



Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
Blumenau, v. 13, n. 2, p. 166-186, abr./jun., 2017

doi:10.4270/ruc.2017214
Disponível em www.furb.br/universocontabil



FATORES RELACIONADOS AO NÍVEL DE *DISCLOSURE* DAS COMPANHIAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO LISTADAS NA BM&FBOVESPA¹

FACTORS RELATED TO THE BRAZILIAN COMPANIES' *DISCLOSURE* LEVEL WITH OPEN CAPITAL LISTED ON THE BM&FBOVESPA

FACTORES RELACIONADOS A LA DIVULGACIÓN DE NIVEL DE EMPRESAS BRASILEÑAS DE CAPITAL ABIERTO COTIZADAS EN BM&FBOVESPA

Paulo Vítor Souza de Souza

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ)
Professor Assistente da Faculdade de Ciências Contábeis da
Universidade Federal Rural da Amazônia
Endereço: Rua João Pessoa, 121, Centro
CEP: 68.700-030 – Capanema – PA – Brasil
E-mail: paulosouzx@gmail.com
Telefone: (91) 98127-0561

Sidmar Roberto Vieira Almeida

Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ)
Professor Assistente da Faculdade de Administração e Finanças da
Universidade do Estado do Rio de Janeiro
Endereço: Rua São Francisco Xavier, 280 a 530, Maracanã
CEP: 20.550-013 – Rio de Janeiro – RJ – Brasil
E-mail: sidmarvalmeida@gmail.com
Telefone: (21) 2334-0294

RESUMO

O estudo objetiva identificar os fatores relacionados com o nível de *disclosure* das companhias brasileiras de capital aberto. A literatura disponível aponta diversos fatores possivelmente relacionados com o nível de divulgação das empresas. Os fatores utilizados no estudo foram: tamanho da empresa; internacionalização; alavancagem; controle acionário; rentabilidade dos ativos; empresas auditadas por *big four*; nível de governança corporativa; setor de atuação; e presença de investidores institucionais. A pesquisa é constituída por 49 empresas existentes na última carteira Ibovespa, com informações alusivas ao ano de 2015. As informações foram extraídas das Demonstrações Financeiras Anuais, Notas Explicativas e Formulários de Referência da CVM. Utilizaram-se 27 informações referentes à divulgação corporativa para a construção de um score *disclosure* para as companhias, dispondo de informações obrigatórias e voluntárias. Com o intuito de verificar a relação entre o nível de *disclosure* com os demais fatores, foi utilizado o teste de regressão linear múltipla. A análise apontou que o único fator

¹Artigo recebido em 20.11.2016. Revisado por pares em 23.02.2016. Reformulado em 29.05.2017. Recomendado para publicação em 13.06.2017 por Paulo Roberto da Cunha. Publicado em 30.06.2017. Organização responsável pelo periódico: FURB.

relacionado positivamente com o nível de divulgação das companhias foi a internacionalização, ou seja, empresas com ações negociadas na bolsa de valores dos Estados Unidos possuem maior divulgação. O retorno sobre os ativos denotou um vínculo negativo com o nível de divulgação, evidenciando que uma rentabilidade limitada motiva que as empresas elevem a divulgação de informações como método compensatório. A variável “investidores institucionais” encontra-se desfavoravelmente associada ao nível de divulgação das companhias. A alavancagem também obteve relação negativa com o nível de *disclosure*, o que legitima alguns estudos anteriores que também obtiveram relação similar.

Palavras-chave: Nível de Divulgação, *Score Disclosure*, Divulgação Corporativa, Informações Obrigatórias e Voluntárias.

ABSTRACT

The study aims to identify the factors related to the level of disclosure of Brazilian publicly traded companies. The available literature indicates several factors possibly related to the level of disclosure of companies. The factors used in the study were: size of the company; internationalization; leverage; equity control; profitability of assets; companies audited by big four; level of corporate governance; industry; and presence of institutional investors. The survey is made up of 49 companies in the last Ibovespa portfolio, with information referring to the year 2015. The information was extracted from the Annual Financial Statements, Explanatory Notes and CVM Reference Forms. 27 information related to corporate disclosure for the construction of a score disclosure for companies were used, with mandatory and voluntary information. In order to verify the relationship between the disclosure level and the other factors, the multiple linear regression test was used. The analysis pointed out that the only factor positively related to the level of disclosure of the companies was the internationalization, that is, companies with shares traded in the United States stock exchange have greater disclosure. The return on assets denoted a negative link with the level of disclosure, showing that a limited profitability motivates companies to increase the disclosure of information as a compensatory method. The variable "institutional investors" is unfavorably associated with the level of disclosure of the companies. Leverage also had a negative relationship with the level of disclosure, which legitimizes some previous studies that also obtained a similar relation.

Keywords: Level of Disclosure, Score Disclosure, Corporate Disclosure, Compulsory and Voluntary Information.

RESUMEN

El estudio objetiva identificar los factores relacionados con el nivel de divulgación de las compañías brasileñas de capital abierto. La literatura disponible apunta diversos factores posiblemente relacionados con el nivel de divulgación de las empresas. Los factores utilizados en el estudio fueron: tamaño de la empresa; internacionalización; apalancamiento; control accionario; rentabilidad de los activos; empresas auditadas por *big four*; nivel de gobierno corporativo; sector de actuación; y presencia de inversores institucionales. La investigación está constituida por 49 empresas existentes en la última cartera Ibovespa, con informaciones alusivas al año 2015. Las informaciones fueron extraídas de los estados financieros anuales, notas explicativas y formularios de referencia de CVM. Se utilizaron 27 informaciones referentes a la divulgación corporativa para la construcción de un score del *disclosure* para las compañías, disponiendo de informaciones obligatorias y voluntarias. Con el fin de verificar la relación entre el nivel de divulgación con los demás factores, se utilizó la prueba de regresión

lineal múltiple. El análisis apuntó que el único factor relacionado positivamente con el nivel de divulgación de las compañías fue la internacionalización, o sea, empresas con acciones negociadas en la bolsa de valores de Estados Unidos tienen mayor divulgación. El retorno sobre los activos denotó un vínculo negativo con el nivel de divulgación, evidenciando que una rentabilidad limitada motiva las empresas elevar la divulgación de informaciones como método compensatorio. La variable "inversores institucionales" se encuentra desfavorablemente asociada al nivel de divulgación de las compañías. El apalancamiento también obtuvo una relación negativa con el nivel de divulgación, lo que legitima algunos estudios anteriores que también obtuvieron relación similar.

Palabras clave: Nivel de Divulgación. Divulgación *Score*. Información de las Empresas. Obligatorios de Información Voluntaria.

1 INTRODUÇÃO

As informações econômico-financeiras que a contabilidade reproduz são de grande importância para a tomada de decisão proveniente dos usuários da informação. A ampla demanda de busca de informações procedente dos usuários contribui para que as entidades divulguem em seus demonstrativos e relatórios, informações vantajosas para os fornecedores, gerentes, bancos, governo e clientes (MELO; PONTE; OLIVEIRA, 2007, p. 31).

A divulgação das informações contábeis é de importância para todas as partes interessadas, pois fornece a elas as informações necessárias para a redução da incerteza e os ajuda na tomada de decisões econômicas e financeiras adequadas (ALHAZAIMEH; PALANIAPPAN; ALMSAFIR, 2014, p. 341).

A decisão de divulgação em relatórios financeiros é uma das principais formas pela qual as empresas comunicam informação, para os diversos usuários que necessitam das informações para a tomada de decisão (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003, p. 174). Essas informações podem ser divulgadas através de demonstrações contábeis, relatórios da administração, formulários de referência, entre outras formas legais de divulgação corporativa das companhias de capital aberto brasileiras.

Bezerra et al. (2015, p. 28) comentam que os valores disponibilizados pela contabilidade das entidades não são suficientes no atendimento das necessidades dos usuários, e sendo assim, a divulgação de informações financeiras, não financeiras, qualitativas e quantitativas, através de canais formais e informais das empresas, complementa a consecução do objetivo da contabilidade.

Houve múltiplas tentativas de determinar a dimensão relativa e/ou a amplificação da propagação de categorias selecionadas de informações financeiras e não financeiras em relatórios anuais concedidos pelas companhias (BUZBY, 1974, p. 423).

Ao examinar características das empresas norte-americanas com a qualidade da divulgação corporativa, Singhvi e Desai (1971, p. 129) argumentam que “a divulgação corporativa das informações pode assumir várias formas e o relatório anual aos acionistas é uma forma muito importante de divulgação corporativa periódica”. Os diversos moldes que o *disclosure* pode assumir fomentam divergências nos resultados alcançados de numerosas pesquisas.

Em seu estudo, Ball e Foster (1982, p. 199) propuseram que, no início da pesquisa sobre *disclosure* corporativo, “não existiam teorias articuladas de decisões firmes de divulgação quando a evidência foi relatada pela primeira vez na literatura sobre variáveis associadas com as diferenças entre as empresas em suas divulgações”.

Na literatura disponível referente ao *disclosure*, não há nenhuma teoria integralmente consolidada para elucidar a divulgação das empresas. De fato, a constituição da literatura sobre o conteúdo pode ser declarada como “[...] uma mescla eclética altamente idiossincrática (e

altamente estilizada), de modelos de economia baseados, cada um dos quais tentam examinar algum pequeno pedaço do quebra-cabeça global de *disclosure*” (VERRECCHIA, 2001, p. 98).

Algumas pesquisas executadas empenharam-se para criar um índice de divulgação corporativa (*disclosure*) para posteriormente verificar quais fatores esclarecem o nível de *disclosure* legitimado pelas companhias (ALENCAR, 2005; CHEN; LIAO, 2015; COOKE, 1992; LANZANA, 2004; MESER; VEITH; ZIMMERMANN, 2015; MURCIA; SANTOS, 2009; RIAHI; BEM ARAB, 2011; SANTOS; PONTE; MAPURUNGA, 2014; SILVA et al., 2009; WALLACE; NASER, 1995; WATSON; SHRIVES; MARSTON, 2002). Nessas pesquisas foram utilizados métodos distintos para constituir a variável de *disclosure*, bem como para designar as variáveis utilizadas na relação com o índice concebido.

A literatura existente sobre *disclosure*, principalmente em países desenvolvidos, descobriu que a divulgação de informações financeiras está associada a certas características das empresas (JOUINI, 2013, p. 95). Sendo assim, na pesquisa realizada por Coelho et al. (2014, p. 112), que foi baseada na teoria da divulgação, foram utilizados certos fatores que poderiam estar relacionados com o nível de divulgação das entidades, sendo eles: tamanho, rentabilidade, endividamento, governança corporativa, sustentabilidade, controle acionário e grau de internacionalização (COELHO et al., 2014, p. 112).

No Brasil as empresas de capital aberto devem aderir à declaração prevista na Lei 6.404/76 (lei das sociedades anônimas) que impõe, de forma obrigatória, a difusão de determinadas informações, assim como a divulgação requerida pelo padrão *International Financial Reporting Standards* (IFRS) no primeiro ano de sua adoção plena obrigatória no Brasil (2010) (SANTOS; PONTE; MAPURUNGA, 2014). Contudo, há informações não obrigatórias (voluntárias) que são sugeridas às entidades. Estas informações são exibidas nos Pareceres de Orientação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) do Brasil (MELO; PONTE; OLIVEIRA, 2007).

No estudo realizado por Archambault e Archambault (2003, p. 174), identificou-se que “o *mix* de fontes de comunicação e da quantidade e qualidade das informações divulgadas são influenciados por vários fatores que precisam ser examinados a fim de entender completamente escolhas de divulgação”. Ou seja, para um melhor entendimento das escolhas de divulgação das empresas, é necessário verificar quais fatores estão influenciando esta tomada de decisão.

O presente estudo visa colaborar para as pesquisas do âmbito de divulgação corporativa, através da construção do índice de *disclosure*, utilizando-se tanto informações obrigatórias, quanto informações voluntárias, além de aferir sua correspondência com mais variáveis relacionáveis ao score *disclosure*. Ao analisar os resultados distintos nos estudos anteriores, despertou-se interesse para a elaboração do presente estudo. Não se pretende esgotar a temática referida. Objetiva-se colaborar e auxiliar para pesquisas posteriores associadas ao tema *disclosure*.

Diante do exposto, o presente trabalho é proposto com a seguinte indagação: Quais fatores estão relacionados com o nível de *disclosure* das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa?

Por meio do questionamento proposto pela pesquisa, o artigo objetiva identificar os fatores relacionados com o nível de *disclosure* das companhias abertas brasileiras. A elaboração do presente visa contribuir para a literatura brasileira no que tange ao nível de divulgação corporativa, através da criação de um índice com informações obrigatórias e voluntárias apontadas em estudos anteriores.

Os fatores possivelmente relacionados com o nível de *disclosure* utilizados na pesquisa são: tamanho da empresa, internacionalização, alavancagem, controle acionário, rentabilidade, empresa de auditoria, nível de governança, setor regulado e a presença de investidores institucionais.

O artigo é disposto em mais quatro seções. A primeira seção aborda a revisão da literatura sobre o *disclosure*, evidenciando sua relação com o mercado, com a governança corporativa e o *disclosure* obrigatório e voluntário, entre outras ponderações. A segunda seção aborda os procedimentos metodológicos adotados na pesquisa, desde a coleta dos dados, até a estruturação dos indicadores e métodos quantitativos empregados. A terceira seção explora os resultados da pesquisa, por meio de tabelas. Por fim, na última seção são apresentadas as conclusões, limitações do estudo e sugestão para propostas de pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 *Disclosure* e sua relação com o Mercado de Capitais e Governança Corporativa

Um dos objetivos da contabilidade é possibilitar que os usuários da informação contábil avaliem a situação econômico-financeira da companhia através das demonstrações contábeis. A informação contábil contribui para a redução de assimetria informacional existente entre os usuários internos e externos das companhias.

Uma das ferramentas de governança corporativa, utilizada para minimizar conflitos de agência dentro de uma entidade é a divulgação corporativa. A transparência na divulgação de informações apresenta a oportunidade dos investidores tomarem suas decisões de acordo com julgamentos adequados diante das informações emitidas, sem qualquer viés (MOTA; PINTO, 2016, p. 25). Internacionalmente, essas práticas de divulgação são chamadas de *disclosure*, onde o nível de divulgação está relacionado com certas particularidades das companhias.

Sendo assim, Lima e Pereira (2011, p. 24) comentam que “o *disclosure* possui papel essencial na redução da assimetria informacional existente entre a empresa e os *stakeholders* e é tido como uma das principais formas de comunicação entre a empresa e os diversos usuários interessados em avaliar o desempenho da administração”.

Para Murcia e Santos (2009, p. 74) “a assimetria informacional entre os controladores e usuários externos da companhia cria a demanda para o *disclosure* corporativo, que é o canal de transmissão das informações da empresa para o mercado”. A partir do exposto, Melo, Ponte e Oliveira (2007, p. 32) comentam que “o verdadeiro intuito da *disclosure* é mostrar informações relevantes que possam transmitir segurança e confiança àqueles que pretendem investir em uma empresa”.

O *disclosure* é considerado, frequentemente, como um sistema de elementos de informações que é fornecido por uma empresa, para um público interessado, que podem ser tanto os usuários internos quanto usuários externos da informação contábil (MESER; VEITH; ZIMMERMANN, 2015, p. 257).

Um nível de *disclosure* de qualidade é “[...] eficiente na medida em que leva a uma redução no componente de assimetria de informação do custo de capital” (VERRECCHIA, 2001, p. 173). Sendo assim, além do reporte de informações seguras para os usuários das informações contábeis, é necessário que o *disclosure* reduza a assimetria da informação dos custos de capitais das empresas. Corroborando Verrecchia (2001), Watson, Shrives e Marston (2002, p. 290) comentam que “através de um maior *disclosure*, empresas tentam reduzir o custo de capital ao reduzir a incerteza dos investidores”.

Ao referir o custo de capital nas pesquisas sobre *disclosure*, torna-se necessário a análise da importância de medidas de *disclosure* para o mercado de capitais. Em seu estudo, Buzby (1974, p. 427) afirma que “[...] a medida de *disclosure* é parcialmente baseada na importância dos itens para os analistas financeiros profissionais”. Existem diversas maneiras de medir a extensão do *disclosure* nos relatórios financeiros anuais das companhias, sendo que “uma das abordagens mais simples seria basear a medida completamente em uma pesquisa com analistas financeiros” (BUZBY, 1974, p. 428).

Para Lanzana (2004), o *disclosure* é imprescindível no desempenho do mercado de capitais, sendo essencial para a avaliação adequada das oportunidades de investimentos pelos agentes econômicos, na medida em que reduz a assimetria informacional. Sendo assim, “[...] o *disclosure* possui a função de auxílio na avaliação das melhores oportunidades de alocação de recursos por parte dos investidores” (LANZANA, 2004, p. 01).

Objetivando aumentar a credibilidade da empresa com os participantes de mercado, além de aspectos financeiros “as empresas necessitam tornar as informações referentes à sua administração rapidamente acessíveis, focando seus esforços no fornecimento de uma mensagem clara e concisa, da maneira mais transparente possível, conforme recomendado” (Silva et al., 2009, p. 193). Lanzana (2004, p. 13), comenta ainda que:

A abertura de informações (ou *disclosure*) é um fator crítico para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente. As empresas fornecem informações através de seus relatórios financeiros, incluindo demonstrativos financeiros, notas de rodapé, análise e discussão por parte dos gestores, assim como outros documentos exigidos pelos órgãos reguladores.

Vale salientar que estudos apresentam que estas informações são suscetíveis de manipulações. Rihai e Bem Arab (2011, p. 53) apontam que “empresas em países com maior *disclosure* têm uma propensão mais forte para gerenciar resultados em face das previsões dos analistas financeiros”. Levando em consideração tal afirmativa, “[...] a teoria da agência sugere que as empresas altamente alavancadas iriam divulgar mais informações, a fim de satisfazer as necessidades dos principais” (WATSON; SHRIVES; MARSTON, 2002, p. 290). Sendo assim, constata-se que o *disclosure* pode estar conexo aos interesses dos principais e agentes, podendo ser utilizado como alinhamento de predileções entre principal e agente. Corroborando a assertiva anterior, Bezerra et al. (2015, p. 29) afirmam que:

O ambiente informacional corporativo surge de forma endógena por dois motivos. Primeiro: para reduzir a assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*, investidores necessitam avaliar, *ex-ante*, a empresa para decidir se irão ou não prover capital. Segundo: para evitar conflitos de agência, os investidores que aportam recursos necessitam monitorar, *ex-post*, o comportamento dos gestores. Ou seja, o *disclosure* surge de dentro da empresa para solucionar a disparidade de informação e os problemas de agência.

Watson, Shrivies e Marston (2002, p. 290) pontuam ainda que os gestores, sabendo que os acionistas vão projetar o controle de seu comportamento através do monitoramento de atividades, são instigados a tentar convencer acionistas, agindo de forma otimizada, sendo que o *disclosure* das informações da companhia pode ser um artifício de atingir esse propósito.

A omissão de informações propagadas pelas companhias é justificada por Dye (1985, p. 125) de três maneiras: primeiro, a informação que o gestor tem acesso pode não ser verificável, dificultando o processo de *disclosure*; segundo, existe uma “tensão” entre os gestores (*insiders*) e outros acionistas, o que desencoraja os gestores a liberar informações que os investidores necessitam; e terceiro, o lançamento de determinadas informações seria oneroso, tanto direta, quanto indiretamente.

Contudo, a explanação legítima para a não divulgação de determinadas informações pela gestão provém da conjuntura de que os investidores frequentemente não apresentam entendimento das informações que os gestores detêm, assim não existindo uma exigência de maior quantidade de informações, o que possibilitaria aprimorar o nível de *disclosure* das companhias (DYE, 1985, p. 126).

Verrecchia (2001, p. 174) assegura que a repercussão da divulgação de boas notícias conduz a um acréscimo no preço das companhias, enquanto a divulgação de más notícias aponta um resultado oposto. Esta ocorrência evidencia que o nível de *disclosure* das companhias pode estar associado a fatores internos, como o receio das reações de mercado em determinadas situações. De acordo com Verrecchia (2001) e Dye (1985, p. 123) os gestores dispõem de

informações cuja propagação poderia influenciar os preços das empresas, tais como informações sobre previsão de lucros.

2.2 Regulação do *Disclosure* Obrigatório e *Disclosure* Voluntário

É notório que, com o passar dos anos, o ambiente onde as empresas estão inseridas tem se tornado mais condicionante em relação à disseminação de dados financeiros das companhias. Para Wallace e Naser (1995, p. 316) “o conhecimento das relações entre o nível de *disclosure* e as características das empresas declarantes podem ser de utilidade para os reguladores”.

A difusão de informações tem sido demandada por órgãos reguladores a nível mundial. Meser, Veith e Zimmermann (2015, p. 254) explanam que os “reguladores têm aumentado as exigências em matéria de *disclosure*, e eles têm expandido mecanismo de aplicação, principalmente por introdução de um novo regime de supervisão”.

Porém, no estudo produzido por Verrecchia (2001, p. 174), foi constatado que “[...] os compromissos para o aumento (ou redução) dos níveis de *disclosure* nos EUA podem ser primariamente incrementais, levando a consequências econômicas que são difíceis de documentar”. Dessa forma, o autor conclui que os graus de divulgação em companhias norte-americanas independem do órgão regulador, atentando o ambiente econômico onde as empresas estão inseridas.

O sistema regulatório existente em múltiplos países determina quais informações devem ser disseminadas de forma obrigatória pelas companhias, sendo os perfis de informações exigidas divergentes em cada país. Entretanto, além das informações solicitadas pelo regulamento, as empresas têm alternativa de divulgar dados voluntariamente.

Para Cooke (1992, p. 231) “a divulgação é aqui definida como consistindo em ambos os itens voluntários e obrigatórios de informações fornecidas nas demonstrações financeiras [...]”. Comenta ainda que “a distinção entre as divulgações voluntárias e obrigatórias é fornecida para fins informativos e serve para obter “por trás” os dados agregados” (COOKE, 1992, p. 231).

As informações classificadas como obrigatórias e voluntárias, fornecidas nas demonstrações financeiras, em algum momento podem não ser úteis o suficiente no atendimento das necessidades de alguns usuários, como os investidores, credores, clientes e do público em geral que está interessado nas informações prestadas pela empresa (ALHAZIMEH; PALANIAPPAN; ALMSAFIR, 2014, p. 341).

No Brasil o *disclosure* pode ser classificado tanto como compulsório quanto voluntário. A divulgação compulsória ocorre quando as companhias de capital aberto remetem as informações exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), enquanto a divulgação voluntária não envolve informações exigidas pela legislação, porém sua divulgação proporciona maior transparência corporativa para as empresas (MOTA; PINTO, 2016, p. 25).

As informações voluntárias veiculadas são produto de análise pela relevância da informação. Murcia e Santos (2009, p. 75) mencionam que “[...] os controladores da empresa possuem informações adicionais cuja divulgação não é obrigatória, tendo a opção de divulgá-las em determinados casos”. A opção de transmitir uma informação voluntária procede diretamente da finalidade dos gestores. Diante disso, “a teoria da agência pode explicar por que os gerentes divulgam voluntariamente informações” (WATSON; SHRIVES; MARSTON, 2002, p. 290).

Watson, Shrives e Marston (2002, p. 290) argumentam que os gestores, prevendo que os acionistas possam controlar seu comportamento por meio do monitoramento das suas atividades, podem ser incentivados a agir de maneira otimizada através de uma divulgação eficiente dos dados financeiros.

Outra linha de pensamento acerca do *disclosure* voluntário das companhias é apresentada por Murcia e Santos (2009, p. 76), que afirmam que “[...] o *disclosure* só ocorre se

os benefícios gerados pela divulgação das informações voluntárias (redução do custo de capital, aumento da liquidez das ações) sejam superiores aos seus custos (custo de elaboração e publicação das demonstrações, custos de propriedade)”. Logo, entende-se que os autores consentem que haja interesse no *disclosure* voluntário quando os benefícios são superiores aos custos para a disseminação destas informações.

Coelho et al. (2014, p. 113) afirmam que:

[...] existe um aspecto que não tem sido considerado nas pesquisas relacionadas à evidenciação contábil, ou seja, de que a equação informacional não é apenas motivada pelas necessidades e anseios dos usuários das informações, mas também pelos interesses das empresas e/ou gestores em evidenciá-las.

Ademais, é retratada a concepção de que “[...] as empresas também poderão evidenciar informações negativas de maneira voluntária quando acreditarem que serão mais penalizadas pelos usuários externos, caso não as divulguem” (MURCIA; SANTOS, 2009, p. 78). No entanto, para Cooke (1992, p. 232), a divulgação de informações voluntárias “[...] pode estar ligada à hipótese de necessidade de capital, uma vez que essas corporações que desejam levantar dinheiro com o menor custo de capital por meio de uma bolsa de valores são susceptíveis voluntariamente para aumentar a divulgação”.

No Brasil, as informações de caráter obrigatório são aquelas que estão previstas de acordo com a lei 6.404/76 (lei das sociedades anônimas). Informações adicionais e não obrigatórias são apresentadas nos Pareceres de Orientação nº 15/87, 17/89 e 19/90 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que se dedicam basicamente ao relatório da administração e servem apenas como recomendações às companhias (MELO; PONTE; OLIVEIRA, 2007, p. 33).

As informações adicionais, sugeridas pelos pareceres da CVM, segundo Melo, Ponte e Oliveira (2007, p. 33) são: descrição dos negócios, produtos e serviços; comentários sobre a conjuntura econômica geral; recursos humanos; investimentos; pesquisa e desenvolvimento; novos produtos e serviços; proteção ao meio ambiente; reformulações administrativas; investimentos em controladas e coligadas; direitos dos acionistas e dados do mercado; e perspectivas e planos para o exercício em curso e os vindouros.

Após elucidar os princípios do regulamento que obriga as companhias a disseminarem fatores acerca da divulgação voluntária das empresas, torna-se fundamental evidenciar fatores que possibilitem esclarecer o grau de *disclosure* das empresas.

2.3 Fatores Relacionados ao *Disclosure* das Empresas e Hipóteses da Pesquisa

Vários fatores que desempenham papéis importantes na redução do “hiato informacional”, entre a administração e as partes interessadas, foram reconhecidos por pesquisas anteriores. As características da empresa e os atributos de governança corporativa são considerados importantes em pesquisas sobre divulgação corporativa (NANDI; GHOSH, 2013, p. 46).

A literatura sobre divulgação de informações financeiras citou vários fatores que explicam essa prática. Os fatores citados são específicos para as empresas, em sua estrutura ou desempenho e sua governança corporativa (JOUINI, 2013, p. 96). Nas pesquisas sobre divulgação corporativa, vários aspectos são verificados como relacionados ao grau de *disclosure* das companhias. Algumas pesquisas apontaram que uma divulgação ampla em relatórios anuais das companhias está correlacionada, positivamente, ao tamanho da empresa.

Silva et al. (2009, p. 193) afirmam que “[...] as empresas de maior porte tendem a adotar práticas de gestão mais profissionais, tendo em vista a maior complexidade organizacional”. Os autores justificam essa relação positiva das empresas de grande porte, com um maior nível de *disclosure* das companhias, através da complexidade organizacional, o que induz as empresas a admitirem um grau de divulgação mais elevado em detrimento às empresas de pequeno porte.

Para Utama (2012, p. 79) “[...] a extensão da divulgação voluntária nas empresas é positivamente afetada pelo tamanho da empresa, porque as grandes empresas são supervisionadas de perto pelos acionistas e podem suportar o custo extra de uma maior divulgação”. Já para Nandi e Ghosh (2013, p. 49) “uma explicação plausível dessa associação positiva pode ser que as empresas maiores divulgam mais informações do que as pequenas empresas para atrair potenciais investidores no mercado de capitais”.

Rufino e Monte (2014, p. 62) explicam que as empresas de grande porte possuem uma exposição pública maior do que as empresas de menor porte. Assim sendo, estas empresas têm maior interesse para a divulgação de mais informações, para atender aos anseios das partes interessadas. Neste entendimento, “[...] as grandes empresas têm maior assimetria de informações entre gestores e acionistas e, portanto, maiores custos de agência decorrentes dessa assimetria” (RUFINO; MONTE, 2014, p. 62).

O tamanho da empresa pode ser medido considerando diversos fatores como: volume de negócios, número de funcionários e o total de ativos (MBEKOMIZE; WALLY-DIMA, 2013, p. 69). Já para Ahmed e Courtis (1999, p. 37), o tamanho corporativo das companhias pode ser medido através do valor total de ativos; valor de mercado; receita total; do número total de acionistas, entre outros.

Com base nas evidências teóricas e empíricas apresentadas, é utilizado nesta pesquisa o tamanho da empresa baseado no logaritmo natural do ativo total das entidades, da mesma forma que foi utilizado nos estudos de Mbekomize e Wally-Dima (2013) e Bezerra et al. (2015). Assim sendo, a primeira hipótese da pesquisa é apresentada:

H₁: Empresas de maior porte possuem maior nível de *disclosure* do que as empresas de menor porte.

Além do tamanho da empresa, outros fatores foram verificados e associados ao nível de *disclosure* das companhias. Características constatadas como “[...] empresas listadas na bolsa, alavancagem, capacidade de lucros e tamanho de firma de auditoria foram as características corporativas mais comuns examinados com o nível de *disclosure*” (AHMED; COURTIS, 1999, p. 36).

Para Cooke (1992, p. 232) “[...] várias empresas cotadas, que levantam capital nos mercados internacionais, terão um maior nível de divulgação do que empresas listadas no mercado interno, puramente se as exigências dos mercados de ações no exterior são maiores do que os das suas trocas domésticas”. Portanto, empresas listadas na bolsa de valores de outros países, dependendo do mercado, podem exibir um nível de divulgação maior do que empresas que não são listadas.

Para Bezerra et al. (2015, p. 31) “[...] considera-se internacionalizada a empresa brasileira que emitir *American Depositary Receipts* (ADR) nos níveis II e III, pois somente nesses níveis as firmas estrangeiras são obrigadas a atender às exigências da SEC e a elaborar demonstrações financeiras em US GAAP”. Sendo assim, a segunda hipótese da pesquisa é apresentada conforme segue:

H₂: Empresas listadas em bolsas internacionais possuem maior nível de *disclosure* do que as empresas listadas apenas na bolsa nacional.

No que tange ao nível de alavancagem das companhias, Nandi e Ghosh (2013, p. 50) afirmam que é esperado que a alavancagem possa influenciar a extensão/grau da divulgação corporativa, porque uma empresa fortemente alavancada tem um maior desejo de satisfazer a demanda por informações para seus credores de longo prazo. Ahmed e Courtis (1999, p. 38) argumentam que “[...] as firmas mais altamente alavancadas incorrem em mais custos de

monitoramento. Elas procuram reduzir estes custos através da divulgação de mais informações em relatórios anuais”. Através do exposto, a terceira hipótese da pesquisa é apresentada a seguir:

H₃: Empresas com maior grau de alavancagem possuem maior nível de *disclosure*.

Porém, ainda sobre alavancagem, o resultado alcançado por Meek, Roberts e Gray (1995, p. 566) aponta que a alavancagem das companhias está negativamente correlacionada ao grau de *disclosure* das companhias, sendo que quanto maior a alavancagem, menor o *disclosure*, e vice e versa, prevendo que empresas com mais alto endividamento tendem a divulgar menos. Assim sendo, a quarta hipótese da pesquisa é apresentada conforme segue:

H₄: Empresas com maior alavancagem possuem menor nível de *disclosure*.

O controle acionário pode ser apontado também como um fator relevante para o nível de *disclosure* das empresas. Archambault e Archambault (2003, p. 180) afirmam que “[...] investidores que possuem uma grande porcentagem de uma empresa são mais capazes de obter informações diretamente da empresa”. Ou seja, empresas que têm um controle acionário concentrado, tendem a divulgar menos informações, por não haver pressão do lado dos acionistas. Empresas com controle acionário disperso, nesta lógica, tendem a divulgar mais informações, pelo fato de o acionista não ter como obter informação diretamente da empresa. A quinta hipótese da pesquisa é apresentada conforme segue:

H₅: Empresas com menor concentração de controle acionário possuem maior nível de *disclosure* do que as empresas com controle mais concentrado.

No que tange ao nível de rentabilidade das companhias, Ahmed e Courtis (1999, p. 38) atestam que uma “[...] maior rentabilidade motiva de gerenciamento de proporcionar maiores informações, porque aumenta a confiança dos investidores, que por sua vez, aumenta a remuneração da administração”. Sendo assim, um nível de rentabilidade elevado motiva a uma maior divulgação de informações corporativas.

Para Nandi e Ghosh (2013, p. 49) “de acordo com a teoria de sinalização, empresas lucrativas irão divulgar mais informações nos relatórios anuais para se diferenciar das empresas menos rentáveis”. Rufino e Monte (2014, p. 62) comentam ainda que “[...] quando a rentabilidade da empresa for superior à média do setor, os gestores serão mais motivados a divulgarem uma quantidade maior de informações sobre a situação financeira aos acionistas e investidores”.

Sendo assim, uma rentabilidade maior pode estar relacionada com um maior índice de *disclosure* das companhias. A sexta hipótese é formulada conforme segue:

H₆: Empresas com maior rentabilidade possuem maior nível de *disclosure* do que as empresas com menor nível de rentabilidade.

Ainda no que tange à rentabilidade, Wallace e Naser (1995, p. 346) comentam que empresas com baixa rentabilidade agem de forma mais abrangente em sua divulgação, pois tendem a ver uma rentabilidade mais baixa como más notícias e provavelmente ofertam mais detalhes em suas demonstrações financeiras. Verrecchia (2001, p. 174) assegura que a repercussão da divulgação de boas notícias das companhias aumenta o seu preço, tendo um impacto positivo na sua rentabilidade, o que justifica o aumento de divulgação corporativa em situações de baixa rentabilidade. Na pesquisa realizada por Dal Magro *et al.* (2015, p. 103), a

rentabilidade foi relacionada de forma significativa ao nível de *disclosure* das companhias, porém este resultado também foi negativo, conforme Wallace e Naser (1995). Sendo assim, a sétima hipótese formulada é:

H7: Empresas com menor rentabilidade possuem maior nível de *disclosure* do que as empresas com maior nível de rentabilidade.

Outro fator apontado na literatura como relacionado ao *disclosure* é o porte da empresa que audita as demonstrações contábeis da entidade que reporta a informação. Maia, Formigoni e Silva (2012, p. 337) pressupõem “[...] que empresas de auditoria externa, de forma geral, influenciem positivamente seus clientes a estarem em conformidade com os princípios e as normas contábeis locais, independente do seu porte, setor, situação financeira e estrutura acionária”.

As empresas auditadas por grandes empresas de auditoria podem ter um índice de divulgação maior. Archambault e Archambault (2003, p. 181) comentam que as “firmas de auditoria maiores podem tentar melhorar a qualidade percebida dos relatórios anuais, divulgando mais informações aos seus clientes”. As grandes companhias de auditoria “[...] têm um forte incentivo para manter sua independência e para impor padrões de divulgação mais rigorosos porque têm mais a perder com a deterioração de sua reputação” (JOUNI, 2013, p. 96).

A qualidade de auditoria é medida pelas quatro grandes empresas de auditoria mundiais, consideradas como *Big Four* da auditoria. Os resultados obtidos no estudo de Al-Janadi, Rahman e Omar (2013) demonstram que as quatro maiores firmas de auditoria têm mais credibilidade na divulgação de informação de qualidade. Segundo Maia, Formigoni e Silva (2012, p. 339):

Entende-se que essa maior capacidade das auditorias *big four* seja extensível ao *disclosure*, ou seja, acredita-se que as empresas de auditoria externa *big four* tenham maior influência sobre seus clientes, comparativamente às demais empresas de auditorias, de modo que eles façam as divulgações mínimas requeridas pelos órgãos regulatórios.

No estudo desenvolvido por Santos, Ponte e Mapurunga (2014, p. 175), os resultados apontam para uma relação positiva entre empresas auditadas por “*Big 4*” e níveis de divulgação das companhias. Assim sendo, no Brasil, empresas auditadas por *Big Four* podem ter mais informações divulgadas do que outras empresas. A oitava hipótese é demonstrada a seguir:

H8: Empresas auditadas pelas quatro maiores (“*Big Four*”) possuem maior nível de *disclosure* do que as empresas não auditadas.

Outro fator que pode influenciar o nível de *disclosure* em empresas é o nível de governança corporativa em que a companhia está inclusa. Al-Janadi, Rahman e Omar (2013) afirmam que “[...] os mecanismos de governança corporativa são considerados determinantes significativos da qualidade e credibilidade dos relatórios financeiros”. Os resultados apontados pelo estudo desenvolvido por estes autores fornecem evidências sobre a eficácia da governança corporativa como um mecanismo de monitoramento, para fornecer aos usuários as informações adequadas e suficientes.

Considerando o nível de governança corporativa das empresas, Melo, Ponte e Oliveira (2007, p. 34) afirmam que:

Outro advento na realidade brasileira que auxiliou a mensuração qualitativa das informações evidenciadas pelas empresas do país foi a criação de três níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) pela Bovespa. Cada nível tem um grau de exigência de informações que devem ser divulgadas nas demonstrações contábeis das empresas envolvidas no novo projeto da Bovespa.

Conforme exposto, a nona hipótese pode ser apresentada da seguinte forma:

H₉: Empresas inclusas nos maiores níveis de governança corporativa possuem maior nível de *disclosure* do que as empresas não inclusas.

Outra ponderação que pode ser associada ao nível de *disclosure* das companhias é o segmento no qual a empresa está inclusa. Para Cooke (1992, p. 232) os “níveis de divulgação nos relatórios anuais das empresas não são susceptíveis de ser idêntica em todos os setores da economia”. Portanto, pode haver setores da economia onde exista uma norma que imponha a divulgação de determinadas informações não exigidas por outros setores, como por exemplo, o setor de energia elétrica no Brasil, conforme comentado por Murcia e Santos (2009, p. 86). A décima hipótese da pesquisa é apresentada conforme segue:

H₁₀: Empresas do setor de energia elétrica possuem maior nível de *disclosure* do que as demais empresas.

No estudo realizado por Sengupta (2004, p. 462) afirmou-se que investidores institucionais exigem, de forma contínua, informações financeiras de empresas, sendo que para atender à pressão destes investidores, as empresas reportam informações nos relatórios financeiros de forma mais frequente. Assim sendo, a décima primeira hipótese formulada é:

H₁₁: Empresas com elevado número de investidores institucionais possuem maior nível de *disclosure* do que as demais empresas.

Ao avaliar a qualidade do *disclosure* das companhias, pesquisadores vêm encontrando dificuldades para mensurar um nível de divulgação. Estudos de índices de *disclosure* assumem *proxies* para determinar a qualidade da divulgação, através da percepção da quantidade de informações divulgadas pelas empresas (BEATTIE; MCINNES; FEARNLEY, 2004, p. 210).

Beattie, Mcinnes e Fearnley (2004, p. 210) afirmam ainda que, devido ao número de itens divulgados pelas empresas ser muito extenso, “os pesquisadores tendem a se concentrar em um pequeno subconjunto de itens (por exemplo, divulgações sociais e ambientais; divulgações obrigatórias)”. Ou seja, os estudos tendem a categorizar o tipo de informação que projetam pesquisar, para verificar o nível de *disclosure* de determinada categoria.

Os resultados de estudos sobre *disclosure* corporativo podem auxiliar na determinação de prioridades para a divulgação de informações em demonstrações financeiras. Sendo assim, a próxima seção irá abordar os parâmetros metodológicos adotados na presente pesquisa.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

3.1 Procedimentos para a Coleta de Dados e Definição das Variáveis

Com o objetivo de verificar a prevalência de aspectos que estão relacionados ao nível de divulgação das companhias, foram selecionadas empresas brasileiras de capital aberto listadas na bolsa de valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), constantes na última carteira vigente do Índice Bovespa (Ibovespa) do ano de 2015.

O objetivo do índice Ibovespa é ser o indicador do desempenho médio das cotações dos ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro. O índice é composto pelas empresas que atendem às respectivas características: Estar entre os ativos elegíveis que, no período de vigência das 3 (três) carteiras anteriores, em ordem decrescente de Índice de Negociabilidade (IN), representem em conjunto 85% do somatório total desses indicadores; ter presença em pregão de 95% no período de vigência das 3 carteiras anteriores; ter participação em termos de volume financeiro maior ou igual a 0,1%, no mercado à vista, no

período de vigência das 3 carteiras anteriores; e não ser classificado como “*Penny Stock*” (BM&FBOVESPA, 2015).

Através das características evidenciadas, torna-se importante a utilização desta carteira, pois as empresas apresentam similaridades. Utilizou-se a última carteira de 2015 por esta possuir informações mais recentes na coleta dos dados para esta pesquisa. De acordo com os critérios evidenciados na Tabela 1, a pesquisa abrangeu 49 companhias de capital aberto.

Tabela 1 - Seleção da amostra.

Companhias abertas incluídas na carteira do Ibovespa entre 01/09/2015 e 31/12/2015	61
(-) Companhias financeiras pertencentes ao setor "Bancos"	(5)
(-) Companhias financeiras pertencentes ao setor "Seguradoras"	(1)
(-) Companhias não financeiras consideradas como Holdings	(6)
(=) Número final de companhias incluídas no estudo	49

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Foram excluídas as empresas financeiras que apresentam muitas diferenças em níveis de divulgação se comparadas com empresas não financeiras. As companhias holdings foram excluídas por serem controladas ou coligadas a outras já constantes na amostra, assim excluindo o efeito de duplicidade de empresas.

Para a constituição da variável dependente “*score disclosure*”, foram utilizadas informações obrigatórias e voluntárias das companhias, tendo em vista a projeção de um *score disclosure* para medir o nível de divulgação das companhias. As variáveis utilizadas seguem os parâmetros de divulgação propostos por Buzby (1974) e Barrett (1976). Foram incorporadas características apontadas nos estudos de Santos, Ponte e Mapurunga (2014) e Melo, Ponte e Oliveira (2007), que verificaram a conformidade dos itens de divulgação requerida em notas explicativas, através da adoção obrigatória do IFRS no Brasil e pelas informações voluntárias sugeridas nos Pareceres de Orientação 15/87, 17/89, 19/90 e 24/92 da CVM. O Quadro 1 sintetiza as informações consideradas no presente estudo para a formulação do *score disclosure* das empresas:

Quadro 1. Informações obrigatórias e voluntárias para o *score disclosure*.

LISTA DE INFORMAÇÕES DIVULGADAS – SCORE DISCLOSURE
Previsão de lucros do próximo ano;
Perdas Estimadas para créditos de liquidação duvidosa;
Segregação dos estoques;
Método usado para determinar o custo de estoques;
Descrição das usinas e armazéns;
Informações sobre o plano de opção de ações da empresa;
Composição dos ativos do imobilizado;
Depreciação acumulada e valor atual da depreciação;
Método de depreciação;
Informações sobre investimentos das controladas e coligadas;
As informações sobre operações de arrendamento mercantil;
Informações relativas ao plano de pensão dos funcionários da empresa.
Valor em dólares de gastos de capital da empresa;
Informações sobre as despesas com pesquisa e desenvolvimento;
Gastos com manutenção e reparação;
Receitas de vendas pelas linhas de produtos e classes de clientes;
Informações sobre combinações de negócios;
Valores de juros e principal sobre dívidas a longo prazo;
Cálculo do resultado primário e totalmente diluído por ação.
Declaração de objetivos da empresa e política de dividendos;
Informações por Segmento;

Divulgação de ganhos e perdas de conversão de câmbio;
Comentários sobre a conjuntura geral da empresa;
Proteção ao meio ambiente;
Reformulações administrativas;
Demonstrações complementares (DFC e DVA);
Valor de mercado dos estoques, ouro; ações de alta liquidez;

Fonte: Buzby (1974); Barrett (1976); Melo, Ponte e Oliveira (2007); Santos, Ponte e Mapurunga (2014).

A figura 1 aponta 27 informações obrigatórias e voluntárias referentes ao *disclosure* das companhias abertas. As informações foram obtidas através das Demonstrações Financeiras Anuais, Notas Explicativas e Formulários de Referência, todos disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Adotou-se os valores entre 0 para as empresas que não divulgam, e 1, para as empresas que divulgam informações acerca de cada item informado na Figura 1. Ahmed e Courtis (1999) comentam que a forma de medida do índice de *disclosure* das companhias pode ser ponderada, ou não ponderada, através da adoção de pesos para cada item de divulgação. No presente estudo optou-se pelo não ponderamento das informações. Esta decisão foi influenciada pelo estudo de Beattie, Mcinnes e Fearnley (2004) que concluíram que pesquisas que admitiram medidas ponderadas tendem a fornecer resultados iguais a pesquisas que aplicaram medidas não ponderadas, caso haja a utilização de um grande número de itens, a exemplo do presente estudo.

Após a construção do índice de divulgação, buscou-se obter as variáveis associadas ao grau de divulgação das companhias. O Quadro 2 evidencia as múltiplas características que podem estar relacionadas com o grau de divulgação, tanto de forma positiva, quanto de forma negativa:

Quadro 2. Variáveis independentes, mensuração, base de dados e hipóteses.

Variável Independente	Mensuração da Variável	Fonte da Coleta	Hipóteses
TAMANHO / TAM (+)	Logaritmo do ativo total ao final do exercício (AHMED; COURTIS, 1999; BUZBY, 1974; LIMA; PEREIRA, 2011; SILVA et al., 2009).	Economática.	H1
INTERNACIONALIZAÇÃO / INT (+)	<i>Dummy</i> que assume 1 (um) se a companhia possui ações negociadas na Bolsa de Valores dos Estados Unidos, 0 (zero) caso contrário (COOKE, 1992).	Economática	H2
ALAVANCAGEM / ALAV (+/-)	Razão entre passivo exigível e patrimônio líquido, medidos ao fim do exercício (AHMED; COURTIS, 1999; ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003).	Economática.	H3 e H4
CONTROLE ACIONÁRIO / CA (+)	Porcentagem dos títulos em poder dos controladores (controlador com pelo menos 50% de participação na companhia) (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003; MURCIA; SANTOS, 2009).	Formulário de Referência em www.cvm.gov.br	H5
RENTABILIDADE DOS ATIVOS / ROA (+/-)	Lucro líquido dividido pelo ativo total (AHMED; COURTIS, 1999; DAL MAGRO et al., 2015; WALLACE; NASER, 1995).	Economática.	H6 e H7
AUDITADA POR BIG FOUR / AUD (+)	<i>Dummy</i> que assume 1 (um) se a companhia é auditada por <i>Big Four</i> , 0 (zero) caso contrário (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003).	Demonst. Fin. anuais comp. Em www.cvm.gov.br .	H8

NÍVEL DE GOVERNANÇA / GOV (+)	<i>Dummy</i> que assume 1 (um) se a empresa aderiu a algum dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, 0 (zero) caso contrário (MELO, PONTE E OLIVEIRA, 2007).	www.bmfbovespa.com.br	H9
SETOR / SET (+)	<i>Dummy</i> que assume 1 (um) se a empresa pertence ao setor de energia elétrica, 0 (zero) caso contrário (COOKE, 1992; MURCIA; SANTOS, 2009).	Economática.	H10
INVESTIDOR INSTITUCIONAL / II (+)	Porcentagem do total de ações em poder de investidores institucionais (SENGUPTA, 2004).	Formulário de Referência em www.cvm.gov.br .	H11

Fonte: Elaborado pelos autores.

Foram utilizadas nove variáveis independentes no estudo. As variáveis de auditoria (AUD), rentabilidade (ROA), internacionalização (INT), tamanho (TAM), alavancagem (ALAV) e setor (SET), foram extraídas da base de dados Economática. A variável referente ao nível de governança (GOV) foi obtida na Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA). As variáveis referentes ao investidor institucional (II) e controle acionário (CA), foram obtidas através de análise dos formulários de referência da CVM.

3.2 Modelo de Regressão Utilizado

No intuito de verificar a relação das características das empresas com os seus respectivos níveis de disclosure foi empregado o teste de regressão linear múltipla, por mínimos quadrados ordinários, para informações obtidas acerca das demonstrações financeiras referentes ao ano de 2015.

A variável dependente do estudo é o score disclosure (DISC), arquitetado por meio das observações demonstradas na Tabela 2. As variáveis independentes são compostas por: empresas auditadas por Big Four (AUD); rentabilidade dos ativos (ROA); empresas internacionalizadas (INT); tamanho da empresa (TAM); níveis de governança (GOV); alavancagem (ALAV); setor de energia elétrica (SET); presença de investidor institucional (II) e controle acionário (CA). O modelo estatístico utilizado para verificar a relação da variável de disclosure com as demais variáveis independentes é demonstrado a seguir:

$$DISC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 TAM_{i,t} + \beta_2 INT_{i,t} + \beta_3 ALAV_{i,t} + \beta_4 CA_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 AUD_{i,t} + \beta_7 GOV_{i,t} + \beta_8 SET + \beta_9 II_{i,t} + \mu_{i,t} \quad \text{Equação 1}$$

O modelo teve como finalidade analisar de que forma o índice de *disclosure* (DISC) é relacionado com as demais variáveis independentes. Todas as variáveis obtidas referenciam o ano de 2015. O μ representa o termo de erro da regressão.

Para obtenção dos resultados, os dados foram gerados através do software Gretl. Este é um software livre que compila e interpreta dados econométricos, sendo nele gerados os resultados referentes a regressão linear múltipla por mínimos quadrados ordinários.

A próxima seção demonstra os resultados das variáveis aqui apresentadas, através das análises de regressão linear, que serão expostos em tabelas com seus respectivos sinais e relevância.

4 RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 Análise dos Dados da Pesquisa

Objetivando verificar quais os fatores que apresentam maior relação com o nível de divulgação das companhias de capital aberto brasileiras, foram examinadas 11 hipóteses entre os fatores relacionados ao nível de divulgação das companhias. No intuito de testar as hipóteses,

foi adotado o método quantitativo de regressão linear múltipla, pelo método de mínimos quadrados ordinários, para 49 empresas no ano de 2015 que compunham a carteira do Ibovespa.

Os resultados obtidos através do modelo de regressão múltipla são apresentados na Tabela 2, dispondo de seus coeficientes, erros padrões, razão-t, p-valor e relevância, respectivamente:

Tabela 2 - Modelo de regressão por Mínimos Quadrados Ordinários – Variável Dependente (DISC).

	COEFICIENTE	ERRO PADRÃO	RAZÃO-T	P-VALOR	
Constante	20,4732	6,37354	3,2122	0,0026	***
AUD	-0,0218182	1,79406	-0,0122	0,9904	
ROA	-0,163915	0,0717084	-2,2859	0,0278	**
INT	1,77049	0,895424	1,9773	0,0551	*
TAM	-0,0223226	0,790272	-0,0282	0,9776	
GOV	-0,266656	1,31182	-0,2033	0,8400	
ALAV	-0,158645	0,0906705	-1,7497	0,0880	*
SEG	-1,71384	1,15509	-1,4837	0,1459	
II	-6,9283	3,08149	-2,2484	0,0303	**
CA	-0,242193	1,27453	-0,1900	0,8503	

AUD = Empresas auditadas por *BIG 4*; ROA = Retorno sobre os Ativos; INT = Empresas com ações na Bolsa de Valores dos Estados Unidos; TAM = Tamanho da Empresa; GOV = Empresas com Níveis Diferenciados de Governança Corporativa; ALAV = Grau de Alavancagem das Empresas; SEG = Empresas do Segmento de Energia Elétrica; II = Participação de Investidores Institucionais; CA = Controle acionário disperso em empresas.

***, ** e * correspondem à significância estatística nos níveis de 1%, 5% e 10%, respectivamente.

Fonte: Elaborado pelos autores.

O modelo de regressão testado obteve um R-quadrado de 0,3837, ou seja, o modelo de regressão por mínimos quadrados ordinários é confiável a 38,37%. Os resultados encontrados apontam que apenas as variáveis “Retorno sobre os Ativos” (ROA), “Internacionalização” (INT) e “Alavancagem das Companhias” (ALAV) foram relevantes aos níveis de 5% e 10% com a variável dependente de Nível de *Disclosure* das companhias.

A variável Internacionalização (INT) tem significância a um nível de 10%, evidenciando que as empresas listadas em bolsas internacionais possuem maior nível de *disclosure* em detrimento às empresas que constam unicamente na bolsa nacional. Sendo assim, a hipótese H2 foi aceita de acordo com Cooke (1992).

No que tange ao grau de alavancagem (ALAV), o resultado da regressão aponta para uma relação negativa e significativa ao nível de 10% entre a alavancagem e o score *disclosure* das companhias brasileiras. Dessa forma, a hipótese H4 é aceita conforme apontado por Meek, Roberts e Gray (1995), pois se constatou que quanto maior a alavancagem das empresas, menor é o grau de divulgação destas.

A variável ROA foi significativo ao nível de 5% com a variável dependente *disclosure*, assim, a hipótese H7, onde empresas com menor rentabilidade possuem um nível mais acentuado de *disclosure* em detrimento às empresas mais rentáveis, é aceita de acordo com Dal Magro *et al.* (2015), Verrecchia (2001) e Wallace e Naser (1995).

O resultado acerca da proporção de investidores institucionais nas companhias (II) foi traduzido em uma relevância percentual equivalente a 5% a variável dependente DISC. O que chamou atenção no resultado obtido foi a relação negativa entre as variáveis, visto que a literatura evidencia uma relação positiva entre investidores institucionais e *disclosure*.

As variáveis referentes a empresas de auditoria (AUD), tamanho (TAM), governança corporativa (GOV), segmento (SEG), controle acionário (CA) e as relações com sinais inesperados acima citados, foram rejeitados, pois nenhuma das variáveis foram

significativamente relacionadas ao nível de *disclosure* das companhias objetos de análise. Sendo assim, as hipóteses H1, H3, H5, H6, H8, H9, H10 e H11 não foram aceitas pela ausência de certificação referente à relação com a variável dependente, objeto deste estudo.

4.2 Resultados Alcançados pela Pesquisa

Ao analisar quais fatores podem explicar o nível de divulgação corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que compuseram a última carteira vigente do Ibovespa em 2015, estudos apontavam que nove variáveis tinham influência nos indicadores de divulgação das empresas. Desta forma, 11 hipóteses foram elaboradas e testadas utilizando o modelo de regressão linear múltipla com o intuito de avaliar o nível de divulgação corporativa.

A relação negativa observada entre a rentabilidade e o nível de divulgação das companhias é exposta por Wallace e Naser (1995) e Verrecchia (2001), onde defendem que ao auferir um baixo grau de rentabilidade, empresas são motivadas a reforçar os seus níveis de divulgação. Isso ocorre pelo fato de as empresas julgarem que um declínio na rentabilidade refere a más notícias, e desse modo pretende compensar este resultado extraído por meio de um progresso nos níveis de divulgação corporativa. O resultado obtido pela pesquisa de Dal Magro *et al.* (2015) também atingiu uma relação significativa e negativa entre as variáveis rentabilidade e *disclosure*. Os resultados apontados por esta variável estão em desacordo com as pesquisas de Uyar e Kiliç (2012), Nandi e Ghosh (2013), Jouini (2013) e Rufino e Monte (2014), pois estes autores obtiveram relação positiva e significativa entre as variáveis de divulgação e rentabilidade.

O único aspecto associado positivamente de forma significativa com o nível de *disclosure* das companhias foi a Internacionalização das empresas. Este resultado está de acordo com os resultados obtidos por Cooke (1992), Maia, Formigoni e Silva (2012) e Bezerra *et al.* (2015), que obtiveram relação positiva e significativa entre o nível de divulgação e a internacionalização das empresas. Em contrapartida, o resultado está em desacordo com os achados de Rufino e Monte (2014), que não obtiveram relação significativa com a internacionalização.

Este fator indica que empresas que possuem ações negociadas na Bolsa de Valores dos Estados Unidos tendem a divulgar mais informações em detrimento às empresas listadas unicamente na bolsa do seu país de origem. Este resultado foi comentado por Cooke (1992), que explana que as empresas com capital em mercados internacionais obterão um grau mais significativo de *disclosure*, pois as exigências dos mercados de ações do exterior são maiores. No caso da presente pesquisa, os resultados apontam que o mercado estadunidense é mais minucioso em comparação ao mercado brasileiro, no que compete aos níveis de exigência de informações corporativas, através dos resultados obtidos pelo estudo.

Os resultados relativos à alavancagem estão de acordo com a pesquisa realizada por Meek, Roberts e Gray (1995), Uyar e Kiliç (2012) e Nandi e Ghosh (2013), que obtiveram uma relação negativa entre o grau de alavancagem com o nível de *disclosure* das companhias dos Estados Unidos, Reino Unido, Europa Continental, Turquia e Índia. Este fator denota que empresas altamente endividadas tendem a veicular informações com frequência reduzida. Este resultado contraria Ahmed e Curtis (1999) e Maia, Formigoni e Silva (2012), onde, de acordo com seus estudos, argumentam que empresas altamente alavancadas procuram reduzir os custos através da divulgação de mais informações em relatórios anuais, a fim de minimizar os custos de monitoramento.

O resultado que mais surpreendeu foi a relação negativa entre a presença de investidores institucionais e o nível de *disclosure* das companhias abertas brasileiras. Sengupta (2004) afirma que investidores institucionais exigem informações financeiras de forma contínua, sendo que as empresas reportam informações em relatórios com maior frequência objetivando suprir

a pressão desses investidores. O resultado esperado através do exposto seria uma relação positiva e significativa entre as variáveis, porém a análise dos dados obtidos apresentou um resultado significativamente negativo.

Uma provável justificativa para essa relação se traduz na pressão de investidores institucionais, que motiva as empresas a reportarem informações de forma direta aos investidores a fim de atender às exigências impostas. Ou seja, ao reportar informações diretamente aos investidores, as empresas acabam deixando por divulgar certas informações já reportadas. Esse fator poderia ser explicado desta forma, porém cabe mais investigação acerca deste fator relacionado negativamente com a divulgação corporativa das entidades.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Os resultados do estudo apontam para quatro segmentos distintos, positiva ou negativamente significantes com o nível de *disclosure*. O primeiro resultado evidencia uma relação positiva e significativa entre a internacionalização e o nível de *disclosure* das empresas. O resultado esclarece que empresas que dispõem de ações negociadas em bolsas de valores de mercados internacionais tendem a divulgar mais em detrimento às outras empresas. O resultado comprova que no Brasil o grau de exigência concernente às informações das companhias de capital aberto é inferior em detrimento aos Estados Unidos, onde foram identificadas as empresas que negociam no referido mercado.

O segundo resultado obtido evidencia uma relação negativa e significativa entre alavancagem e o nível de divulgação das companhias. Sendo assim, quanto maior o grau de alavancagem, menor será o nível de divulgação corporativa pelas empresas brasileiras de capital aberto.

O terceiro resultado aponta para uma relação negativa e significativa entre a rentabilidade e os níveis de divulgação das companhias. Assim, constata-se que a rentabilidade das empresas e o nível de *disclosure* detêm-se de um caráter inversamente proporcional. Este resultado denota que as empresas, ao considerarem a baixa rentabilidade como má notícia, tentam compensar o resultado auferido com um aperfeiçoamento nos níveis de divulgação corporativa das companhias.

O ultimo resultado obtido nos testes de regressão procedeu de uma relação negativa e significativa entre a proporção de investidores institucionais e o nível de divulgação corporativa nas companhias. O resultado esperado tenderia a ser positivo, porém uma explicação lógica para esta relação é a de que as empresas reportam informações financeiras aos investidores institucionais diretamente, motivando, dessa forma, que a publicação de determinadas informações sejam omitidas nos relatórios financeiros, o que justificaria a relação negativa entre as variáveis.

A pesquisa limita-se por ter se apropriado de apenas um ano para análise, além de um número reduzido de empresas. No que tange aos estudos futuros, sugere-se que haja coleta de dados durante um período maior, adotando modelos de regressão em painéis, com a apropriação de mais empresas. Ademais, propõe-se que haja a investigação dos fatores relacionados à relação negativa entre os investidores institucionais e o nível de *disclosure* das companhias brasileiras de capital aberto.

REFERÊNCIAS

AHMED, K.; COURTIS, J. K. Associations Between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis. **British Accounting Review**, v. 31, n. 1, p.35-61, 1999.

ALENCAR, R. C. Custo do Capital Próprio e Nível de *Disclosure* nas Empresas Brasileiras. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 2, n. 1, p.1-12, 2005.

- ALHAZAIMEH, A.; PALANIAPPAN, R.; ALMSAFIR, M. The impact of corporate governance and ownership structure on voluntary disclosure in annual reports among listed Jordanian companies. **Procedia-Social and Behavioral Sciences**, v. 129, p. 341-348, 2014.
- AL-JANADI, Y.; RAHMAN, R. A.; OMAR, N. H. Corporate governance mechanisms and voluntary disclosure in Saudi Arabia. **Research Journal of Finance and Accounting**, v. 4, n. 4, 2013.
- ARCHAMBAULT, J. J.; ARCHAMBAULT, M. E. A multinational test of determinants of corporate disclosure. **The International Journal of Accounting**, v. 38, n. 1, p.173-194, 2003.
- BALL, R.; FOSTER, G. Corporate Financial Reporting: A Methodological Review of Empirical Research. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 20, n. 1, p.161-234, 1982.
- BARRETT, M. E. Financial Reporting Practices: Disclosure and Comprehensiveness in an International Setting. **Journal of Accounting Research**, v. 14, n. 1, p.10-26, 1976.
- BEATTIE, V.; MCINNES, B.; FEARNLEY, S. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. **Accounting Forum**, v. 28, n. 1, p.205-236, 2004.
- BEZERRA, P. C. S.; LUSTOSA, P. R. B.; SALES, I. C. H.; FERNANDES, B. V. R. Estrutura de propriedade, conselho de administração e *disclosure* voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. **Revista Universo Contábil**, v. 11, n. 2, p. 25-46, 2015.
- BUZBY, S. L. Selected Items of Information and Their Disclosure in Annual Reports. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 49, n. 3, p.423-435, 1974.
- CHEN, T.; LIAO, Y. The Economic Consequences of Disclosure Quality under SFAS No. 131. **Accounting Horizons**, v. 29, n. 1, p.1-22, 2015.
- COELHO, F. Q.; OTT, E.; PIRES, C. B.; ALVES, T. W. Uma análise dos fatores diferenciadores na divulgação de informações voluntárias sobre o meio ambiente. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 24, n. 1, p. 112-130, 2014.
- COOKE, T. E. The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations. **Accounting and Business Research**, v. 22, n. 87, p.229-237, 1992.
- DAL MAGRO, C. B.; MANFROI, L.; CUNHA, P. R.; NOGUEIRA, R. Fatores Explicativos do Nível de Disclosure Voluntário de Empresas Brasileiras Listadas na BM&FBovespa. **Registro Contábil**, Maceió, v. 6, n. 1, p.92-109, 2015.
- DYE, R. A. Disclosure of Nonproprietary Information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, n. 1, p.123-145, 1985.
- JOUINI, F. Corporate governance and the level of financial disclosure by Tunisian firm. **Journal of Business Studies Quarterly**, v. 4, n. 3, p. 95, 2013.
- LANZANA, A. P. **Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras**. 2004. 154 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Administração, Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LIMA, E. M.; PEREIRA, C. A. Associação entre Índices de *Disclosure* e Características Corporativas das Instituições de Ensino Superior Filantrópicas do Brasil – IESFB. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 5, n. 11, p.23-48, 2011.

MAIA, H. A.; FORMIGONI, H.; SILVA, A. A. Empresas de Auditoria e o *Compliance* com o Nível de Evidenciação Obrigatório Durante o Processo de Convergência às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 14, n. 44, p. 335-352, 2012.

MBEKOMIZE, C. J.; WALLY-DIMA, L. Social and environmental disclosure by Parastatals and companies listed on the Botswana stock exchange. **Journal of Management and Sustainability**, v. 3, n. 3, p. 66, 2013.

MEEK, G. K.; ROBERTS, C. B.; GRAY, S. J. Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational corporations. **Journal of International Business Studies**, v. 3, n. 23, p. 555-572, 1995.

MELO, F. M. A.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Análise das Práticas de Evidenciação de Informações Avançadas e Não-Obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto, v. 1, n. 1, p.30-42, 2007.

MESER, M.; VEITH, S.; ZIMMERMANN, J. Disclosure, Enforcement, and Capital Market Properties: A Longitudinal Analysis for Germany. **Schmalenbach Business Review**, v. 14, n. 5, p.254-288, 2015.

MOTA, S. L.; PINTO, S. K. M. A Utilização do *Twitter* na Análise do *Disclosure* Voluntário das Empresas Brasileiras com Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 5, n. 1, p. 22-38, 2016.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, Brasília, v. 3, n. 2, p.72-95, 2009.

NANDI, S.; GHOSH, S. Corporate governance attributes, firm characteristics and the level of corporate disclosure: Evidence from the Indian listed firms. **Decision Science Letters**, v. 2, n. 1, p. 45-58, 2013.

RIAHI, Y.; BEN ARAB, M. Disclosure Frequency and Earnings Management: An Analysis in the Tunisian Context. **Annamalai International Journal of Business Studies & Research**, v. 3, n. 1, p.52-66, 2011.

RUFINO, Maria Audenôra; MONTE, Paulo Aguiar do. Fatores que Explicam a Divulgação Voluntária das 100 Empresas com Ações Mais Negociadas na BM&FBOVESPA. **Sociedade, Contabilidade e Gestão**, v. 9, n. 3, 2014.

SANTOS, E. S.; PONTE, V. M. R.; MAPURUNGA, P. V. R. Adoção Obrigatória do IFRS no Brasil (2010): Índice de Conformidade das Empresas com a Divulgação Requerida e Alguns Fatores Explicativos. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 25, n. 65, p.161-176, 2014.

SENGUPTA, P. Disclosure timing: Determinants of quarterly earnings release dates. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 23, n. 6, p.457-482, nov. 2004.

SILVA, W. M.; ANDRADE, J. M. F.; FAMÁ, R.; MALUF FILHO, J. A. *Disclosure* Via *Website* Corporativo: Um Exame De Informações Financeiras e de Governança no Mercado Brasileiro. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 49, n. 2, p.190-205, 2009.

SINGHVI, S. S.; DESAI, H. B. An Empirical Analysis of the Quality or Corporate Financial Disclosure. **The Accounting Review**, Sarasota, v. 46, n. 1, p.120-138, 1971.

UTAMA, C. A. Company disclosure in Indonesia: Corporate governance practice, ownership structure, competition and total assets. **Asian journal of business and accounting**, v. 5, n. 1, 2012.

UYAR, A.; KILIÇ, M. Value relevance of voluntary disclosure: evidence from Turkish firms. **Journal of Intellectual Capital**, v. 13, n. 3, p. 363-376, 2012.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1, p.97-180, 2001.

WALLACE, R. S. 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**, New York, v. 14, n. 1, p.311-368, 1995.

WATSON, A.; SHRIVES, P.; MARSTON, C. Voluntary Disclosure of Accounting Ratios in the UK. **British Accounting Review**, v. 34, n. 1, p.289-313, 2002.