionado com as variáveis explicativas. Caso a hipótese nula seja aceita, o melhor método é o de efeitos aleatórios.

Após os cálculos dos modelos de regressão, procedeu-se ao diagnóstico dos modelos estimados. A linearidade da função de regressão foi mensurada por meio da significância da estatística  $t$  de Student dos coeficientes beta ( $\beta$ ) dos modelos. Eles deveriam apresentar significância ( $p$ -value) inferior a 0,10 (10%).

Inicialmente, criaram-se, também 4, variáveis *dummy* de ano e utilizou-se o teste de Wald para verificar sua relevância no modelo. O objetivo do teste era verificar se os parâmetros das variáveis *dummy* eram conjuntamente iguais a zero. Nesse caso, não haveria importância estatística para mantê-las no modelo, de forma que se poderia dizer que essas variáveis não são capazes de capturar fatores macroeconômicos que podem ter afetado as empresas no período analisado.

### 3.5 Conceituação das variáveis

#### 3.5.1 Nível de *disclosure*

O nível de *disclosure* de uma empresa não é algo que possa ser medido diretamente, necessitando, assim, de uma *proxy* para mensuração. Diante disso, nesse trabalho, foi adaptado o índice criado por Alencar (2007) em sua tese.

Alencar (2007) construiu seu índice a partir do desenvolvido por Botosan (1997), adaptando para realidade brasileira.

O índice de *disclosure* foi dividido em 6 dimensões: informações gerais sobre a empresa, relações com empregados e administradores, informações não financeiras sobre mercado, vendas e produtos, projeções, discussões e análises de dados financeiros e outras informações.

As adaptações efetuadas no modelo de Alencar (2007) para o modelo utilizado nesta pesquisa foram as seguintes: a) inserção da **questão 35** que analisa a divulgação de informações de qualidade dos serviços (DEC<sup>7</sup>, FEC<sup>8</sup> e Perdas<sup>9</sup>), que também podem contribuir para a predição dos fluxos de caixas futuros das empresas, pois esses indicadores fazem parte da formação das tarifas; b) a eliminação dos itens que são obrigatórios (legislações ou ANEEL) que tiveram sua divulgação efetuada por todas as empresas em todos os anos pesquisados. Após esses ajustes, o índice de *disclosure* utilizado nesta pesquisa foi o descrito no Quadro 8 :

---

<sup>7</sup> DEC - indica o tempo médio em que as unidades consumidoras ficaram sem energia.

<sup>8</sup> FEC - Indica o número de vezes em média que ocorreu interrupção no fornecimento das unidades consumidoras.

<sup>9</sup> PERDAS – Seria a diferença entre a quantidade de energia injetada no sistema e quantidade de energia faturada.

<b>Informações gerais sobre a empresa</b>
1. Há descrição das principais metas corporativas para o futuro?
2. As metas estão expressas de forma quantitativa (quantidades, valores, percentuais)?
3. Os mercados estão descritos de forma quantitativa?
4. Os eventos mais importantes estão descritos de forma quantitativa?
<b>Relações com Empregados e Administradores</b>
5. A quantidade de empregados foi informada?
6. Os investimentos em treinamento e desenvolvimento gerencial estão descritos de forma quantitativa?
7. Outras informações a respeito de empregados (turno de trabalho, grau de satisfação, valor adicionado por empregado, produtividade, etc.) estão descritas de forma quantitativa?
8. Existe informação a respeito da remuneração paga a administradores?
<b>Informações não financeiras sobre Mercado, Vendas e Produtos</b>
9. A participação da empresa no mercado foi informada?
10. Foi informado o crescimento nas vendas em quantidade, ou há uma série histórica (3 ou mais anos) que permita calcular o crescimento?
11. Foi informado dados da revisão ou reajuste tarifário do ano corrente?
<b>Projeções</b>
12. Informou vendas projetadas para o próximo exercício?
13. Informou vendas projetadas para mais de um exercício?
14. Informou lucros projetados para o próximo exercício?
15. Informou lucros projetados para mais de um exercício?
16. Informou fluxo de caixa projetado para o próximo exercício?
17. Informou fluxos de caixa projetados para mais de um exercício?
18. Informou investimentos em pesquisas e desenvolvimento e outros ativos intangíveis projetados?
19. Informou participação de mercado projetada?
<b>Discussões e análises de dados financeiros</b>
20. Apresentou uma série histórica do valor das vendas (3 anos ou mais)?
21. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas vendas?
22. Apresentou uma série histórica do custo dos produtos e serviços vendidos (3 anos ou mais)?
23. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nos custos dos produtos e serviços vendidos?
24. Apresentou uma série histórica de lucros (3 anos ou mais)?
25. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nos lucros?
26. Apresentou uma série histórica do valor das despesas administrativas e comerciais (3 anos ou mais)?
27. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas despesas administrativas e comerciais?
28. Apresentou uma série histórica de receitas e despesas financeiras (3 anos ou mais)?
29. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas receitas e despesas financeiras?
30. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações em outro grupo de contas (contas a receber, estoques, receitas e despesas não operacionais, etc.)?

continua

conclusão
<b>Outras Informações</b>
31. Apresentou uma série histórica (3 anos ou mais) com o percentual de Retorno sobre o Ativo Total (ou ROA)?
32. Apresentou uma série histórica (3 anos ou mais) com o percentual de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ou ROE)?
33. Apresentou uma série histórica (3 anos ou mais) com o Giro dos Ativos?
34. Apresentou detalhamento de Cálculo dos Impostos?
35. Apresentou uma série histórica (3 anos ou mais) de indicadores de qualidade (DEC, FEC, Perdas) ?

#### **Quadro 8 - Índice de nível de Disclosure**

Fonte: Adaptado de Alencar (2007)

Os critérios utilizados para mensurar o nível de *disclosure* foram os seguintes: 1 se a empresa divulgou a informação de um item aplicável e, 0 se não o fez, assim o nível de *disclosure* é obtido pela divisão entre a soma dos itens divulgados pelo total de itens aplicáveis a serem divulgados, por exemplo, caso uma empresa divulgue 15 itens em que são aplicáveis a ela 32 seu nível de divulgação seria de 46,88% (15 / 32).

Para questões as 20, 23, 25, 27 e 29, foi adotado o seguinte critério se a empresa divulgou explicações das oscilações do ano corrente da divulgação, por exemplo, na demonstração de 2007 da divulgação a empresa deveria apresentar pelo menos a explicação das variações do ano de 2006 para 2007, caso isso ocorra foi atribuído 1 ponto e 0 para as que não fizeram.

A fonte de dados para a mensuração dessa variável foram as demonstrações contábeis disponibilizadas no *site* da CVM por meio do programa DIVEXT.

### **3.5.2 Rentabilidade**

***H0(1). Empresas com maior rentabilidade possuem um maior nível de disclosure do que empresas com menor rentabilidade.***

Para as empresas não incorrerem em custo de avaliação uniforme, ou seja, as empresas com “melhor qualidade” e as de “pior qualidade” serem avaliadas da mesma forma, os administradores teriam incentivo em divulgar seus desempenhos para diferenciar entre as “boas” e “más” diminuindo, assim, o risco da seleção adversa (AKERLOF, 1970).

A variável rentabilidade foi utilizada em alguns estudos como o de Lev e Penman (1990), Lang e Lundholm (1993), Clarkson, Kao, Richardson (1994) e Labelle (2002). Eles utilizaram a *proxy* ROE e não encontraram relação significativa. No Brasil, essa variável foi testada no estudo de Lanzana (2004) com a *proxy* margem EBIT<sup>10</sup> e encontrou relação positiva com o nível de *disclosure*. O ROE é encontrado em diversos estudos como uma *proxy* para rentabilidade, porém nessa pesquisa não foi utilizado, pois na amostra há algumas empresas com o patrimônio líquido negativo.

Com isso, nessa pesquisa será testada a *proxy* margem EBIT (resultado operacional / receita líquida), em que serão utilizados os números disponíveis na base de dados da Economatica.

### 3.5.3 Endividamento

***H0(2). Empresas com maior nível de endividamento possuem um maior nível de disclosure do que empresas com menor nível de endividamento.***

Empresas que possuem maior endividamento, conseqüentemente estão mais expostas a custo de agência e de assimetria de informações.

De acordo com Leftwich, Watts e Zimmerman (1981), a relação entre tomadores de créditos (empresas) e os financiadores externos de capital (instituições financeiras) seria uma relação de agência em que os administradores seriam agentes e os financiadores o principal, tendo, assim, o problema da assimetria informacional, pois o gestor da empresa teria mais informações sobre a empresa do que o financiador, nesse sentido o custo de empréstimos seriam mais elevados, pois contemplaria os problemas da assimetria informacional e de agência.

Diante disso Bushman e Smith (2001) e Lambert, Leuz e Verrechia (2006) relatam que o *disclosure* poderia reduzir o custo de capitação das empresas, algumas pesquisas como a de Sengupta (1998), Majundar e Sengupta (2005) e Lima, G. (2007) demonstraram relação negativa significativa entre custo de capital de terceiros e *disclosure*.

---

<sup>10</sup> EBIT = *Earnings Before Interest and Taxes*, resultado antes dos Juros e Impostos sobre a Renda.

Conforme descrito no parágrafo acima, poder-se-ia assumir que o *disclosure* teria associação ao nível de endividamento, uma vez que as empresas divulgariam informações com a intenção de reduzir seus custos de captação, porém, quando se analisam os estudos empíricos depara-se com os mais diversos resultados, entre eles alguns demonstram relação positiva como os de Mitchell, Chia e Loh, 1995, Hossain, Berera e Rahman, 1995 e Lanzana 2004, outros não apóiam esses resultados. Assim, Mckinnon e Dalimunthe (1993), Aitken, Hooper e Pickering (1997), Brennan e Hourigan (2000), Chau e Gray (2002), Goldner (2006) e Murcia e Santos (2009a) não encontraram relação entre nível de endividamento e o nível de *disclosure*, foi também encontrada relação negativa como o Meek, Roberts e Gray, (1995). Os resultados não são conclusivos.

Para essa pesquisa foram testadas as seguintes *proxies*: (Dívida financeira / patrimônio líquido), (Dívida financeira / ativo total), (Dívida financeira líquida / patrimônio líquido) e (Dívida financeira líquida / ativo total). Em que a dívida financeira, são os empréstimos e financiamentos contraídos de instituições financeiras e dívida financeira líquida seria a dívida financeira deduzida das disponibilidades<sup>11</sup>, que são o saldo de caixa, bancos e aplicações financeiras. Essas *proxies* foram retiradas da base de dados da Económica.

#### **3.5.4 Tamanho da Empresa.**

***H0(3). Empresas maiores possuem um maior nível de disclosure do que empresas menores.***

O tamanho da empresa é tido como uma hipótese que fundamenta a divulgação de informações embasada em pelo menos três linhas de pensamento: maior benefício do que empresas menores, custo político e custo de divulgação.

As empresas maiores tendem a divulgar mais informações do que empresas de menor porte (DIAMOND, 1985), (DIAMOND E VERRECHIA, 1991) e (LANG e LUNDHOLM, 1993). A fundamentação dessa ideia é que as empresas maiores obteriam maiores benefícios do que as menores com a divulgação de informações, pois

---

<sup>11</sup> Disponibilidades é a soma dos saldos de caixa, banco e aplicações financeiras de liquidez registradas no ativo circulante.

facilitariam seu ingresso em novos mercados e, com isso, atrairiam maiores investidores, que estão interessados em empresas maiores; os gestores de empresas maiores acreditariam mais nessa crença do que os gestores de empresas menores, com isso são incentivados a divulgar mais informações.

Watts e Zimmerman (1986) argumentam que empresas maiores estão mais expostas ao público do que empresas menores, atraindo, assim, a atenção dos mercados e do governo, para os autores essa exposição seria denominada de custos políticos. Com base nessas afirmações, essas empresas estariam sujeitas a maiores pressões políticas devido ao impacto que suas ações poderiam causar na economia. Com isso, empresas maiores estariam mais propensas a terem um maior nível de *disclosure*.

De acordo com Verrechia (2001), se não existisse custo de divulgação, as empresas fariam *disclosure* total de informações, diante dessas afirmações empresas maiores teriam maiores condições de diluir esses custos do que empresas menores, fundamentando a ideia do custo de divulgação. Goldner (2006), Ho e Taylor (2007) e Pereira (2008) testaram essa variável e encontraram relação positiva significativa com *disclosure*. Para essa pesquisa foram testadas duas *proxies*: o logaritmo natural do ativo total e da receita líquida. O valor da receita líquida e do ativo total foram calculados a partir dos dados disponibilizados na base da Economática.

### 3.5.5 Controle acionário

***H0(4). Empresas com controle acionário mais pulverizado possuem um maior nível de disclosure.***

Empresas que têm o controle acionário mais concentrado estão menos suscetíveis ao problema de assimetria informacional (LOPES ; MARTINS, 2005), pois nessas empresas a administração e os acionistas com participação relevante de ações são mais próximos ou muitas vezes o mesmo, ou seja, o administrador necessita de informações estratégicas para tomar decisões sobre o negócio, como esses acionistas participam da gestão, teriam informações diretamente da empresa (ARCHAMBAULT ; ARCHAMBAULT, 2003). Porém as empresas que têm um controle acionário diluído, estão expostas ao conflito de agência, pois mais disperso está o proprietário do gestor

(DEPOERS, 2000). E, no Brasil, essa relação se agrava por ter ações com direitos de voto diferente do direito dos fluxos de caixa, ou seja, acionistas com menores participações poderiam gerir o fluxo de caixa (LANZANA 2004). O *disclosure* serviria para diminuir a assimetria informacional.

Para operacionalizar essa variável, foi utilizada a seguinte *proxy*: quantidade de ações totais detidas pelo acionista controlador dividida pelo total de ações da empresa; a mensuração dessa *proxy* foi efetuada mediante Informações Anuais (IAN) disponibilizados no *site* da CVM com o uso do programa DIVEXT.

### **3.5.6 Emissão de ações.**

***H0(5). Empresas que emitiram ações e/ou debêntures têm um maior nível de disclosure no ano anterior do que as que não emitiram.***

As percepções dos investidores sobre uma companhia que fará emissão de dívida ou de ações são importantes para os gestores dessas empresas. (HEALY ; PALEPU, 1993, 1995), assumindo que o gestor dessas empresas tem um nível de informação superior ao dos possíveis investidores sobre as ações futuras da empresa. (HEALY ; PALEPU, 2001). Myers e Majluf (1984) alerta que não resolvendo esse problema de assimetria informacional, os atuais acionistas dessas empresas que emitirão títulos de dívida e/ou capital serão onerados, ou seja, as ações serão subavaliadas. Para Schrand e Verrecchia, (2005), a subavaliação no momento da oferta pública é medida pela diferença entre o preço que a empresa espera pelo título e o preço de fechamento da ação no primeiro dia de emissão. Com isso os gestores dessas empresas que pretendem emitir títulos estariam mais incentivados a evidenciar informações para reduzir a assimetria informacional, reduzindo, assim, os custos de emissão de títulos da empresa.

De acordo com Healy e Palepu (2001), os gestores poderiam reduzir os custos de capital com o aumento da divulgação, porém dependendo das divulgações das empresas incorreria em custo associado à credibilidade da divulgação. Para fundamentar essa situação, os autores destacam os estudos de Lang e Lundholm, (1993, 1996).

No estudo de Lang e Lundholm (1993), constatou-se que os níveis de *disclosure* das empresas que emitiram títulos são elevados no presente e após a emissão. Já na pesquisa de Lang e Lundholm (1996) que analisou o *disclosure* apenas das empresas que emitiram títulos, constatou que o nível de *disclosure* se eleva aproximadamente seis meses antes da emissão, principalmente para fatos de que as empresas têm uma maior descrição.

No estudo, Healy, Hutton e Palepu (1999) encontram uma relação com aumento do *disclosure* em períodos subsequentes à emissão de títulos. Entretanto, de acordo com Healy e Palepu (2001), a emissão de títulos não são eventos isolados, tornando, assim, difícil avaliar se a decisão dos gestores em divulgar informações é causada por operações no mercado de capitais.

Por esse motivo, foi inserido, no modelo de regressão essa variável para avaliar se, no Brasil ela se comporta como nos estudos internacionais, conforme descritos acima. Para mensuração dessa variável, foi utilizada a ferramenta da econometria para identificar a emissão de ações, já com relação à emissão de debêntures foram pesquisadas no site mantido pela ANDIMA<sup>12</sup>.

### 3.5.7 Tamanho da empresa de auditoria

**H0(6). Empresas que são auditadas por “*Big four*” teriam um nível de *disclosure* superior ao das demais empresas.**

De acordo com Archambault e Archambault (2003), companhias auditadas por grandes empresas de auditoria sofrem influência das auditorias para terem qualidade no nível de *disclosure* nas suas demonstrações, proporcionando, assim, que essas companhias divulguem mais informações. Assim, de acordo com Murcia e Santos (2009a, p.7) “empresas de auditoria pertencentes ao seleto grupo das ‘Big Four’ (KPMG, PricewaterhouseCoopers, Deloitte Touche Tohmatsu e Ernst&Young) tendem a não se associar a clientes com um nível baixo de evidênciação”. Os mesmos autores destacam, também, que essas empresas de auditoria, por serem empresas

---

<sup>12</sup> ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro, mantém o *site*: [www.debentures.com.br](http://www.debentures.com.br), com informações sobre as debêntures emitidas no Brasil.

internacionais de grande porte, estão expostas a um maior risco de litígio do que empresas menores.

Frost, Gordon e Pownall (2008) destacam que os profissionais das empresas de auditorias “Big Four” teriam um maior conhecimento dos princípios de contabilidade e normas de divulgação de informações no mercado de capitais, com isso empresas auditadas por esses profissionais estão mais propensas a terem um maior nível de *disclosure*.

A mensuração dessa *proxy* foi efetuada nas demonstrações contábeis disponibilizadas no *site* da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

### 3.5.8 Oportunidade de Crescimento

**H0(7). Empresas que possuem uma maior oportunidade de crescimento teriam um nível de *disclosure* superior às demais empresas.**

Para Smith e Watts (1992) e Gaver e Gaver (1993) apud Lanzana (2004), empresas em fase de crescimento teriam um maior nível de assimetria informacional e maiores custos de agência, apoiando, assim, a ideia de Core (2001, p. 443) que as empresas farão *disclosure* voluntário para reduzir o custo de assimetria informacional. Para o autor, uma empresa com pouca oportunidade de crescimento teria um baixo custo de assimetria informacional, com isso, o *disclosure* obrigatório supriria essa necessidade para as empresas. Já empresas com oportunidade de crescimento teriam uma alta assimetria informacional e a qualidade do *disclosure* obrigatório seria baixa, diante desse cenário essas empresas teriam um maior incentivo para o *disclosure* voluntário. No estudo de Lanzana (2004), foi utilizada a variável oportunidade de crescimento por meio da *proxy* Q de Tobin, porém não apresentou relação significativa.

Foi encontrado, nos estudos de Brito, Corrar e Batistella (2007) e Nakamura et al. (2007) a *proxy* variação da receita líquida para a variável oportunidade de crescimento, já no estudo de Jorge e Armanda (2001) foi utilizada a variação no ativo como *proxy* para a variável oportunidade de crescimento.

Nesse estudo, foi utilizada apenas a *proxy* variação anual do ativo permanente, pois por se tratar de empresas reguladas em que a receita líquida sofre influência dos

mecanismos de reajuste tarifário, a utilização dessa *proxy* poderia trazer distorções nos resultados. Para a mensuração dessa variável será utilizada a variação das adições ativos permanentes disponibilizados na base de dados da Economatica.

### **3.6 Variáveis de controle:**

#### **3.6.1 Identidade do Acionista Controlador (IDENTIDADE)**

Segundo Lanzana (2004, p.78), “a literatura sobre *disclosure* constata que a origem do acionista controlador pode influenciar fortemente no nível de *disclosure* da empresa”. Nesse contexto, a autora fornece um exemplo de uma empresa em que o acionista controlador fosse uma empresa pública; nesse caso, estaria mais propenso a divulgar mais informações do que de uma empresa privada, pois teria um “papel social” na sociedade.

A variável identidade do acionista controlador foi inserida como uma variável de controle, pois, no estudo de Lanzana (2004), foi encontrada relação positiva com o nível de *disclosure*. Porém, no estudo de Pereira (2008), não foi encontrada relação significativa entre a variável identidade e *disclosure*. Diante disso, foi testada essa variável no modelo dessa pesquisa.

Para a identificação do controle acionário foi efetuado um levantamento no relatório anual (IAN) disponibilizado pela CVM em seu sistema DIVEXT. em que foi utilizada a variável binária: 1 para empresa no qual o controlador é uma empresa pública e 0 para empresa na qual o controlador é uma empresa privada.

#### **3.6.2 Nível de governança**

De acordo com Leuz (2006), empresas localizadas em países em que as estruturas institucionais são caracterizadas pela fraca proteção aos acionistas, possuem dificuldade de captar recursos. De acordo com Murcia e Santos (2009a), o Brasil se enquadra nessa estrutura. Com isso, as empresas necessitam demonstrar aos investidores que possuem instrumentos que possam diminuir essa insegurança. A adoção das melhores práticas de governança corporativa é um exemplo.

A variável adoções das práticas de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) pelas empresas Brasileiras com ações listadas na BOVESPA, foi testada nos estudos de Beuren e Gallon (2006), Lanzana (2004) e Murcia e Santos (2009 a) que analisaram a relação entre *disclosure* e adesão aos níveis de governança corporativa.

No estudo de Lanzana (2004), foi encontrada uma relação negativa entre nível de *disclosure* e governança, esse resultado é justificado pela autora porque as empresas que não aderem a níveis de governança têm a divulgação de informações como uma ferramenta de compensação. Com isso, os níveis de *disclosure* são maiores para as empresas que não aderiram.

Já a pesquisa de Beuren e Gallon (2006) analisou se as empresas que aderem aos níveis de governança teriam um nível de *disclosure* diferente, o resultado encontrado foi que, em média, o nível de divulgação das empresas participantes de algum nível de governança é igual ao das empresas que não aderiram, Porém na pesquisa de Murcia e Santos (2009a), foi encontrada relação positiva entre empresas que aderiam a algum nível governança corporativa da BOVESPA com o *disclosure*. Com isso, nota-se que os resultados não são uniformes, variando de acordo com a amostra e os anos pesquisados, com o objetivo de capturar alguma explicação dessa variável com relação ao nível de *disclosure*, foi inserida como uma variável de controle nessa pesquisa.

A operacionalização da variável ADR nesse estudo foi por meio de uma *dammy* em que, se a empresa no ano analisado participou de alguns dos níveis de governança foi atribuído 1 e 0 caso contrário, para a mensuração dessa variável foi consultado o *site* BOVESPA.

### **3.6.3 ADR**

A adesão a um mercado internacional faz com que as empresas que o fizeram tenham que se adaptar às políticas desses mercados. De acordo com Meek, Roberts e Gray (1995), empresas, com ações em países além do seu de origem, teriam maior pressão para uma melhor divulgação de informações do que empresas que tenham ações apenas em seus países de origem.

No estudo de Silveira, Bruni e Famá (2004), são encontradas evidências que as empresas brasileiras as quais emitiram ADRs têm, em média, um melhor nível de governança corporativa do que as empresas brasileiras não aderentes e empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA. Outra abordagem que justifica essa variável é de que empresas com dupla listagem teriam um maior acompanhamento dos analistas que proporcionaram um aumento na qualidade das informações divulgadas pelas empresas, facilitando, assim, a predição dos fluxos futuros pelos investidores. (LANG LINS e MILLER, 2004).

Diante disso, utilizou-se uma *dummy*, em que foi atribuído 1 para empresas que tenham ADRs nos anos analisados e 0 para as que não têm. Para a mensuração dessa variável foi utilizado o *site* da Bolsa de Valores de Nova York<sup>13</sup>.

#### **3.6.4 Ações listadas na BOVESPA**

A inserção dessa variável ocorre porque na amostra dessa pesquisa há empresas que têm ações na BOVESPA e outras que não têm, com isso as empresas que têm ações listadas teriam uma maior necessidade de reduzir a assimetria informacional, evitando, assim, a seleção adversa.

A operacionalização dessa variável foi por intermédio de uma *dummy* em que se estabeleceu o valor 1 para as empresas que têm ações listadas na BOVESPA e 0 para as que não têm. Os dados foram mensurados através do relatório anual (IAN) disponibilizado pela CVM em seu sistema DIVEXT e no *site* da BOVESPA.

No Quadro 9 abaixo, são descritos os dados do modelo de regressão como : a variável testada, *proxy* utilizada, bem com a fonte dos dados da pesquisa.

---

<sup>13</sup> [http://www.nyse.com/about/listed/lc\\_all\\_region\\_4.html?country=7](http://www.nyse.com/about/listed/lc_all_region_4.html?country=7)

Variável	descrição	Proxy	Fonte
Disc	Nível de disclosure	Número de itens evidenciados / total de itens aplicáveis	Demonstrações Contábeis -DIVEXT
Rent	Rentabilidade	Resultado operacional/ Receita líquida	Base de dados da Económica
Endiv	End1	Dívida Financeira / Patrimonio líquido	
	End2	Dívida Financeira / Ativo	
	End3	Dívida Financeira líquida / Patrimonio líquido	
	End4	Dívida Financeira líquida / Ativo Total	
Tam	Tam1	Logaritmo Natural do Ativo Total	
	Tam2	Logaritmo Natural da receita Líquida	
Acio	Controle acionário	Nº de ações detidas pelo acionista controlador / número total de ações da empresa	Informações Anuais (IAN) - DIVEXT
Emi	Emissão de títulos	1 se emitiu títulos (ações e debentures) no ano posterior ao analisado e 0 se não o fez	Base de dados da Económica e site ANDIMA
Aud	Auditoria	1 se a empresa foi auditado por alguma <i>Big Four</i> e 0 se Negativo	Demonstrações Contábeis -DIVEXT
Cresc	Oportunidade de crescimento	Varição anual dos investimentos	Base de dados da Económica
Indent	Identidade do acionista controlador	1 se for publico e 0 se for privado	Informações Anuais (IAN) - DIVEXT
Gov.C	Governança Corporativa	1 se a empresa tem algum nível de governança da Bovespa e 0 se não tem	Site Bovespa
Adr	American Depositary Receipt	1 se a empresa tem ADR e 0 se não tem	Site NYSE
BOV	Ações na BOVESPA	1 se a empresa tem ações listadas na BOVESPA e 0 se não tem	Informações Anuais (IAN) - DIVEXT e site da BOVESPA

**Quadro 9. Descrição das variáveis do modelo**

Fonte: Do Autor

#### 4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esse capítulo tem como objetivo descrever os resultados encontrados nesta pesquisa. Ele será dividido em três seções: a 4.1 traz a evolução do nível de *disclosure* nos anos pesquisados; a seção 4.2 demonstra a estatística descritiva das principais variáveis utilizadas no modelo; Em seguida, a seção 4.3 discute os resultados encontrados nas regressões com dados em Painel.

##### 4.1 Evolução do nível de *disclosure*

Os índices de *disclosure* foram mensurados para as 25 empresas objeto deste estudo para os anos 2003 a 2007, conforme a seção 3.3, resultando em 123 observações.

A evolução média dos índices de *disclosure* mensurados para as 25 empresas consideradas na amostra são descritos na tabela 1, demonstrando um pequeno crescimento no índice geral e da maioria das dimensões no período de 2003 a 2006, porém em 2007 sofre uma pequena queda. Isso ocorre principalmente pelo fato de a Companhia Energética de Brasília (CEB) ter reduzido seu nível de *disclosure* médio de 0,421 (2003 a 2006) para 0,108 em 2007, isso pode ser explicado pelo fato de que, a partir de 2006, a CEB deixou de ser uma empresa operacional e passou a ser uma *holding*, desde de então, seu índice de *disclosure* reduziu-se. Quando excluída a CEB no ano de 2007, há um índice médio total para o ano de 0,46.

**TABELA 1 - Evolução da Média do Índice de *Disclosure***

<b>Índice de Disclosure</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
Informações gerais sobre a empresa	0,500	0,500	0,500	0,500	0,500
Relações com Empregados e Administradores	0,615	0,604	0,730	0,710	0,690
Informações não financeiras sobre Mercado, Vendas e Produtos	0,514	0,542	0,560	0,587	0,613
Projeções	-	-	-	-	-
Discussões e análises de dados financeiros	0,591	0,606	0,578	0,607	0,578
Outras Informações	0,476	0,482	0,514	0,474	0,491
<b>Total</b>	<b>0,430</b>	<b>0,437</b>	<b>0,450</b>	<b>0,451</b>	<b>0,445</b>

O Grupo de Informações gerais sobre a empresa permaneceu com uma média de 50% de divulgação para todos os anos pesquisados conforme descrito na tabela 2, em que os itens que tratam de perspectivas futura não são divulgados por nenhuma empresa em todos os anos pesquisado.

**TABELA 2 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de *Disclosure* - Informações Gerais**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Informações gerais sobre a empresa</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>	<b>50%</b>
1.Há descrição das principais metas corporativas para o futuro?	0%	0%	0%	0%	0%
2.As metas estão expressas de forma quantitativa (quantidades, valores, percentuais)?	0%	0%	0%	0%	0%
3.Os mercados estão descritos de forma quantitativa?	100%	100%	100%	100%	100%
4. Os eventos mais importantes estão descritos de forma quantitativa?	100%	100%	100%	100%	100%

O grupo relação com empregados e administradores é o grupo que corresponde ao maior percentual de divulgação. A tabela 3 detalha os percentuais de divulgação de cada item desse grupo, nota-se uma pequena queda nos anos de 2006 e 2007, porém, com relação ao período 2003 a 2007, há uma evolução de 12%.

**TABELA 3 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de *Disclosure* - Relações com Empregados e Administradores**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Relações com Empregados e Administradores</b>	<b>61,5%</b>	<b>60,4%</b>	<b>73,0%</b>	<b>71,0%</b>	<b>69,0%</b>
5. A quantidade de empregados foi informada?	95,8%	95,8%	96,0%	92,0%	92,0%
6. Os investimentos em treinamento e desenvolvimento gerencial estão descritos de forma quantitativa?	66,7%	66,7%	76,0%	80,0%	72,0%
7. Outras informações a respeito de empregados (turno ver, grau de satisfação, valor adicionado por empregado, produtividade, etc.) estão descritas de forma quantitativa?	37,5%	41,7%	68,0%	60,0%	56,0%
8. Existe informação a respeito da remuneração paga a administradores?	45,8%	37,5%	52,0%	52,0%	56,0%

Na tabela 4, são descritos os índices médios de divulgação do grupo Informações não financeiras sobre mercado, vendas e produtos. Nela, há uma evolução

nos itens divulgados de 19,6%, destacando-se a variação positiva de 44% da divulgação de séries históricas de vendas. Entretanto, não há divulgação da participação da empresa no mercado nos anos de 2003 a 2004 e muito baixa no período de 2005 a 2007.

**TABELA 4 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de *Disclosure* - Informações Não financeiras sobre Mercado, Vendas e Produtos**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Informações não financeiras sobre Mercado, Vendas e Produtos</b>	51,4%	54,2%	56,0%	58,7%	61,3%
9. A participação da empresa no mercado foi informada?	0,0%	0,0%	4,0%	4,0%	4,0%
10. Foi informado o crescimento nas vendas em quantidade, ou há uma série histórica (3 ou mais anos) que permita calcular o crescimento?	58,3%	62,5%	64,0%	72,0%	84,0%
11. Foi informado dados da revisão ou reajuste tarifário do ano corrente ?	95,8%	100,0%	100,0%	100,0%	96,0%

O grupo relativo a projeções não apresentou nenhuma divulgação a respeito da projeção de vendas, fluxo de caixa, investimentos ou participação de mercado por todas as empresas em todos os anos pesquisados. Uma hipótese levantada para esse nível de divulgação é de que as empresas entendam isso como informação estratégica em que a divulgação possa prejudicar sua competitividade.

**TABELA 5 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de *Disclosure* - Projeções**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Projeções</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
12. Informou vendas projetadas para o próximo exercício?	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
13. Informou vendas projetadas para mais de um exercício?	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
14. Informou lucros projetados para o próximo exercício?	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
15. Informou lucros projetados para mais de um exercício?	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
16. Informou fluxo de caixa projetado para o próximo exercício?	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
17. Informou fluxos de caixa projetados para mais de um exercício?	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
18. Informou investimentos em pesquisas e desenvolvimento e outros ativos intangíveis projetados?	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
19. Informou participação de mercado projetada?	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Já a respeito das discussões e análises de dados financeiros, demonstrados na tabela 6, verifica-se que a divulgação de explicações sobre as variações ocorridas na demonstração de resultado é superior a divulgação de séries históricas de dados. Essa diferença pode ocorrer pelo fato de ter sido considerado com um item divulgado se a empresa apresenta, pelo menos 3 anos de séries histórica, já para as explicações das variações não foram estipuladas uma quantidade mínima, ou seja, havendo apenas explicação da variação de um ano para o outro foi considerado como um item divulgado.

**TABELA 6 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de *Disclosure* - Discussões e análises de dados Financeiros**

	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Discussões e análises de dados financeiros</b>	<b>59,1%</b>	<b>60,6%</b>	<b>57,8%</b>	<b>60,7%</b>	<b>57,8%</b>
20. Apresentou uma série histórica do valor das vendas (3 anos ou mais)?	58,3%	58,3%	64,0%	80,0%	68,0%
21. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas vendas?	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	96,0%
22. Apresentou uma série histórica do custo dos produtos e serviços vendidos (3 anos ou mais)?	0,0%	0,0%	4,0%	0,0%	4,0%
23. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nos custos dos produtos e serviços vendidos?	100,0%	100,0%	100,0%	96,0%	92,0%
24. Apresentou uma série histórica de lucros (3 anos ou mais)?	29,2%	37,5%	32,0%	44,0%	40,0%
25. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nos lucros?	87,5%	91,7%	76,0%	84,0%	84,0%
26. Apresentou uma série histórica do valor das despesas administrativas e comerciais (3 anos ou mais)?	4,2%	4,2%	8,0%	8,0%	8,0%
27. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas despesas administrativas e comerciais?	91,7%	95,8%	92,0%	92,0%	88,0%
28. Apresentou uma série histórica de receitas e despesas financeiras (3 anos ou mais)?	8,3%	8,3%	12,0%	8,0%	8,0%
29. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas receitas e despesas financeiras?	91,7%	91,7%	80,0%	80,0%	80,0%
30. Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações em outro grupo de contas (contas a receber, estoques, receitas e despesas não operacionais, etc.)?	79,2%	79,2%	68,0%	76,0%	68,0%

No grupo outras informações, verifica-se que as empresas não se preocupam em divulgar informações sobre rentabilidade, pois apenas uma empresa divulgou ROA, ROE e giro dos ativos durante os anos pesquisados<sup>14</sup>.

**TABELA 7 - Percentuais de Respostas Positivas às Questões do Índice de *Disclosure* - Outras Informações**

	2003	2004	2005	2006	2007
Outras Informações	47,6%	48,2%	51,4%	47,4%	49,1%
31. Apresentou uma série histórica (3 anos ou mais) com o percentual de Retorno sobre o Ativo Total (ou ROA)?	0,0%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%
32. Apresentou uma série histórica (3 anos ou mais) com o percentual de Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ou ROE)?	4,2%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%
33. Apresentou uma série histórica (3 anos ou mais) com o Giro dos Ativos?	4,2%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%
34. Apresentou detalhamento de Cálculo dos Impostos?	91,7%	83,3%	96,0%	92,0%	88,0%
35. Apresentou uma série histórica (3 anos ou mais) de indicadores de qualidade (DEC, FEC, Perdas) ?	84,2%	84,2%	95,0%	70,0%	85,0%

<sup>14</sup> Destaque-se um alto nível de divulgação de demonstração do fluxo de caixa atingindo os patamares de 84% em 2007. Isso pode ser explicado pelo fato de a ANEEL exigir a divulgação do fluxo de caixa, mesmo tendo a discussão de que a ANEEL teria ou não essa autonomia percebe-se um nível superior de divulgação do Fluxo de Caixa das empresas de energia ante aos demais setores da economia.

## 4.2 Estatística Descritiva das Variáveis

Na tabela 8, são demonstradas as estatísticas descritivas das variáveis do modelo do modelo de regressão excluídas as variáveis *dummy*, em que são calculados a média, desvio-padrão e o 1, 2 e 3 quartis para os anos de 2003 a 2007.

**TABELA - 8 Estatística Descritiva das Variáveis utilizadas nos modelos de Regressão**

	Média	Desvio-Padrão	Quartis		
			1º	2º	3º
Disc	0,441	0,190	0,384	0,444	0,459
Rent	0,216	0,622	0,110	0,193	0,321
End1	1,420	5,134	0,469	0,845	1,664
End2	0,293	0,293	0,190	0,275	0,360
End3	1,135	4,674	0,334	0,645	1,431
End4	0,233	0,324	0,152	0,232	0,305
Tam1	3,966	1,879	3,232	3,836	4,709
Tam2	3,049	1,786	2,481	3,018	3,788
Acio	0,581	0,285	0,355	0,566	0,767
Cresc	0,285	3,805	-0,159	0,147	0,449

Em que:

Disc=Número de itens evidenciados / total de itens aplicáveis, Rent =Resultado operacional/ Receita líquida,

End1 = Dívida Financeira / Patrimonio líquido, End2 = Dívida Financeira / Ativo, End3 = Dívida Financeira líquida / Patrimonio líquido,

End4 =Dívida Financeira líquida / Ativo Total, Tam1 = Logaritmo Natural do Ativo Total, Tam1 = Logaritmo Natural do Ativo Total

Tam2 = Logaritmo Natural da receita Líquida, Acio = N° de ações detidas pelo acionista controlador / número total de ações da empresa e

Cresc = Variação anual dos investimentos

Analisando-se os resultados, pode-se observar um desvio padrão alto para as variáveis End1 e End2. Esse fator pode ser explicado por haver algumas empresas com patrimônio líquido negativo. As duas *proxies* utilizadas para a variável tamanho são aproximadamente iguais. Também, observa-se que a concentração de capital no setor elétrico é alta em que 25% da amostra o acionista controlador detém mais de 76% do capital total e/ou que 50% das empresas pesquisadas são controladas por acionista com mais de 56%. Com relação à variável oportunidade de crescimento, há o crescimento negativo (ou decréscimo) para algumas empresas, isso ocorre pelo fato de haver empresa de geração de energia na amostra que, após a construção das usinas, não demanda mais altos investimentos com isso, os investimentos tendem a se reduzir.

### 4.3 Análise das Regressões com dados em Painel

Após a análise das estatísticas descritivas, partiu-se para a análise das regressões com dados em painel, em que para atender as *proxies* desenvolvidas para essa pesquisa resultaram em 8 modelos:

$$N_{evid} = \beta_{0it} + \beta_1 Re nt_{it} + \beta_2 End_{it} + \beta_3 Tam_{it} + \beta_4 Acio_{it} + \beta_5 Emi_{it} + \beta_6 Aud_{it} + \beta_7 Ident_{it} + \beta_8 Gov.C_{it} + \beta_9 Adr_{it} + \beta_{10} Bov_{it} + \beta_{11} Cres_{it} + e$$

As *proxies* utilizadas nesse modelo estão descritas no quadro 9 pag.nº 71.

Inicialmente, criaram-se, também, 4 variáveis *dummy* de ano e utilizou-se o teste de Wald para verificar sua relevância no modelo. O objetivo do teste era verificar se os parâmetros das variáveis *dummy* eram conjuntamente iguais a zero. Nesse caso, não haveria importância estatística para mantê-las no modelo, de forma que se poderia dizer que essas variáveis não são capazes de capturar fatores macroeconômicos que podem ter afetado as empresas no período analisado.

Para estimar os coeficientes de dados em painel, há dois modelos que podem ser utilizados: o modelo de efeitos fixos e o modelo de efeitos aleatórios.

O objetivo do modelo de efeitos fixos é controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre os indivíduos, mas são constantes no tempo, isto é, ele é utilizado quando existem variáveis não observadas que provavelmente afetam o valor da variável dependente. Dessa forma, o intercepto é correlacionado com as variáveis explicativas em qualquer período de tempo.

Esse modelo é robusto em relação à omissão de regressores que sejam invariantes no tempo e que sejam nãoobserváveis ou difíceis de medir e é estimado utilizando-se os Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Além disso, ele pressupõe que as medidas de erro possuem distribuição normal, variância constante e não são correlacionadas.

Para verificar se as suposições sobre o modelo são adequadas, testa-se se os interceptos são diferentes entre os indivíduos, mediante a estatística F. Adotou-se como parâmetro de rejeição da hipótese nula um nível de significância de 0,05, ou seja, se o *p-value* da estatística F for inferior a 0,05, concluí-se que os interceptos não são todos iguais, satisfazendo a suposição do modelo.

O modelo de efeitos aleatórios possui as mesmas suposições do modelo de

efeitos fixos, mas há uma diferença em relação ao tratamento do intercepto. O modelo de efeitos aleatórios trata o intercepto como uma variável aleatória, ou seja, supõe-se que as empresas fazem parte de uma amostra aleatória da população total. Dessa forma, o intercepto é composto por duas medidas: uma que capta a diferença entre as empresas (intercepto do modelo de efeitos fixos) e outra que reflete o intercepto populacional.

Nesse método, o melhor método de estimação dos parâmetros é o dos Mínimos Quadrados Generalizados (MQG), uma vez que existe correlação entre os erros da mesma empresa em diferentes períodos de tempo.

Para verificar se as suposições sobre o modelo são adequadas, utilizamos o multiplicador de Lagrange de Breusch-Pagan (teste LM de Breusch-Pagan). A hipótese nula desse teste é de que a variância da heterogeneidade não observada (heterocedasticidade dos termos de erro) é igual a zero. Caso a hipótese nula seja rejeitada, o modelo de dados em painel é o mais adequado.

Para se decidir entre o modelo de efeitos fixos e o de efeitos aleatórios, utiliza-se o teste de Hausman. A hipótese nula é de que o efeito não observado (intercepto do modelo de efeitos fixos) não está correlacionado com as variáveis explicativas. Caso a hipótese nula seja aceita, o melhor método é o de efeitos aleatórios.

Conforme descrito na tabela 9, em todos os modelos, os testes de Breusch – Pagan demonstram que para essa pesquisa seria mais adequada a adoção dos dados em painel, pois a significância (*p-value*) do teste de Breusch-Pagan foi inferior a 0,05. Após essa conclusão, partiu-se para avaliar qual dos métodos de dados em painel seria indicado, para isso foi utilizado o teste de Hausman, em que o método mais apropriado para essa pesquisa foi de efeitos aleatórios, pois o resultado encontrado no teste de Hausman foi de o *p-value* ( $> 0,05$ ) não foi significativo.

**TABELA - 9 Testes para definição dos modelos iniciais de regressão**

<b>Teste de LM de Breusch-Pagan</b>	<b>Modelo 1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>	<b>Modelo 4</b>	<b>Modelo 5</b>	<b>Modelo 6</b>	<b>Modelo 7</b>	<b>Modelo 8</b>
Qui-Quadrado (1)	73,2137	74,9025	71,6453	76,1812	76,1108	76,3293	74,6401	77,9219
p-value	< 0,00001	< 0,00001	< 0,00001	< 0,00001	< 0,00001	< 0,00001	< 0,00001	< 0,00001
<b>Teste de Hausmam</b>								
Qui-Quadrado (10)	6,812	6,05753	7,0453	5,81555	4,82177	4,25831	4,85069	3,89445
p-value	0,7431	0,8104	0,7212	0,8305	0,9028	0,9349	0,9009	0,9520

Foram efetuadas as regressões dos 8 modelos da pesquisa pelo efeito aleatório, e o resultado encontrado que apenas as variáveis Tam e Bov possuem coeficiente significativo entre (0,05 e 0,10) para todos os 8 modelos testados, também foi constatado um alto grau de explicação do modelo ( $R^2$  ajustado) variando de 68% a 70%; vale ressaltar a ausência de multicolineariedade entre as variáveis independentes dos modelos, pois o VIF máximo encontrado foi de 2,18, esses resultados são descritos na tabela 10.

TABELA - 10 Resultado das Regressões dos modelos Iniciais

Variáveis	Modelo 1		Modelo 2		Modelo 3		Modelo 4		Modelo 5		Modelo 6		Modelo 7		Modelo 8	
	Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão
Const	0,2485	0,0664	0,2592	0,0675	0,2515	0,0661	0,2605	0,0666	0,2882	0,0585	0,3012	0,0595	0,2910	0,0585	0,3057	0,0590
Rent	(0,0164)	0,0331	(0,0105)	0,0334	(0,0153)	0,0332	(0,0100)	0,0329	(0,0171)	0,0333	(0,0112)	0,0337	(0,0160)	0,0334	(0,0109)	0,0333
End1	0,0016	0,0029							0,0017	0,0029						
End2			(0,0454)	0,0526							(0,0417)	0,0530				
End3					0,0004	0,0032							0,0006	0,0032		
End4							(0,0719)	0,0469							(0,0625)	0,0473
Tam1	0,0293 *	0,0121	0,0297 *	0,0121	0,0294 *	0,0121	0,0308 *	0,0121								
Tam2									0,0287 *	0,0132	0,0286 *	0,0133	0,0289 *	0,0133	0,0286 *	0,0132
Acio	0,0077	0,0429	0,0182	0,0436	0,0087	0,0427	0,0213	0,0430	0,0008	0,0428	0,0098	0,0435	0,0020	0,0427	0,0116	0,0429
Emi	(0,0043)	0,0144	(0,0039)	0,0143	(0,0045)	0,0144	(0,0039)	0,0142	(0,0052)	0,0144	(0,0050)	0,0144	(0,0055)	0,0145	(0,0050)	0,0143
Aud	0,0021	0,0198	0,0032	0,0198	0,0021	0,0198	0,0046	0,0197	0,0056	0,0203	0,0066	0,0203	0,0056	0,0203	0,0075	0,0202
Ident	0,0135	0,0297	0,0164	0,0301	0,0139	0,0296	0,0159	0,0298	0,0063	0,0309	0,0094	0,0311	0,0066	0,0308	0,0091	0,0309
Govc	(0,0006)	0,0201	(0,0052)	0,0207	(0,0015)	0,0202	(0,0086)	0,0206	(0,0053)	0,0206	(0,0099)	0,0211	(0,0061)	0,0207	(0,0126)	0,0210
ADR	0,0127	0,0556	0,0149	0,0563	0,0129	0,0550	0,0142	0,0559	0,0062	0,0576	0,0089	0,0577	0,0062	0,0572	0,0090	0,0575
Bov	0,0773 *	0,0356	0,0698 *	0,0351	0,0737 *	0,0358	0,0649 **	0,0351	0,0736 *	0,0364	0,0658 **	0,0357	0,0703**	0,0367	0,0620 **	0,0357
Cresc	(0,0011)	0,0042	(0,0012)	0,0042	(0,0010)	0,0042	(0,0017)	0,0042	(0,0017)	0,0043	(0,0018)	0,0043	(0,0016)	0,0043	(0,0022)	0,0043
R2 Ajustado	0,69703		0,69745		0,69583		0,70183		0,68984		0,68913		0,68834		0,69195	

VIF máximo para todos os modelos testado foi 2,18

\* sig (0,05), \*\* sig (0,10)

Em que:

Rent = Resultado operacional/ Receita líquida, End1 = Dívida Fin. / PL, End2 = Dívida Fin. / Ativo, End3 = Dívida Fin. Liq. / PL, End4 = Dívida Fin. Liq. / Ativo Total, Tam1 = LN do Ativo Total,

Tam2 = LN da receita Líquida, Acio = N° de ações detidas pelo acionista. Contr. / número total de ações da empresa, Emi = 1 se emitiu títulos (ações e debêntures) no ano posterior ao analisado e 0 se não o fez,

Aud = 1 se a empresa foi auditada por alguma Big Four e 0 se Negativo, Ident = 1 se o acionista controlador for público e 0 se for privado, Gov.C = 1 se a empresa tem algum nível de governança da Bovespa e 0 se não tem,

ADR = 1 se a empresa tem ADR e 0 se não tem, Bov = 1 se a empresa possui ações listadas na BOVESPA e 0 se não possui e Cresc = Variação anual dos investimentos.

Após constatar-se que apenas as variáveis Tam e Bov se mostraram significantes, buscou-se verificar se algumas das variáveis não significantes pudessem explicar a variável dependente; para isso foram efetuadas regressões com apenas as variáveis não significantes, em que os resultados se mantiveram, ou seja, não foram significativas, também foram testados os fatores de inflacionamento da variância – VIF que resultaram em um valor máximo de 1,943, demonstrando, assim, que não há problema de multicolineariedade.

Também, buscou-se verificar se, considerando apenas as variáveis significantes os resultados se manteriam; para isso, iniciaram-se, novamente, os testes para a definição de qual tipo de regressão seria utilizada dados em painel ou efeito *pooling*. Para a definição de qual efeito seria o mais adequado, os teste de Hausman e Breusch-Pagan, que novamente mostraram que o melhor efeito seria o aleatório, pois foi aceita a hipótese nula do teste de Breusch-Pagan e rejeitada do Hausman, conforme descritos na tabela 11.

**TABELA - 11 Testes para a definição do modelo de regressão**

<b>Teste de LM de Breusch-Pagan</b>	<b>Modelo 9</b>	<b>Modelo 10</b>
Qui-Quadrado (1)	100,263	101,339
p-value	< 0,00001	< 0,00001
<b>Teste de Hausman</b>		
Qui-Quadrado (2)	1,96271	1,19533
p-value	0,3748	0,5501

Os modelos testados são:

$$N_{vid} = \beta_{0it} + \beta_1 Tam_{1it} + \beta_2 Bov_{it} + e_{it} \quad (9)$$

$$N_{vid} = \beta_{0it} + \beta_1 Tam_{2it} + \beta_2 Bov_{it} + e_{it} \quad (10)$$

Após a definição do efeito aleatório como o mais apropriado, foram efetuadas as regressões apenas com as variáveis significantes em que o poder explicativo ( $R^2$  ajustado) se manteve entre 70% e 71%, e o VIF máximo foi de 1,171 rejeitando, assim, problema de multicolineariedade; pode-se destacar, também, que as duas variáveis se mostraram significantes ao nível de 5%, ou seja, a variável Tam e Bov explicam a variável dependente nível de *disclosure*. Conforme descritos na tabela 12.

TABELA - 12 Resultado das Regressões com os modelo Finais

Variáveis	Modelo 9		Modelo 10	
	Coef.	Erro Padrão	Coef.	Erro Padrão
Const	0,2747	0,0446	0,3089	0,0371
Tam1	0,0285 *	0,0106		
Tam2			0,2630 *	0,0110
Bov	0,0653 *	0,2693	0,0638 *	0,0275
R2 Ajustado	0,71396		0,70886	

VIF Máximo de 1,171

\* sig (0,05), \*\* sig (0,10)

Em que:

Tam1 = LN do Ativo Total, Tam2 = LN da receita Líquida,

Bov = 1 se a empresa tem ações listadas da BOVESPA e 0 se não tem

Com base nos resultados é possível afirmar que as empresas maiores e que possuem ações listadas na Bolsa de valores de São Paulo – BOVESPA possuem um maior nível de *disclosure* do que as demais. O fato de o tamanho da empresa explicar o nível de *disclosure* está apoiado na teoria de que empresas maiores teriam uma maior necessidade de divulgação por terem um maior custo político (WATTS e ZIMMERMAN, 1986). Pode-se sustentar esse resultado com a proposta de Vererechia (2001) na qual para empresas maiores o custo de divulgação seria menor; com isso, essas empresas divulgariam mais informações. Diversos estudos Brasileiros, também, encontraram relação positiva entre tamanho e nível de *disclosure* como os de Lanzana (2004), Alves e Lima (2008), Pereira (2008), Braga, Oliveira e Salotti (2009) e Murcia e Souza (2009). Já a variável “ações listadas na BOVESPA” ter relação positiva com nível de *disclosure* pode ser explicado pelo fato de essas empresas terem um maior nível de assimetria informacional do que as demais e com isso uma maior necessidade de reduzir o problema da seleção adversa (AKERLOF, 1970).

## 5. CONCLUSÕES E SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Esta dissertação investiga o que explica o nível de *disclosure* das empresas do setor de energia elétrica. Para tal, foi utilizado com base teórica os estudos de Verrecchia (2001), Dye (2001), Healy e Papely (2001) e Core (2001).

A partir desses estudos foram formuladas as seguintes hipóteses para essa pesquisa:

H<sub>0</sub>(1). Empresas com maior rentabilidade possuem um maior nível de *disclosure* do que empresas com menor rentabilidade.

H<sub>0</sub>(2). Empresas com maior nível de endividamento possuem um maior nível de *disclosure* do que empresas com menor nível de endividamento.

H<sub>0</sub>(3). Empresas maiores possuem um maior nível de *disclosure* do que empresas menores.

H<sub>0</sub>(4). Empresas com controle acionário mais pulverizado possuem um maior nível de *disclosure*.

H<sub>0</sub>(5). Empresas que emitiram ações e/ou debêntures possuem um maior nível de *disclosure* no ano anterior do que as que não emitiram.

H<sub>0</sub>(6). Empresas que são auditadas por “Big four” possuem um nível de *disclosure* superior ao das demais empresas.

H0(7). Empresas que possuem uma maior oportunidade de crescimento teriam um nível de *disclosure* superior aos das demais empresas.

O teste para validação dessas hipóteses foi realizado em empresas de capital aberto do setor de energia elétrica, no período de 2003 a 2007. Para a mensuração do nível de *disclosure* foi adaptado o modelo de Alencar (2007). Para testar a existência dos motivos que explicam o nível de *disclosure* foi utilizada regressão com dados em painel.

Utilizaram-se, também, quatro variáveis de controle, identidade do acionista controlador, nível de governança e a participação ou não das empresas nos programas de ADRs e a listagem ou não de ações na BOVESPA. A utilização dessas variáveis tem o objetivo de eliminar possíveis distorções causadas pelo relacionamento dessas variáveis com o nível de *disclosure*.

Em relação às estatísticas descritivas, um fato a se destacar é que nenhuma empresa divulgou informações sobre projeções em todos os anos pesquisados, com isso surge a hipótese de que esse tipo de informação seria entendido pelas empresas como um fato estratégico que a divulgação dessas informações poderia prejudicar sua posição competitiva. Outro fato a destacar é que o índice de *disclosure* médio anual não se alterou substancialmente, no período estudado: em 2003 foi de 43% e em 2007 foi de 46%, aumento de apenas 3%.

Já em relação aos resultados obtidos nas regressões foram a aceitação da hipótese 3 e da variável de controle ações listadas na BOVESPA, ou seja, empresas maiores e que tenham ações listadas na BOVESPA têm um maior nível de *disclosure*. Esse resultado poderia ser explicado pelo fato de que empresas maiores teriam um menor custo de divulgação, essa hipótese parte da ideia de que o custo de divulgação seria o mesmo para uma empresa pequena ou grande, porém a relevância desse custo para empresas menores seriam maior e com isso não incorreriam nesse custo para terem um aumento no seu nível de *disclosure*. Outro ponto é que empresas maiores teriam uma maior exposição ao público e com isso teriam maior necessidade de transparência. Já para o fato de que as empresas que têm ações na Bolsa de São Paulo apresentarem um maior nível de *disclosure* que as que não têm, poderia ser

explicado pelo de fato que as empresas com ações em Bolsa teriam uma maior necessidade de divulgar suas informações para que seus investidores possam efetuar uma avaliação da empresa com maior segurança, diminuindo, assim, uma possível uniformização dos riscos atribuídos aos preços de suas ações por falta de informação.

As demais hipóteses e variáveis de controle não se mostraram significativas.

Com isso, pode-se inferir que, no caso das empresas de energia elétrica suas características não explicam o nível de *disclosure*, supostamente devido ao fato de essas empresas apresentarem um alto nível de regulação e padronização de suas publicações das demonstrações contábeis.

Já quando as empresas de energia elétrica são comparadas com outros setores, destacam-se entre um dos setores que mais divulga informações. Assim, com os dados desta pesquisa pode-se inferir que o fator regulação poderia ser um fator que influencia o nível de *disclosure* dessas empresas.

Como sugestões para pesquisas futuras propõem-se:

- Verificar se os resultados permanecem quando aplicados em empresas de outros setores.
- Investigar, por meio de entrevistas com administradores das empresas quais os incentivos para a divulgação ou não de informações.
- Verificar se os resultados permanecem quando utilizadas outras métricas para o nível de *disclosure*.

## REFERÊNCIAS:

AITKEN, M.; HOOPER, C.; PICKERING, J. Determinants of Voluntary *Disclosure* of Segment Information: A Re-examination of the Role of Diversification Strategy, **Accounting and Finance**, Carlton, v. 37, n. 1, p. 89-109, 1997.

AKERLOF, G. A. The Market for "Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, **Quarterly Journal of Economics**, Cambridge, n. 84,, p. 488-500, 1970.

ALENCAR, R. **Nível de *disclosure* e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007 Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2007.

ALVES, C. V. O. ; LIMA, G. A. S. F. Reputação corporativa e nível de *disclosure* das empresas de capital aberto no Brasil. In: **Congresso de Controladoria e Contabilidade da USP**, 8.,2008, São Paulo, 2008.

ARCHAMBAULT, J.; ARCHAMBAULT, M. A multinational test of determinants of corporate *disclosure*. **International Journal of Accounting**, Urbana, v. 38, p. 173-194, 2003.

ASSAF NETO, A. ; LIMA, F. G ; ARAUJO, A. M. P. **A realidade da concentração de capital no Brasil: um estudo comparativo com outras economias emergentes**: 2007. Disponível em: <[www.institutoassaf.com.br/downloads/ARTIGO\\_CONCENTRACAO\\_DO\\_CAPITAL\\_NO\\_BRASIL.pdf](http://www.institutoassaf.com.br/downloads/ARTIGO_CONCENTRACAO_DO_CAPITAL_NO_BRASIL.pdf)> acesso em: 21 mar. 2009.

BALL, R. j.; KOTHARI, S. P; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdã,v. 29, p. 1-51, 2000.

BEUREN, I. M ; GALLON, A. V. Análise do conteúdo da evidenciação nos Relatórios da Administração das empresas participantes dos níveis de governança da Bovespa. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 6., 2006 São Paulo, 2006.

BOTOSAN, C. *Disclosure* level and cost of equity capital. **The Accounting Review**, Sarasota, v.72, p. 323-349, 1997.

BRAGA, J. P. ; OLIVEIRA, J. R. S. ; SALOTTI, B. M. Determinantes do nível de divulgação ambiental nas demonstrações contábeis de empresas brasileiras. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 9.,2009 São Paulo, 2009.

BRAVO, F.; ABAD, C ; TROMBETTA, M. Methodological and empirical analysis of problems in the measurement of voluntary *disclosure*. In: **European Accounting Association Annual Congress**, 31., 2008, Rotterdam, 2008

BRENNAN, N.; HOURIGAN, D. Corporate reporting on the internet by Irish companies. **The Irish Accounting Review**, v. 7, n. 1, p. 37-68, 2000.

BRITO, G.A.S.; CORRAR, L.J.; BATISTELLA, F.D. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Revista de contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 43, p.9–19. 2007.

BRYAN, S. H. Incremental information content of required disclosures contained in management discussion and analysis. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 72, 1997.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdã, v. 31,. p.237-333, 2001

CAMFFERMAN, K.; COOKE, T. An analysis of *disclosure* in the annual reports of U.K. and Dutch Companies, **Journal of International Accounting Research**, Sarasota, v. 1, p. 3–30, 2002.

CAPELLETTO, L. R. Nível de Aderência das Demonstrações Contábeis aos Princípios Fundamentais de Contabilidade nos Maiores Bancos Brasileiros. In: Congresso **EnANPAD**, Rio de Janeiro 2004.

CASTRO JUNIOR, F. H. F. **Apreçamento de ativos com assimetria e curtose: um teste de comomentos com dados em painel**. 2008. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

CERVO, A, L.; BERVIAN, P. A ; SILVA, R. da. **Metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2007.

CHAU, G.; GRAY, S. 'Ownership structure and corporate voluntary *disclosure* in Hong Kong and Singapore', **The International Journal of Accounting**, Urbana, v. 37, p. 247–265, 2002.

COOKE, T. E. *Disclosure* in the corporate annual reports of Swedish companies. **Accounting and Business Research**, Londres, v. 19, p. 113-124, 1989.

\_\_\_\_\_. The impact of size, stock market listing and industry type on *disclosure* in the annual reports of Japanese listed corporations. **Accounting and Business Research**, Londres, v. 22, p. 229-237, 1992.

CHOW, C. and WONG, B. A. 'Voluntary financial *disclosure* by Mexican corporations', **Accounting Review**, Sarasota, 62, p. 533–41, 1987.

CLARKSON, P. M.; KAO, J. L.; RICHARDSON, G. D. The Voluntary Inclusion of forecasts in the MD&A Section of Annual Reports. **Contemporary Accounting Research**, Toronto, v. 11, n. 1, p. 423-50, 1994.

CORE, J. A review of empirical *disclosure* literature: Discussion. **Journal of accounting and Economics**, Amsterdã, v. 31, p. 441-456, 2001.

DEPOERS, F. A. cost benefit study of voluntarily *disclosure*: some empirical evidence from French listed companies. **European Accounting Review**, Londres, v. 9, p. 245-263, 2000.

DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. *Disclosure*, liquidity and the cost of capital. **Journal of Finance**, Nova York, v. 46, p. 1325-1360, 1991.

DIAMOND, D. Optimal release of informations by firms. **Journal of Finance**, Nova York, v. 40, p. 1071-1094, 1985.

DUARTE, P. C. ; LAMOUNIER, W. M. ; TAKAMATSU, R. T. . Modelos econométricos para dados em painel: Aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 7., 2007, São Paulo 2007.

DYE, R. An evaluation of 'essays on *disclosure*' and the *disclosure* literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdã, v. 32, p. 181-235, 2001.

**ECCLES, R. G.** et al. The Value Reporting revolution: moving beyond the earnings game. PricewaterhouseCoopers. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2001.

FERGUSON, M.; LAM, K.; LEE, G. 'Voluntary *disclosure* by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong', **Journal of International Financial Management and Accounting**, Oxford, v.13 n.2, p. 125–152, 2002.

FRANCIS, J.; NANDA, D.; OLSON, P. Voluntarily *disclosure*, information quality, and costs of capital. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 46, p. 53-99, 2008.

FROST, C.; GORDON, E.; POWNALL, G. **Financial reporting and *disclosure* quality, and emerging market companies' access to capital in global markets.** 2008. Disponível em: <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>. Acesso em 20 mar. 2009.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

GOLDNER, F. **O *Disclosure* das demonstrações contábeis e financeiras dos maiores bancos brasileiros.** 2006. 105 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória, 2006.

GUJARATI, D. N. **Econometria básica.** 4. Ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HAIL, L. The impact of voluntarily corporate *disclosure* on the ex ante cost of capital for Swiss firms. **European Accounting Review**, Londres, v. 11, p. 741-743, 2003.

HAIR, J. F. et al. **Análise multivariada de dados.** 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HEALY, P.; PALEPU, K.: The effect of firms' financial *disclosure* strategies on stock prices. **Accounting Horizons**, Sarasota, v.7, p.1–11, 1993.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. 'Information asymmetry, corporate *disclosure*, and the capital markets: A review of the empirical *disclosure* literature', **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdã, v.31, p. 405–440, 2001.

\_\_\_\_\_; \_\_\_\_\_. The challenges of investor communications: the case of CUC International, Inc. **Journal of Financial Economics**, Amsterdã, v.38, p.111–141, 1995.

\_\_\_\_\_.; HUTTON, A., PALEPU, K. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in *disclosure*. **Contemporary Accounting Research**, Amsterdã, v.16, p. 485– 520, 1999.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas, 1999.

HO, L. C. J.; TAYLOR, M. An empirical analysis of triple bottom-line reporting and its determinants: evidence from the United States and Japan. **The Journal of International Financial Management and Accounting**, Oxford, v. 18, n. 2, p. 123-150, 2007.

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

HOSSAIN, M.; BERERA, M.; RAHMAN, A. Voluntary *Disclosure* in the Annual Reports of New Zealand Companies, **Journal of International Financial Management and Accounting**, Oxford, v. 6, n. 1, p. 69-87, 1995.

\_\_\_\_\_.; TAN, L.; ADAMS, M. Voluntarily disclosure in an emerging capital market: Some empirical evidence from companies listed in the Kuala Lumpur Stock Exchange. **The International Journal of Accounting**, Urbana, v. 29, p. 334-351, 1994.

IUDÍCIBUS, S. **Teoria da Contabilidade**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2004

\_\_\_\_\_.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de contabilidade**: Aplicáveis às demais sociedades. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, Lausanne, v. 3, p. 305-360, 1976.

JORGE, S.; ARMADA, M. J. R. Factores determinantes do endividamento: Uma análise com dados em painel. **Revista de Administração Contemporânea**, São Paulo V. 5, n. 2, 2001

LABELLE, R. **The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP) - a voluntary disclosure and corporate governance perspective**. 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=317519>>. Acesso em: 21 fev. 2009.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. **Accounting information, disclosure and the cost of capital. Working paper, Wharton, University of Pennsylvania**, 2006. Disponível em: <<http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/06/0620.pdf>>. Acesso em: 19 maio. 2009.

LANG, M.; LINS, K.; MILER, D. "Concentrated control, analyst following, and valuation: do analysts matter most when investors are protected least?" **Journal of Accounting Research, Chicago**, v. 42, p. 589-623, 2004.

\_\_\_\_\_.; LUNDHOLM, R. J. Cross-sectional determinants of analyst rating of corporate disclosures. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 31, p. 246-271, 1993.

\_\_\_\_\_.; \_\_\_\_\_. Corporate disclosure policy and analyst behavior. **The accounting Review**, Sarasota, v. 71, p. 467-492, 1996.

\_\_\_\_\_.; KARL V. Lins, ;DARIUS P. Miller, Concentrated Control, Analyst Following and Valuation: Do Analysts Matter Most When Investors are Protected Least?, **journal of Accounting Research**, Chicago, v. 42, 581-623, 2004.

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. São Paulo, 2004,161f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

LEFTWICH, R., R. WATTS, e ZIMMERMAN. J. Voluntary corporate *disclosure*: The case of interim reporting, **Journal of Accounting Research**, Chicago, V.19, 50-77, 1981

LEUZ, C. Cross listing, bonding and firms reporting incentives: A discussion of Lang, Raedy and Wilson. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdã, v. 42, p. 285-299, 2006.

LEV, B.;PENMAN, S. Voluntary Forecast *Disclosure*, *Nondisclosure* and Stock Prices. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 28, n. 1, p. 49-76, 1990

LIMA, E. M. **Análise comparativa entre índice de disclosure e a importância atribuída por stakeholders a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em instituições de ensino superior filantrópica do Brasil**: uma abordagem da teoria da divulgação. São Paulo, 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2009.

LIMA, G. A. S. F. **Utilização da Teoria da Divulgação para avaliação da relação do nível de *disclosure* com o custo da dívida das empresas brasileira**. São Paulo, 2007. 118 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LOPES, A.B.; CARVALHO, L. N.; TEIXEIRA, A. J. C. . A ABORDAGEM DE SHIMPI PARA GESTAO DE RISCOS. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, n. 33, p. 7-15, 2003.

\_\_\_\_\_. **A Informação Contábil e o Mercado o de Capitais**. São Paulo, Thomson. 2002.

\_\_\_\_\_. A Teoria dos Contratos, Governança Corporativa e Contabilidade. In: Alexsandro Broedel Lopes; Sérgio de Iudícibus. (Org.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. 1 ed. São Paulo: Atlas, 2004, v. 1, p. 171-185.

\_\_\_\_\_; Martins, E. **Teoria da contabilidade**: uma nova abordagem. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MALACRIDA, M.J.C. **Governança corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA.** São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em ciências Contábeis) - , Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.2004.

\_\_\_\_\_; YAMAMOTO, M. Governança corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, **Edição Comemorativa**, p. 65-79, 2006.

MARCONI, M. A. ; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos da metodologia científica.** 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINS, E. **Contabilidade de custos.** 9. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINS, V. A. ; MARTINS, E. ; Martins, E. A. Normatização Contábil: ensaio sobre a sua evolução e o papel do CPC. **Revista de Informação Contábil - RIC**, v. 1, p. 7-30, 2007.

MAJUNDAR, S. C.; SENGUPTA, P. *Disclosure and the loan spread on private debt.* **Financial Analysts Journal**, Nova York, v. 61, n. 3, 2005

MCKINNON, J.; DALIMUNTHE, L. Voluntary *disclosure* of segment Information by Australian diversified companies, **Accounting and Finance**, Carlton, v. 33, n.1 p.33-50, 1993.

MEEK, G., ROBERTS, C. and GRAY, S. Factors Influencing Voluntary annual Report *Disclosure* by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations, **Journal of International Business Studies**, Third Quarter: 555-572, 1995.

MITCHELL, J., CHIA, C. and LOH, A., Voluntary Disclosure of Segment Information: Further Australian Evidence”, **Accounting and Finance**, Carlton, V.35, n..2, p.1-16, 1995.

MOREIRA, O.; RICCIO, E. L.; SAKATA, M. C. G. A comunicação de informações nas instituições públicas e privadas: o caso XBRL - Extensible Business Reporting Language no Brasil. **Revista de Administração Pública**, Brasília, v.41, 2007.

MURCIA, F. D. R. ; SANTOS, A. . Fatores Determinantes do Nível de *Disclosure* Voluntário das Companhias Abertas no Brasil. In: **III IAAER Anpcont, 2009**, São Paulo, 2009a.

\_\_\_\_\_ ; \_\_\_\_\_. Principais Práticas de *Disclosure* Voluntário das 100 Maiores Empresas Listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade,9., 2009**, São Paulo, , 2009b.

\_\_\_\_\_ . ;SOUZA, F. C. de . Discretionary-Based *Disclosure*: The Case of Social and Environmental Reporting in Brazil. In: **Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, 9., 2009**, São Paulo, 2009.

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

NAKAMURA, W, T. et al. Determinantes de estrutura de capital no mercado brasileiro – Análise de regressão com painel de dados no período 1999 – 2003. **Revista de contabilidade e finanças**, São Paulo, v. 3, n. 44, p. 72 – 85, 2007.

NIYAMA, J. K.; GOMES, A. L. O. Contribuição ao aperfeiçoamento dos procedimentos de evidenciação contábil aplicáveis às demonstrações financeiras de bancos e instituições assemelhadas.In. **Congresso Brasileiro de Contabilidade. 15.**, Brasília,, 1996.

PATTON, J.; ZELENKA, Ivan. An empirical analysis of the determination of the extent disclosure in annual reports of joint stock companies in the Czech Republic. **European Accounting Review**, Londres, v. 6, p. 605-626, 1997.

PEREIRA, D. M. V. G. **Um estudo sobre a relação entre o lucro contábil e o disclosure das companhias abertas do setor de materiais básicos**: evidências empíricas no mercado brasileiro de capitais. 2008. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)- Universidade Federal de Pernambuco., 2008.

POSHAKWALE, S. e COURTIS, J.K. “Disclosure Level and Cost of Equity Capital: Evidence from the Banking Industry”, **Managerial and Decision Economics**,Chichester, v. 26, p. 431–444, 2005.

RAFFOURNIER, B. The determinants of voluntary disclosure by Swiss sisted companies. *European Accounting Review*, Londres, v. 4, p. 261-280, 1995.

RICCIO, E. L. **O XBRL no Brasil e no mundo:2008**. . Disponível em : <[http://www.congressocfc.org.br/palestras/25\\_08\\_08/Pain%C3%A9is/PAINEL%20N%C2%BA%201%20Empreendedorismo%20no%20Setor%20Cont%C3%A1bil%20%E2%80%93%20Um%20novo%20tempo%20para%20os%20neg%C3%B3cios%20e%20para%20o%20Brasil/Edson%20Luiz%20Riccio/APR%20XBRL%2018%20Congr%20Bras%20Cont%2026%2008%202008%20ELRiccio.pdf](http://www.congressocfc.org.br/palestras/25_08_08/Pain%C3%A9is/PAINEL%20N%C2%BA%201%20Empreendedorismo%20no%20Setor%20Cont%C3%A1bil%20%E2%80%93%20Um%20novo%20tempo%20para%20os%20neg%C3%B3cios%20e%20para%20o%20Brasil/Edson%20Luiz%20Riccio/APR%20XBRL%2018%20Congr%20Bras%20Cont%2026%2008%202008%20ELRiccio.pdf)>. Acesso em 20 fev.2010.

RICHARDSON, R. J. et al.. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1999.

SALOTTI, B. M. **Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro**. São Paulo, 2005. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2005.

SANTOS, J. L. dos et al. **Teoria da contabilidade: introdutória, intermediária e avançada**. São Paulo: Atlas, 2007.

SCHRAND, C.; VERRECCHIA, R. **Information disclosure and adverse selection explanation for IPO underpricing**. 2005, . Disponível em: <www.ssrn.com>., Acesso em 25 fev. 2009.

SENGUPTA, P. Corporate *disclosure* quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, Sarasota, v. 73, p. 459-474, 1998.

SILVA, J. R. F. da. **As transformações do Setor Elétrico Brasileiro e seus impactos nos níveis de evidenciações voluntárias das demonstrações contábeis das empresas de energia elétrica**. 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade Federal de Pernambuco. CCSA. Ciências Contábeis, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. da ; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Determinantes do Nível de Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras. In: **VII SEMEAD - Seminários em Administração da FEA/USP**, 2004, São Paulo., 2004.

SOUZA, M. A de. et al. Evidenciação voluntária de informações contábeis por companhias abertas do sul Brasileiro. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v. 4, n. 4, p. 39-56, out/dez. 2008.

SZÜSTER, N; SZÜSTER, F. R.; SZÜSTER, F. R..Contabilidade: Atuais desafios e alternativa para seu melhor desempenho. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, n. 38, p.20-30, 2005.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, Amsterdã, v. 22, p. 97-180, 2001.

WALLACE, O.; 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**, Greenwich, v. 14, p. 311- 368, 1995.

WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. **Positive accounting theory**. New Jersey: Prentice Hall, 1986.

WEFFORT, E. F. J. **O Brasil e a harmonização contábil internacional**: influências dos Sistemas Jurídico e Educacional, da Cultura e do Mercado. São Paulo: Atlas, 2005

WOOLDRIDGE, J. M. **Introdução à econometria**. São Paulo: Thompson Learning, 2006.

YAMAMOTO, M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil**: Estudos sobre sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

ZHANG, J. **Corporate competitive strategy voluntary disclosure and company characters**. 2008.. Disponível em: <[www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)>. . Acesso em: 10 jun. 2009.