

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

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

CONTRIBUIÇÃO AO ESTUDO DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO
E SUA RELAÇÃO COM A ESTRUTURA DE CAPITAL
EM EMPRESAS BRASILEIRAS

Marco Antonio Pereira

Orientador: Prof. Dr. L. Nelson Carvalho

São Paulo

2004

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

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

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

Prof. Dr. Fábio Frezatti
Coordenador do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis

MARCO ANTONIO PEREIRA

DEDALUS - Acervo - FEA



20600026269

**CONTRIBUIÇÃO AO ESTUDO DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO
E SUA RELAÇÃO COM A ESTRUTURA DE CAPITAL
EM EMPRESAS BRASILEIRAS**

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

Orientador: Prof. Dr. L. Nelson Carvalho

São Paulo

2004

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

T657 P436C
T86162



2000026269



Powered by MidProStar -- www.tspprocess.com.br

FICHA CATALOGRÁFICA

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

Pereira, Marco Antonio

Uma contribuição ao estudo do nível de divulgação e sua relação com a estrutura de capital em empresas brasileiras / Marco Antonio Pereira. – São Paulo : FEA/USP, 2004.
160 f.

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

1. Contabilidade 2. Estrutura de capital 3. Regulamentação I. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. II. Título.

CDD – 657

**Aos meus pais,
por tudo.**

Agradeço ao Prof. Dr. L. Nelson Carvalho o apoio e a orientação para este trabalho.

Ao Prof. Dr. José Carlos Moreira pelo incentivo em fazer o mestrado.

Ao Prof. Dr. Rubens Famá e ao Prof. Dr. Eduardo K. Kayo pelas críticas e sugestões feitas a este trabalho.

Aos diversos professores dos departamentos de administração e de contabilidade e atuária da FEA/USP, com os quais tive contato, pelo aprendizado que me foi oferecido.

Agradeço também à PricewaterhouseCoopers pela concessão de tempo para meus estudos.

Aos companheiros de curso e aos profissionais e amigos que fizeram parte de minha vida e contribuíram com meu aprendizado.

"Sabedoria é a coisa principal.

Adquire sabedoria;

e com tudo o que adquirires,

adquire compreensão."

Provérbios 4:7

RESUMO

A divulgação de informações aos mercados de capitais tem sido tratada como um aspecto de alta importância como forma de evitar falha do mecanismo de mercado. Embora a regulamentação exerça papel preponderante, ao estabelecer parâmetros de qualidade e quantidade de informação, verifica-se que há espaço para que parcela relevante do que é divulgado seja decidida pelos controladores e administradores. A pesquisa acadêmica busca compreender qual é o incentivo da administração para realizar divulgação voluntária relevante, o que é descrito como sendo a quinta-essência do problema da contabilidade. Esta dissertação explora como o nível de divulgação é afetado pela configuração da estrutura de capital de uma companhia. O que se verifica, é que há, no plano teórico, uma relação bastante forte entre os dois elementos. Entre as teorias de estrutura de capital que explicam essa relação, pode-se citar: a dos custos de agência, a da assimetria de informações, a de mercados de produtos e insumos e as baseadas em impostos. No plano da pesquisa empírica com empresas brasileiras, foi realizado o teste não-paramétrico de Mann-Whitney. Como forma de medir a participação de capitais de não-controladores na estrutura de capital, foram utilizadas as seguintes variáveis de endividamento: Geral, Financeiro e Preferencial (que inclui o capital preferencial). As duas amostras foram coletadas de modo a permitir que elas representassem empresas com níveis diferenciados de divulgação, a partir da análise de seus relatórios anuais. Conclui-se, de forma limitada, que há diferença entre a estrutura de capital de empresas que apresentam maior nível de divulgação e de empresas que apresentam menor nível de divulgação. De modo que tais resultados podem servir de interesse a investidores e reguladores dadas as suas implicações.

ABSTRACT

The disclosure of information to the capital market has been regarded as a highly important issue, as a way to prevent flaws in the market operations. Although the regulations in force play a significant role in setting up qualitative and quantitative parameters for the information to disclose, the fact is that there is still space for a relevant amount of it to be decided on by controlling shareholders and administrators. Academic research tries to understand what might encourage management to spontaneously disclose relevant information, which is defined as the quintessence of the entire accountability problem. This paper analyzes how the level of disclosure is affected by the profile of a company's capital structure. It might be inferred that on a theoretical standing, there is a quite strong relation between these two issues. Among the capital structure theories that explain that relation, some can be mentioned: those of brokerage costs, of information asymmetry, of product and materials markets, and those tax-related ones. In the empirical research field, the Mann-Whitney non-parametric test was applied to Brazilian companies. As a way to measure the stake of non-controlling shareholders in the capital structure, the following indebtedness variables were used: General, Financial and Preferential (which includes the preferred capital stock). Two samples were collected, in order to make them characterize companies displaying different disclosure levels, based on the analysis of their annual reports. The conclusion (although a limited one) is that – sure enough – there are differences in capital structure between companies showing a higher disclosure level and those showing a lower level of it. So that, in view of their significance, these results might well be of interest for investors and regulatory entities.

SUMÁRIO

<u>LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS</u>	<u>IX</u>
<u>LISTA DE QUADROS</u>	<u>X</u>
<u>LISTA DE TABELAS.....</u>	<u>XI</u>
<u>LISTA DAS DEMAIS ILUSTRAÇÕES.....</u>	<u>XII</u>
<u>1 INTRODUÇÃO</u>	<u>1</u>
1.1 Apresentação	1
1.2 Justificativa.....	5
1.3 Formulação do problema de pesquisa	7
1.4 Objetivo	8
1.5 Hipóteses da pesquisa.....	9
<u>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....</u>	<u>11</u>
2.1 Revisão bibliográfica sobre divulgação.....	11
2.1.1 Eficiência de mercados	12
2.1.2 Assimetria de informação	21
2.1.3 Parâmetros de divulgação	32
2.1.4 Fontes influenciadoras do nível de divulgação.....	39
2.1.4.1 Regulamentação dos mercados de capitais	39
2.1.4.2 Governança corporativa	48
2.1.4.3 Política de divulgação da administração	52
2.2 Teorias sobre estrutura de capital	62
2.2.1 Teorias não baseadas em impostos	65
2.2.2 Teorias baseadas em impostos.....	71
2.2.3 Estudo de componentes da estrutura de capital	80
2.2.3.1 Capital de terceiros.....	80
2.2.3.2 Capital próprio	86
2.3 A divulgação e sua relação com a estrutura de capital.....	94
2.3.1 Redução das taxas de captação	95
2.3.2 Diminuição do custo do capital próprio.....	96
2.3.3 Utilização da divulgação pelas teorias de estrutura de capital	101
<u>3 METODOLOGIA DA PESQUISA</u>	<u>105</u>
3.1 Introdução.....	105
3.2 Hipóteses de pesquisa.....	105
3.3 Modelo de pesquisa	108
3.4 Amostragem	110
3.4.1 Parâmetros de Avaliação do Nível de Divulgação	111
3.4.2 Escolha da Amostra com Maior Nível de Divulgação	112
3.4.3 Escolha da Amostra com Menor Nível de Divulgação	114
3.4.4 Objetivos dos Testes	115
3.5 Operacionalização das variáveis.....	117
3.5.1 As variáveis do teste	118
3.5.2 Aplicação do teste de Mann-Whitney.....	120
<u>4 RESULTADOS DA PESQUISA.....</u>	<u>125</u>
4.1 Resultados da estatística Mann-Whitney.....	125
4.1.1 Para a Amostra Geral.....	130
4.1.2 Para a Amostra com Governo Acionista	131
4.1.3 Para a Amostra com Governo Não-Acionista	132

<u>5 CONCLUSÃO.....</u>	<u>134</u>
<u>REFERÊNCIAS.....</u>	<u>139</u>
<u>APÊNDICES</u>	<u>147</u>
<u>ANEXOS</u>	<u>151</u>

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AICPA: American Institute of Certified Public Accountants
AIMR: Association for Investment Management and Reserch
ANEFAC: Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade
APB: Accounting Principles Board
Bovespa: Bolsa de Valores de São Paulo
CAPM: Capital Asset Pricing Model
CVM: Comissão de Valores Mobiliários
FASB: Financial Accounting Standards Board
FIPECAFI: Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras
GAAP: General Accepted Accounting Principles
HME: Hipótese de Mercado Eficiente
IAS: International Accounting Standards
IASB: International Accounting Standard Board
IASC: International Accounting Standards Committee
IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
Ibovespa: Índice da Bolsa de Valores de São Paulo
MM: Modigliani e Miller
PEPS: Primeiro a Entrar, Primeiro a Sair
S&P: Standard & Poors
SEC: Securities and Exchange Commission
SERASA: Centralização dos Serviços Bancários S/A
SFAC: Statement of Financial Accounting Concept
UEPS: Último a Entrar, Primeiro a Sair
US: United States

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Famílias de métodos para obtenção do custo de capital próprio e referencial de mercado.....	90
Quadro 2 - Comparativo das teorias sobre estrutura de capital e da divulgação voluntária e obrigatória.....	103
Quadro 3 - Fases da escolha do Prêmio Transparência	113

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Resultados da pesquisa em índices de resposta positiva (em %)	45
Tabela 2 - Taxas de inadimplência e <i>ratings</i>	84
Tabela 3 - Tamanho da amostra em cada fase e amostra utilizada - Grupo 1	113
Tabela 4 - Tamanho das amostras utilizadas - Grupo 1	114
Tabela 5 - Tamanho da amostra em cada fase - Grupo 2	115
Tabela 6 - Realização de testes em função do tamanho da amostra	123
Tabela 7 - Tamanhos dos conjuntos de amostras testadas a cada ano	124
Tabela 8 - Ativo total médio das empresas pertencentes aos conjuntos de amostras testadas	124
Tabela 9 - Média dos conjuntos de amostras testadas a cada ano	125
Tabela 10 - Desvio padrão dos conjuntos de amostras testadas a cada ano	126
Tabela 11 - Resultado das estatísticas - cômputo geral	129

LISTA DAS DEMAIS ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 - Relação entre os três conjuntos distintos de informação	15
Ilustração 2 - Hieraquia de qualidade em contabilidade.....	34
Ilustração 3 - Universo informacional disponível para cada companhia.....	109
Ilustração 4 - Modelo de pesquisa: informação divulgada	110
Ilustração 5 - Modelo de pesquisa: níveis de divulgação	117
Ilustração 6 - Região crítica e de aceitação do teste	122

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação

O assunto que se destaca no trabalho é a divulgação¹. Em um sentido restrito, adotado neste trabalho, divulgação é o conjunto de informações originadas de uma determinada companhia e tornadas publicamente disponíveis.

A premissa utilizada para o estudo é que a divulgação está relacionada ou conforma-se ao ambiente no qual é inserida. Alguns dos elementos desse ambiente são: a regulamentação, a administração, os proprietários de direitos (em especial, acionistas e credores), os mercados de produtos e os mercados financeiros.

As demandas de informações feitas pelos elementos desse ambiente e a complexidade dos mercados nos quais a companhia se insere contribuem para a existência de níveis distintos de divulgação. Um exemplo disso, é que companhias inseridas em mercados financeiros competitivos sentem-se obrigadas a fornecer informações detalhadas sobre suas operações, caso contrário, encontram baixa procura por seus papéis (LEUZ e VERRECCHIA, 2000; BOTOSAN, 1997).

O governo através de suas instituições de controle e regulamentação de mercados contribui, de forma geral, positivamente com o nível de divulgação, gerindo o quê e quando divulgar,

¹ No texto, utiliza-se a palavra divulgação como tradução da palavra inglesa *disclosure*, sem prejuízo de sentido.

bem como os meios e formas de fazê-lo, sob um dos argumentos de se evitar que haja falha do sistema de mercado, conforme preconizado pelo FASB² (HENDRIKSEN e BREDA, 1999).

A administração, responsável em última análise pelo que é divulgado, também se apercebe que os agentes econômicos não têm apenas a divulgação regulamentada para estabelecer suas expectativas. Há um conjunto complexo de informações proveniente de diversas fontes externas à companhia do qual os agentes se utilizam e que define o universo informacional disponível. Essas informações já disponíveis por outras fontes podem influenciar na análise por parte da administração do quanto a mais deve ser divulgado tendo em vista sua relevância, não exigência pela regulamentação e despesas envolvidas.

Paralelo à isso, insere-se as motivações dos administradores para satisfazer seus objetivos frente à gestão da companhia. Estas motivações estão muitas vezes alinhadas com os anseios dos mercados financeiros nos quais a companhia tem lançados ações ou dívidas. A teoria financeira lista como objetivo da administração, a obtenção de recursos para o financiamento da atividade da companhia e de seus empreendimentos utilizando uma composição de capitais próprios e de terceiros que tenha o menor custo médio ponderado de capital (ECCLES et al., 2001; BREALEY e MYERS, 1992).

Nesse sentido, a administração pode aumentar o nível de divulgação para alcançar seus objetivos financeiros. Um maior nível de divulgação³ pode trazer benefícios econômicos à

² FASB (Financial Accounting Standards Board) é o principal órgão de normatização contábil dos EUA, iniciou suas atividades em 1973 assumindo as funções do APB (Accounting Principles Board) do AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), segundo Franco (1988, p. 36).

firma, pois facilita a análise de risco por parte dos credores. Segundo Sengupta (1998, p. 472), há evidência de que companhias com maior qualidade de divulgação também apresentam menor custo de financiamento de suas dívidas. Isto porque uma política de divulgação oportuna e detalhada reduz a percepção de risco de *default* dos credores e *underwriters*, reduzindo o custo da dívida.

Outros estudos (EASLEY e O'HARA, 2001; LEUZ e VERRECCHIA, 2000; BOTOSAN, 1997) obtiveram sucesso ao relacionar o nível de divulgação com o custo do capital próprio, sendo que uma maior divulgação proporciona um menor custo de capital próprio.

Os proprietários de direitos são elementos que também podem influenciar na melhoria da divulgação. Aqueles que se destacam são os acionistas e credores. A participação dos primeiros no conselho fiscal e no conselho de acionistas e reforçando a estrutura de governança corporativa das companhias podem contribuir para a melhoria da divulgação entre a companhia e seu público (SILVEIRA, 2002; BARROS et al, 2000).

A distinção entre acionistas controladores e não-controladores é importante, pois no caso brasileiro quase a totalidade das empresas de capital aberto são controladas por poucos acionistas individuais que participam direta ou indiretamente da administração da companhia, decidindo seus rumos e podendo ter acesso a informações privadas. Isto pode ocasionar que parcela de informações privadas possam não se tornar publicamente disponíveis caso

³ No texto, a expressão "nível de divulgação" refere-se a volume de informações, embora não se possa dissociá-la da idéia de qualidade. O uso dos adjetivos melhor, pior, maior ou menor com a expressão "nível de divulgação" está associado à idéia de variação do volume de informações.

acarretem um custo aos seus proprietários (BRANDÃO, 2003; EVANS III e SRIDHAR, 2002; DYE, 1986).

De modo semelhante, os credores atuam nos seus interesses ao pressionar a administração a aceitar determinadas condições contratuais que restringem suas opções de investimento, a fornecer informações detalhadas sobre seus resultados e a limitar seu grau de endividamento (HARRIS e RAVIV, 1991; FAMA, 1980; JENSEN e MECKLING, 1976).

Os mercados de produtos ou de serviços nos quais a companhia atua pode ser um elemento de inibição do aumento do nível de divulgação. Quando há forte competição entre companhias, a divulgação de determinadas informações pode criar situações que deterioram a qualidade das oportunidades de investimento e de crescimento sendo, portanto, evitadas pela administração (MYERS e MAJLUF, 1984).

Os mercados financeiros, nacionais e internacionais, podem sujeitar as companhias no cumprimento de regulamentações aprovadas pelos seus governos locais. As evidências demonstram que mercados financeiros mais competitivos têm níveis superiores de exigência de divulgação em relação aos mercados menos competitivos. Adicionalmente, os participantes do mercado, investidores e analistas, contribuem com a demanda e oferta de informações através de sua atuação competitiva nos mercados (HENDRIKSEN e BREDA, 1999; BOTOSAN, 1997).

A percepção de que elementos que participam individualmente na melhoria do nível de divulgação de informações de uma companhia também têm relação com sua estrutura de

capital leva ao questionamento se uma dada configuração de estrutura de capital pode favorecer a observação de um nível dado de divulgação.

Verifica-se que as teorias sobre estrutura de capital têm relação conceitual com o desenvolvimento da política de divulgação de uma firma. Tal política pode reduzir os conflitos de agência e os custos de agência (WATTS e ZIMMERMAN, 1990), pode reduzir a expectativa quanto aos custos de falência (HARRIS e RAVIV, 1991), pode reduzir a assimetria de informações (LEUZ e VERRECCHIA, 2000; HARRIS e RAVIV, 1991), aumentar a flexibilidade financeira (MYERS e MAJLUF, 1984), entre outros benefícios.

Esta dissertação encontra-se dividida em uma parte introdutória e justificativa, uma parte que objetiva resgatar os fundamentos teóricos nos quais o tema se insere e que serão a base para as partes subsequentes, uma parte reservada à metodologia da pesquisa e ao tratamento dos dados e a parte final em que se analisará os resultados obtidos com os testes estatísticos com a conclusão do trabalho.

1.2 Justificativa

A pesquisa contábil tem tradicionalmente se preocupado com o aspecto normativo da contabilidade. No entanto, em fins da década de 60, o enfoque moderno da teoria positiva da contabilidade começou a ser modelado com as primeiras pesquisas sobre os efeitos da informação contábil nos mercados financeiros, segundo Watts e Zimmerman (1990, p. 132). No Brasil, no entanto, a pesquisa sob este enfoque está apenas começando, conforme cita Lopes (2002, p. 8).

Watts e Zimmerman (1990, p. 132) apontam que uma dificuldade dos pesquisadores contábeis dentro do enfoque positivo está na teoria financeira, subjacente aos estudos empíricos, em que a escolha contábil não afeta o valor da firma, pois não há custos de informação e de transação em modelos teóricos financeiros.

O entendimento de que a Contabilidade pode ter um papel na questão da minimização dos custos de agência, a partir de estudos de pesquisadores da teoria positiva, fez com a comunidade contábil se sentisse satisfeita. No entanto, faltou efetividade na atuação pois a Contabilidade não determina o conjunto de métodos contábeis que afetam os números, mas sim a administração, o que implica em problemas ao alinhar os interesses de administradores com o de outras partes contratuais⁴ (WATTS e ZIMMERMAN, 1990, p. 135).

O estudo da divulgação de informações é um dos temas da teoria positiva que tem sido explorado sob diversos aspectos. Um deles busca compreender qual é o incentivo da administração para divulgar informação voluntária (relevante) o que tem sido descrito como "[...] a quinta-essência do problema da contabilidade." segundo Verrecchia (apud SCOTT, 1994, p. 26).

O AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) também tem enfatizado a necessidade de mais pesquisa sobre os determinantes e conseqüências da divulgação voluntária, segundo Evans III e Sridhar (2002, p. 596).

⁴ O termo partes contratuais refere-se a todas as partes da firma incluindo a interna, empregados e administradores, e parte externa, tais como fornecedores, detentores de direitos e clientes. (WATTS e ZIMMERMAN, 1990, p. 135)

Desta feita, o presente trabalho faz um estudo exploratório sobre o tema da divulgação e como ela pode ser afetada pelos interesses da administração em parte subordinados pela configuração da estrutura de capital de suas empresas e de outros aspectos. Esse entendimento pode auxiliar em futuras pesquisas sobre os determinantes e as conseqüências da divulgação.

1.3 Formulação do problema de pesquisa

O motivo que leva a acreditar que o estudo da estrutura de capital fornece os elementos básicos para se verificar a existência de níveis diferenciados de divulgação entre empresas é oferecido com a ilustração de duas empresas diferenciadas pela sua estrutura de capital.

A primeira faz alusão a uma firma de capital fechado cujos administradores são os próprios proprietários e detêm 100% do capital. E por ser uma firma financiada unicamente por capitais próprios, as demandas externas por informações podem ficar restritas ao mínimo exigido por lei. O interesse dos administradores em fornecer informações públicas pode estar sendo direcionado eventualmente a informações voluntárias, não necessariamente relevantes ou verdadeiras, mas com o objetivo de apenas formar uma opinião pública favorável entre clientes, fornecedores e comunidade.

A segunda, é o caso de uma empresa de capital aberto cujos administradores não são os proprietários e os acionistas controladores detêm apenas uma pequena parcela do capital. E por ser uma empresa que se utiliza predominantemente de capitais de terceiros, seus novos projetos também são em parte financiados desta forma, considera necessário ter amplo acesso

ao mercado de capitais. Neste caso, as demandas por informações exigidas pela lei fiscal e pelo mercado de capitais são maiores. Os administradores podem sofrer pressão dos credores e acionistas que duvidam de sua honestidade e capacidade na gestão da empresa. Este conflito gera obrigações entre as quais a de informar todas as questões relevantes que podem afetar a riqueza dos investidores. Os administradores, por sua vez, têm sua própria visão do que informar para maximizar o valor da empresa. De maneira que talvez desejem utilizar de informação voluntária para ressaltar os aspectos positivos de sua gestão e do futuro promissor ou, eventualmente, explicar extensivamente aos investidores os motivos de não conseguirem atingir os resultados esperados no ano anterior.

A análise das duas situações acima sugere que o nível de divulgação pode ser definido pelas interações existentes a partir dos elementos da estrutura de capital, isto é, acionistas e credores, e dos elementos decorrentes da sua adoção como, por exemplo, as obrigações legais específicas pelo acesso a mercados.

Conseqüentemente, o problema de pesquisa pode ser assim formulado: **Qual a relação entre o nível de divulgação e a estrutura de capital?**

1.4 Objetivo

O principal objetivo desta dissertação é explorar evidências de que o nível de divulgação das empresas pesquisadas tem relação com a escolha da estrutura de capital.

Esse objetivo envolve descrever (1) o processo no qual os mercados de capitais incorporam a informação, (2) o padrão contábil de qualidade da informação aceito pelos principais órgãos reguladores, (3) os elementos oriundos da estrutura de capital que implicam em alteração do nível de divulgação de informações, e (4) as motivações dos administradores na divulgação voluntária de informações ao considerarem seus objetivos frente à organização.

1.5 Hipóteses da pesquisa

As hipóteses propostas para o trabalho contrapõem dois grupos de empresas distintos entre si pelo seu nível de divulgação, sendo que o Grupo 1 apresenta relativamente ao Grupo 2 um maior nível de divulgação de informações ao mercado. O que se pretende é verificar se esses grupos se diferenciam pela sua estrutura de capital, ou seja, se eles estão relacionados com a participação de capitais não-controladores. As hipóteses são apresentadas a seguir:

$H_{0,1}$ (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de **endividamento geral** das companhias com maior nível de divulgação (Grupo 1) e das companhias com menor nível de divulgação (Grupo 2).

$H_{1,1}$ (hipótese alternativa): **há diferença** entre as médias de **endividamento geral** das companhias com maior nível de divulgação (Grupo 1) e das companhias com menor nível de divulgação (Grupo 2).

$H_{0,2}$ (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de **endividamento financeiro** das companhias com maior nível de divulgação (Grupo 1) e das companhias com menor nível de divulgação (Grupo 2).

$H_{1,2}$ (hipótese alternativa): **há diferença** entre as médias de **endividamento financeiro** das companhias com maior nível de divulgação (Grupo 1) e das companhias com menor nível de divulgação (Grupo 2).

$H_{0,3}$ (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de **endividamento preferencial** das companhias com maior nível de divulgação (Grupo 1) e das companhias com menor nível de divulgação (Grupo 2).

$H_{1,3}$ (hipótese alternativa): **há diferença** entre as médias de **endividamento preferencial** das companhias com maior nível de divulgação (Grupo 1) e das companhias com menor nível de divulgação (Grupo 2).

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Revisão bibliográfica sobre divulgação

O trabalho de pesquisa deste tópico inicia-se com a teoria de eficiência de mercados, também conhecida como hipótese de mercado eficiente, em que se pressupõe três tipos de eficiência de mercado - fraca, semi-forte e forte - em função da habilidade com que os mercados incorporam diferentes informações aos preços dos ativos. Basicamente, o que se depreende dessa teoria macroeconômica é que um mercado é dito eficiente se incorpora toda informação disponível nos preços dos ativos, porém, o nível de eficiência do mercado dependerá dos tipos de informação que o mesmo é capaz de utilizar.

A seguir, o estudo do conceito de assimetria informacional deve prover uma base para o entendimento do problema microeconômico que ocorre entre os que detêm informação e os que se utilizam de informação para a tomada de decisões econômicas no âmbito dos mercados financeiros. O enfoque se dará através da teoria da agência, em que contrapõe agente e principal numa relação baseada em interesses próprios, coincidentes ou não, e que poderá afetar a divulgação de informações e a forma como elas são interpretadas.

A complexidade econômica existente na precificação de ativos, dadas as teorias de mercado eficiente e de assimetria informacional, possibilita um melhor entendimento da estrutura conceitual de divulgação fornecida pela Contabilidade. Seu objetivo é a operação de um sistema de informação que reconheça os problemas micro e macroeconômicos e responda oportunamente com um conjunto de informações adequado aos interesses de seus usuários.

Para concluir a revisão bibliográfica sobre divulgação, partindo do pressuposto que sua atuação fortalece a eficiência de mercados e reduz a assimetria de informação, serão analisadas algumas fontes que atuam na formação do nível de divulgação, a saber: regulamentação, governança corporativa e política de divulgação da administração.

2.1.1 Eficiência de mercados

As decisões de financiamento que inclui a emissão de dívida e ações por parte das empresas encontram nos mercados de capitais o local para serem executadas. A importância econômica dos mercados é a capacidade de tornar eficiente a alocação de capitais entre produtores e poupadores (empresas e emprestadores). Isto, segundo Copeland e Weston (1992, p. 330), acontece "[...] quando os preços são determinados de forma que as taxas de retorno marginal (ajustada pelo risco) de todos os produtores e poupadores são equiparadas."⁵

A idéia de eficiência de mercado é um conceito fundamental, utilizada por teorias econômicas⁶ e financeiras, e muitas vezes referenciada como hipótese de mercado eficiente

⁵ Um exemplo citado por Ross et al. (2002, p. 278) é o de uma empresa que recebe um empréstimo governamental para que não mude suas instalações do estado. A taxa nominal cobrada da empresa é de 5%, sendo que para um empréstimo equivalente o normal seria pagar 10% (subentende-se ponderada pelo risco da empresa). Observa-se nesta operação que o valor presente é positivo, o que não aconteceria se a mesma fosse realizada no mercado financeiro (eficiente).

⁶ Teoria econômica: a eficiência ocorre, numa economia de trocas, quando "[...] ninguém consegue aumentar seu próprio bem-estar sem reduzir o bem-estar de alguma outra pessoa." segundo Pindyck e Rubinfeld (1999, p. 633), porém, "[...] se todos transacionam em um mercado competitivo, todas as trocas mutuamente benéficas serão realizadas e a resultante alocação de recursos de equilíbrio será economicamente eficiente." (ibid., p. 641).

(HME) para presumir a racionalidade das decisões econômicas. Para ilustrar como tal conceito permeia a comunidade acadêmica, Jensen (1978, p. 96) afirma que "[...] na literatura de finanças, contabilidade e na economia da incerteza, a Hipótese de Mercado Eficiente é aceita como um fato da vida, e um erudito que pretenda fazer um modelo no qual a viole irá encontrar uma tarefa de difícil justificação."

E que dizer da definição de mercado eficiente? Fama (1970, p. 383), em sua pesquisa de revisão de teoria e de trabalhos empíricos sobre eficiência de mercados, diz que "[...] um mercado no qual os preços sempre refletem completamente a informação disponível é chamado de eficiente." ⁷ Uma outra definição, desta vez oferecida por Jensen (1978, p. 96), é: "Um mercado é eficiente com respeito a um conjunto de informação θ_t se é impossível realizar lucros econômicos negociando com base no conjunto de informação θ_t ."

Debaixo da hipótese de eficiência de mercado, em que todas as informações, públicas e privadas, estão disponíveis e refletidas nos preços, outro autor apresenta o que pode ser entendida como uma definição operacional ao dizer que:

a eficiência do mercado é percebida quando o preço de mercado é uma estimativa não-tendenciosa do valor real do investimento, isto é, os erros no preço seriam aleatórios, havendo uma

A junção de mercado competitivo e trocas mutuamente benéficas resultando em eficiência econômica é a chamada "mão invisível" de Adam Smith, famoso economista escocês.

⁷ Beaver (1981, p. 24) critica tal definição. Para ele, eficiência de mercado funciona como "[...] um mecanismo de equilíbrio ou processo no qual os preços dos títulos são formados.". E como definição operacional para eficiência de mercado, sugere que "[...] um mercado de títulos é eficiente se os preços agirem como se todos participantes conhecessem a informação." (Ibid., p. 28). Esta definição não descarta a heterogeneidade de crenças e informações de cada participante do mercado, além de não relacionar a eficiência à existência de um valor intrínseco ao título, ao contrário da anterior, conforme o autor.

probabilidade igual de que uma ação esteja sub ou superavaliada em qualquer instante de tempo. (Damodaran, 1997, p. 184).

As condições suficientes para a eficiência de mercado, segundo Fama (1970, p. 387) são:

- não há custos de transação na negociação de títulos;
- toda informação disponível é acessível sem custo por todos os participantes⁸;
- todos participantes concordam com as implicações da informação corrente nos preços correntes e nas distribuições dos preços futuros de cada título.

Conforme apontado por Hendriksen e Breda (1999, p. 117), "[...] tais condições são suficientes, mas não necessárias para que se obtenha um mercado aproximadamente eficiente no mundo real." O que realmente importa, segundo os autores, é que "[...] toda a informação disponível se incorpore aos preços dos títulos imediatamente, ou com uma demora mínima, de forma não viesada." (Ibid., p. 117).

Uma consequência financeira da eficiência de mercado citada por Brealey e Myers (1992, p. 289) é que, uma vez que toda a informação se reflita imediatamente nos preços dos títulos, as compras ou vendas ocorridas num mercado eficiente não podem ser transações de valor presente líquido positivo. Ou, em outras palavras, de acordo com Ross et al (2002, p. 279), os preços dos títulos refletiriam o valor justo a qualquer tempo.

As formas de eficiência citadas por Fama (1970, p. 383) - fraca, semi-forte e forte - têm apoio em três conjuntos distintos de informação consideradas relevantes para a precificação de títulos: informações públicas passadas, informações públicas correntes e informações privadas. A capacidade dos mercados de utilizar eficientemente tais informações é que determina em qual nível de eficiência eles se encontram. A figura abaixo ilustra a relação

⁸ Como esclarecimento, a eficiência de mercado pode ser encontrada se um "número suficiente" de investidores tiver acesso imediato à informação disponível (FAMA, 1970, p. 388).

entre os diversos conjuntos de informações disponíveis que afetam o nível de eficiência dos mercados.

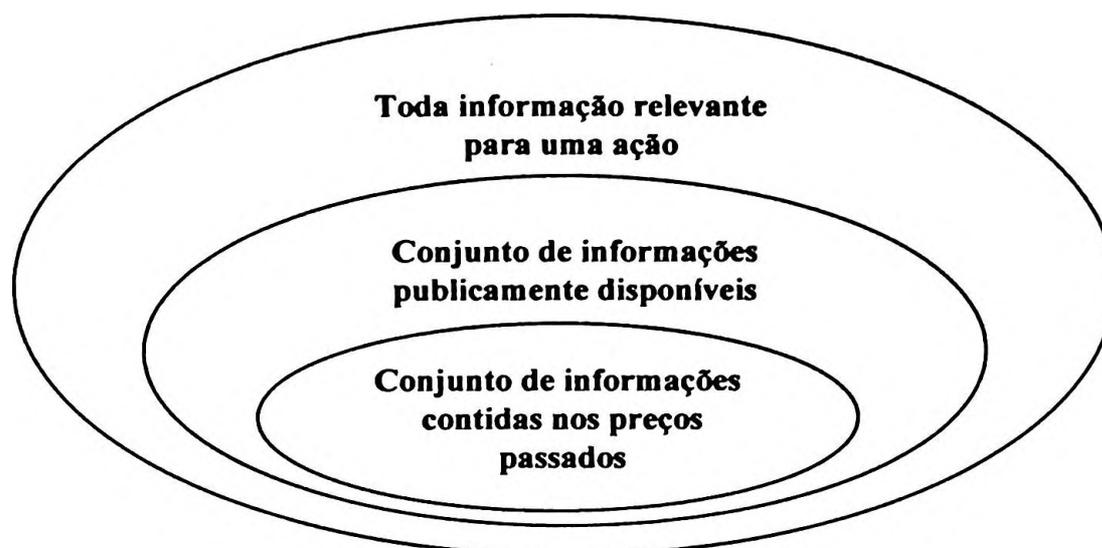


Ilustração 1 - Relação entre os três conjuntos distintos de informação

FONTE: Ross et al (2002, p. 284)

A seguir, tem-se a pesquisa de cada forma de eficiência, conforme estudado por Fama (1970).

Forma Fraca

Na forma fraca, o conjunto de informações históricas determinam os preços dos títulos.

Um teste aplicado para verificar se um mercado é eficiente na forma fraca é através da correlação serial de retornos. Compara-se a taxa corrente de retorno do título com a taxa posterior de retorno, cujos resultados que variam de -1 a 1, indicando reversão ou manutenção da tendência das taxas de retorno, respectivamente. Segundo Fama (1970, p. 414), as evidências empíricas apontam para correlações seriais consistentemente próximas de zero indicando alterações de preços aleatórias, sem definição de tendência. Isto significa que os

preços podem variar no dia-a-dia, subindo ou descendo, em função da competitividade dos mercados.⁹

Como consequência da forma de eficiência fraca, não é possível obter ganhos extraordinários conhecendo tal tipo de informação. Além de ser o tipo mais fácil de informação que se pode adquirir, "[...] se houvesse algum padrão de comportamento nas variações de preço, todos o fariam e os lucros desapareceriam na competição para fazê-lo." (ROSS et al, 2002, p. 281).¹⁰

Estes autores sugerem que por ser o tipo de eficiência menos exigente, a eficiência fraca seria o mínimo que se esperaria encontrar em um mercado. Muito embora, de acordo com o conceito, pode-se referir como eficientes os mercados que se enquadram na forma fraca de FAMA, por outro lado, praticamente não existiriam mercados ineficientes. Esta argumentação é dada no artigo de Beaver (1981, p. 26), no qual considera como ineficientes os mercados que não se enquadram nas formas forte ou semi-forte.

Forma Semi-Forte

Na forma semi-forte, além de refletir as informações históricas, os preços dos títulos são ajustados por outras informações tornadas publicamente disponíveis, também chamadas de

⁹ Fama (1970, p. 386) cita que tal comportamento do mercado é condizente com a teoria do passeio aleatório (ou *random walk*) em que os preços dos títulos que refletem totalmente a informação disponível, as mudanças de preços sucessivas são independentes e distribuídas de forma idêntica, resultando em correlação serial próxima de zero.

¹⁰ Deve-se citar que há ferramentas de análise técnica utilizadas por investidores baseadas exclusivamente em variações passadas de preços (ROSS et al., 2002).

eventos, por exemplo: anúncios de lucros anuais, novos investimentos, mudanças contábeis, emissões de novas ações, fusões, etc.

Os testes que verificam se o mercado é eficiente na sua forma semi-forte são feitos individualmente para cada tipo de informação gerada a partir de um determinado evento. Segundo Fama (1970, p. 404), "[...] embora a evidência disponível suporte o modelo de eficiência de mercado, ele é limitado a uns poucos tipos principais de informação geradas pelos eventos." Em outras palavras, o mercado é dito eficiente na forma semi-forte para determinado tipo de informação.

Nesse sentido, o mercado tem-se mostrado eficiente para várias mudanças de métodos contábeis. Um exemplo clássico da literatura é o da mudança do método contábil de depreciação, em que não há alterações fiscais no lucro tributável e que somente altera os números contábeis para fins de publicação. Archibald (apud HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 118), em 1972, verificou que os preços das ações não se alteraram em virtude de tal mudança.¹¹

Em outro exemplo, desta vez fornecido por Copeland et al (2000, p. 76) sobre a mudança de método contábil na avaliação de estoques¹², verificou-se que o mercado reagiu como era esperado: a mudança de critério de PEPS (Primeiro a Entrar, Primeiro a Sair) para UEPS (Último a Entrar, Primeiro a Sair) resultou em um preço de ação mais alto porque, embora os

¹¹ Kaplan e Roll, segundo Ross et al. (2002), fizeram estudo semelhante, chegando às mesmas conclusões em: *Investor evaluation of accounting information: some empirical evidence*. Journal of Business 45, Apr.1972.

¹² Estudo original: G. Biddle e F. Lindahl *Stock price reactions to LIFO adoptions: the association between excess returns and LIFO tax savings*. Journal of Accounting Research, Autumn, 1982.

custos com estoque aumentassem, os efeitos fiscais tomaram menor a base para tributação. Evidentemente, tais resultados podem ser diferentes dentro de um ambiente de deflação ou se o fisco não aceitar tal mudança.¹³

Quanto a anúncios de novos investimentos, Copeland et al (2000, p. 82) cita o estudo feito por McConnell e Muscarella¹⁴ que estudaram a reação do mercado a anúncios de aumento nos níveis de investimentos e verificaram que havia evidências do mercado reagir positivamente a aumentos e, negativamente, a reduções. Como a pesquisa se baseou em segmentos de indústrias, constatou-se que os resultados foram inversos na indústria de petróleo e gás. Ou seja, o mercado não acreditava que seus investimentos fossem lucrativos. Como explicação, tem-se: "Dado o subsequente declínio nos preços do petróleo e o alto custo de sua exploração nos Estados Unidos, em relação a outras partes do mundo, o mercado provavelmente estava certo." (COPELAND et al, 2000, p. 82).

Tais exemplos mostram a capacidade do mercado em avaliar a informação contida e precificar os ativos sem viés, demonstrando um nível de eficiência semi-forte para esses eventos.

¹³ Vários defensores do método de fluxo de caixa descontado têm oferecido tais exemplos para demonstrar a superioridade de seus modelos em contraposição ao modelo contábil, entre eles pode-se destacar o próprio Copeland et al (2000). Watts e Zimmerman, teóricos contábeis, apresentam uma opinião interessante sobre o assunto:

A maioria dos estudos sobre escolha contábil tenta explicar a escolha de um único método contábil (p.ex., a escolha do método de depreciação) ao invés da escolha de combinações de métodos contábeis. Focar em um único método contábil reduz o poder do teste já que os administradores são focados em como as combinação de métodos afetam os ganhos ao invés do efeito sobre apenas um particular método contábil. (ZMIJEWSKI e HAGERMAN apud WATTS e ZIMMERMAN, 1990, p. 138).

¹⁴ J. McConnell e C. Muscarella, *Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm*. Journal of Financial Economics, March, 1985.

Há um outro tipo de teste para aferir a eficiência semi-forte dos mercados que não se baseia na análise de eventos, mas sim, no desempenho de fundos mútuos ou carteiras de investimentos em relação a um índice de mercado. Se o mercado for eficiente na forma semi-forte, "[...] então qualquer que seja a informação publicamente disponível que os administradores de fundos mútuos usem para escolher ações, seus retornos médios deverão ser iguais aos do investidor típico no mercado como um todo." (ROSS et al, 2002, p. 289).

Forma Forte

Neste nível de eficiência, os preços dos títulos também são ajustados por toda informação disponível considerada relevante, inclusive a informação privada detida por investidores ou grupos que têm monopólio no acesso a qualquer informação relevante que possa afetar a formação de preços. Isto significa que os preços refletem tanto a informação privilegiada (ou privada) quanto a informação publicamente disponível (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 119). Estes autores descrevem como a informação privada pode incorporar-se aos preços:

A demanda adicional pelo título faria subir o preço até que a informação se tornasse pública ou deixasse de ser relevante. Uma outra maneira é que se os que negociam com base em informação privada aumentassem significativamente o volume de seus negócios naquele título, outros participantes desconfiariam e poderiam reagir sem saber precisamente qual é a informação. (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 119).

Esta situação também é descrita na pesquisa de Kim e Verrecchia (2001, p. 634) ao verificar que "[...] quando uma firma atrasa a entrega do relatório financeiro, o mercado usa o volume negociado para inferir acerca dos investidores melhor informados com informação privada acerca do valor da firma."

Fama (1970, p. 409) relata que os testes para averiguar a eficiência forte procuram explicar se toda informação disponível está completamente refletida nos preços de forma que nenhum indivíduo tenha uma expectativa superior de ganhos do que outros porque ele tem acesso

monopolístico a alguma informação. Porém, segundo o autor, as evidências mostram-se contraditórias.

A hipótese de eficiência forte é difícil de provar, seja por ser ilegal a negociação de títulos com base em informação privada ou por não estar disponível ao público, impossibilitando sua observação e estudo. Neste caso, a contribuição da Contabilidade para evitar utilização privada de informação relevante estaria em tentar "[...] torná-la publicamente disponível tão depressa quanto factível [...]" (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 119).

Jensen (1978) exemplifica em seu artigo com diversas pesquisas que contrariam a evidência de eficiência de mercado na forma forte. Porém, o próprio Jensen reconhece que os autores mantêm, em graus diferentes, uma certa submissão à HME e relutam em rejeitá-la. Jensen conclui que "[...] eu não tenho nenhuma dúvida que nos próximos anos nós iremos documentar mais anomalias e começar a ordená-las e entender suas causas." (JENSEN, 1978, p. 97).

Ainda reforçando a importância do conceito de HME, Brealey e Myers (1992, p. 289) raciocinam: "É preciso compreender a hipótese de mercado eficiente, não porque seja universalmente verdadeira, mas porque o conduz às perguntas certas."

No que tange à pesquisa contábil, as reações dos mercados de capitais à informação é de particular interesse e a compreensão da HME contribui para esse objetivo.

2.1.2 Assimetria de informação

A assimetria de informação é "[...] característica de muitas situações econômicas [...]" e ocorre "[...] quando algumas partes possuem mais informações do que outras.", segundo Pindyck e Rubinfeld (1999, p. 667). As "partes" referenciadas pelo autor podem ser diversas: compradores e vendedores - de títulos ou de quaisquer outros produtos ou serviços -, acionistas e administradores, patrões e empregados, cobradores e devedores, entre outros.

Ainda segundo o mesmo autor, "[...]a informação assimétrica explica a razão de muitos arranjos institucionais que ocorrem em nossa sociedade." (Ibid., p. 667). Se for assim, isto leva a uma pergunta: já que a assimetria é um fato que permeia as relações de troca de uma sociedade, como afeta o comportamento e a eficiência dos mercados?

De forma geral, tanto Pindyck e Rubinfeld quanto Hendriksen e Breda entendem que o resultado do problema da assimetria de informação é falha do sistema de mercado. No entanto, o estudo da assimetria se apresenta como um tema bastante difícil, pois trabalha com uma informação conhecida para uma das partes e desconhecida para a outra, embora a observação desse processo muitas vezes não é possível de ser realizada com tanta clareza pelos pesquisadores.

Para tratar do tema, uma apresentação formal do problema de assimetria será feita, seguida de uma explicação da teoria da agência e concluindo com uma análise de alguns comportamentos do mercado face ao problema.

Problema da assimetria de informação

A assimetria de informações em um mercado existe quando há agentes econômicos que possuem mais informações que outros, e se beneficiam com isso. Em um determinado mercado poderia-se encontrar vendedores muito mais bem informados sobre a qualidade de seus produtos do que os compradores, afetando unilateralmente os preços. À medida que várias transações mal-sucedidas para os compradores forem se concretizando, pior será a assunção de qualidade e menor será o preço pago por eles e, em contrapartida, pior será o produto ofertado pelos vendedores, até que reste no mercado somente produtos de baixa qualidade e baixo preço (PINDYCK e RUBINFELD, 1999, p. 669)¹⁵. Isto ocorre porque há dificuldade de avaliar quais são os produtos de alta, de média e de baixa qualidades antes da compra, sendo que o preço estaria diretamente relacionado com a qualidade.

A situação poderia-se agravar para o lado dos compradores, que têm deficiência de informação, caso a verificação da qualidade real fosse muito posterior à compra. O mercado de determinado produto poderia ser inflacionado pelos vendedores, atraindo cada vez mais compradores pagando preços cada vez maiores, até que a qualidade fosse efetivamente conhecida pelos compradores e potenciais compradores, que cessariam todas as compras até que os preços fossem readequados.

Esse problema, que pode ser encontrado em muitos mercados, é chamado pelos economistas de problema de "seleção adversa", segundo Pindyck e Rubinfeld (1999, p. 671).

¹⁵ Autor cita um texto clássico: George A. Akerlof, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, Quarterly Journal of Economics, Aug. 1970, p. 488-500.

A teoria da agência que será vista a seguir também trata do problema de assimetria de informação, desta vez contrapondo o responsável pelo fornecimento de informações a respeito da empresa e o usuário dela.

Teoria da Agência

O problema de assimetria de informação é também percebido dentro do contexto da teoria da agência, cujos autores pesquisados, (PINDYCK e RUBINFELD, 1999; HENDRIKSEN e BREDA, 1999; AGRAWAL e KNOEBER, 1996; FAMA, 1980; JENSEN e MECKLING, 1976), utilizam-na para expor situações entre acionistas e administradores, dentro da teoria vistos como principal e agente, respectivamente, podendo repercutir em desvios de eficiência nos mercados.

O trabalho que se tornou referência sobre o assunto foi desenvolvido por Jensen e Meckling, publicado em 1976, com o título "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", e traz uma definição para teoria da agência:

Nós definimos uma relação de agência como um contrato debaixo do qual uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) envolvem outra pessoa (o agente) para executar algum trabalho em favor dos primeiros no qual envolve a delegação de alguma autoridade de decisão para o agente. (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 308).

A relação entre agente e principal é na realidade encarada como um problema. Ela "[...] está no fato de os administradores poderem atingir seus próprios objetivos, mesmo que isso incorra na obtenção de lucros menores para os proprietários [...]", segundo Pindyck e Rubinfeld (1999, p. 684).

Ademais, Jensen e Meckling entendem que o problema de agência está na "[...] separação da propriedade e do controle [...]" e que tal relação de interesses, muitas vezes divergente, gera

custos, chamados de custos de agência (*agency costs*)¹⁶, os quais definem como a somatória de (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 308):

- (1) custos de monitoramento pelo principal;
- (2) custos compromissados pelo agente;
- (3) perdas residuais.

Os referidos autores explicam que os custos de monitoramento (*monitoring expenditures*) pelo principal não incluem somente "[...] alguma medição ou observação do comportamento do agente [...]", mas também, "[...] auditoria, sistemas de controle formais, restrições orçamentárias, sistemas de incentivo, regras operacionais, etc." (Ibid., p. 308).

Um sistema de incentivos também é um dos custos de agência (*agency costs*) e que tem a função tanto de monitoramento quanto de incentivo e precisa ser montado de acordo com os interesses dos principais. No entanto, há uma dificuldade intrínseca a esse sistema que é a informação incompleta, conforme explica Pindyck e Rubinfeld (1999, p. 688) um agente pode estar sendo remunerado pelo seu desempenho na produção ou no lucro resultante do processo produtivo, porém, tanto um quanto outro sistema têm problemas. Em suma, há dificuldade de avaliar o nível de desempenho do agente em função da circunstância em que tal desempenho ocorreu. Uma solução sugerida, mais do agrado do principal, é um contrato para remunerar o trabalho do agente, mas cujo "[...] esquema de pagamento deve estar baseado inteiramente no

¹⁶ Agrawal e Knoeber (1996) estudam especificamente de mecanismos de avaliação da performance e de monitoramento para controle do problema de agência (entre administradores e acionistas). Entre os mecanismos estudados encontram-se: participações de *insiders*, instituições e blocos grandes de acionistas; uso de diretores externos; política de endividamento; o mercado de trabalho para administradores; e o mercado para controle corporativo.

resultado mensurável (isto é, no lucro) do processo produtivo e não no grau de empenho do agente." (PINDYCK e RUBINFELD, 1999, p. 688).

No que tange às medidas de desempenho tradicionais baseadas no interesse dos acionistas a curto prazo, elas têm-se mostrado obsoletas, como explica Drucker (1999, p. 56), pois "[...] teremos de aprender como equilibrar resultados a curto prazo - motivo da atual ênfase em 'valor para o acionista' - com a prosperidade a longo prazo e a sobrevivência da empresa."

A questão dos incentivos se tornou muito importante com a popularização de mecanismos de remuneração de executivos com opções de compra de ações da própria empresa. Embora amplamente aceitos pelo mercado, esses esforços recebem críticas por favorecer uma atitude dos administradores de buscar valorização das ações no mercado o que implica em manter o mercado otimista quanto ao prognóstico futuro, abastecendo-o com notícias favoráveis, favorecendo a assimetria de informações. Anthony e Govindarajan (2002, p. 637) fazem referência a isso como "segurar as ações" enfatizando que tal comportamento "os acionistas podem considerar desejável". Há um outro problema com os incentivos em opções de compra de ações, segundo Anthony e Govindarajan (2002, p. 637), que diz respeito "[...] à falta de relação causal direta entre o esforço do agente e a alteração da cotação da ação."

Os custos compromissados (*bonding expenditures*) pelos agentes dizem respeito aos "custos que garantem aos acionistas externos que o administrador-proprietário irá limitar suas atividades a um determinado nível", segundo Jensen e Meckling (1976, p. 325), o que implica em "[...] limitações contratuais ao poder de decisão do administrador no exercício do poder." Essas limitações contratuais poderiam "[...] limitar a habilidade do administrador em tirar

proveito de oportunidades lucrativas, como também, em prejudicar os acionistas ao beneficiar-se a si próprio [...]" (Ibid., p. 325).

Alguns exemplos de custos compromissados: dividendos mínimos, emissão de dívida, níveis de manutenção de capital de giro, limitações à entrada em projetos que ofereçam risco, etc. Os autores mencionam que lançamentos de dívida poderiam vir acompanhados de tais custos e ter como consequência diminuição da lucratividade da firma. Porém, para os obrigacionistas se protegerem, de fato, eles deveriam fazer parte da administração (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 338).

Jensen e Meckling (1976, p. 328) mencionam que "[...] os custos de monitoramento e compromissados diferem de firma para firma dependendo de coisas como complexidade inerente e dispersão geográfica das operações, atratividade dos benefícios concedidos pela firma, etc." De modo que pode-se esperar encontrar custos mais elevados em firmas maiores e mais complexas do que em firmas menores e mais simples.

As perdas residuais são decorrentes da existência de custos de falência e de reorganização, segundo Jensen e Meckling (1976, p. 341), e seria como se o valor total da firma fosse reduzido por eles.

De certa forma, os custos de agência podem não ser plenamente conhecidos em virtude da assimetria de informação existente entre agente e principal. Anthony e Govindarajan (2002, p. 635) afirmam que "[...] as assimetrias podem tomar várias formas [...]" e "[...] sem monitoramento, somente o agente sabe se está, ou não, trabalhando no interesse do superior." No entanto, o monitoramento também não está livre de interferências do agente que pode "[...]"

desvirtuar as informações prestadas a seu superior [...]" (ANTHONY e GOVINDARAJAN, 2002, p. 635). Há uma expressão utilizada, encontrada em Anthony e Govindarajan (2002) e Pindyck e Rubinfeld (1999), para designar situações dessa natureza, em que um agente é motivado a desvirtuar suas informações, que é risco moral (*moral risk*). Pindyck e Rubinfeld (1999, p. 681) afirmam que tal problema "[...] altera a capacidade de os mercados alocarem seus recursos eficientemente."

Uma assimetria poderia eventualmente estar sendo reforçada pelo agente. Dye (1986, p. 332) explica que a divulgação incompleta de informações ocorre porque alguns itens do rol de informações privadas (consideradas assim por serem de exclusividade da administração) ao estar sendo reveladas poderiam conduzir a um outro tipo de informação (*proprietary information*), se conhecidas suas interdependências, que poderia afetar os rendimentos do agente. Pois é conhecido que o investidor (ou o principal) analisa a informação explícita e implícita contida na divulgação realizada pela firma, inclusive observando os sinais emitidos pela administração. Sendo assim, a administração (ou agente) pode tentar selecionar a informação a ser tornada pública para que esta não lhe implique em prejuízo.

De forma geral, tanto Jensen e Meckling (1976) como Fama (1980) entendem que o problema de agência em parte é equacionado pelos mercados, de capitais e de mão-de-obra de administradores, e por sistemas de monitoramento. A avaliação de performance dos administradores realizada, portanto, pelos mercados teria o poder de punir ou beneficiá-los. Fama (1980: 292) fala sobre "[...] sinais acerca do desempenho da firma [...]" o que faz alusão à informação contida ou à demonstração de desempenho do administrador. Porém, a extensão em que os mercados poderiam corrigir a administração é citada como a "questão central" a ser encontrada, descrita a seguir:

Em que extensão pode os sinais provenientes do mercado de mão-de-obra de executivos e dos mercado de capitais, talvez por meio de outros mecanismos induzidos pelo mercado, disciplinar a administração? Fama (1980, p. 292).

As conseqüências da teoria da agência, no que se refere à relação entre acionistas e administradores, não oferecem dúvida sobre a possibilidade de haver assimetria de informação entre eles e sobre a ineficiência resultante na alocação de recursos por parte dos mercados¹⁷.

Divulgação de sinais de mercado

Um mecanismo utilizado para reduzir a assimetria de informação entre os participantes de um mercado é a sinalização. O conceito oriundo da teoria econômica, desenvolvido originalmente por Michael Spence¹⁸, diz que "[...] em alguns mercados os vendedores enviam sinais aos compradores transmitindo informações a respeito da qualidade de um determinado produto [...]" (PINDYCK e RUBINFELD, 1999, p. 675).

Como foi visto anteriormente, o problema da assimetria reside na dificuldade de avaliar a qualidade de determinado produto dada as informações disponibilizadas pelo vendedor.

¹⁷ Anthony e Govindarajan (2002) citam críticas que a teoria da agência vem recebendo entre elas que "os elementos nos modelos não podem ser quantificados (qual é o custo da 'assimetria de informação?') e que os modelos são uma enorme 'supersimplificação' da relação entre superiores e subordinados no mundo real" (p. 638). Embora tais críticas salientem pontos fracos da teoria da agência, seu conteúdo não deve ser menosprezado, vindo a contribuir com o entendimento do que se tem sobre a teoria da firma.

¹⁸ Segundo Pindyck e Rubinfeld (1999). Eles citam a obra original: Michael Spence, *Market Signaling*. Cambridge Mass.: Harvard University Press, 1974.

Pindyck e Rubinfeld (1999, p. 676) explicam que os sinais podem ser fracos e fortes. Os sinais fracos podem ser emitidos tanto por vendedores cujos produtos têm qualidade superior quanto por vendedores cujos produtos têm qualidade inferior, embora a probabilidade de haver sinalização pelos últimos seja um pouco menor. Um sinal forte, ao contrário, é mais facilmente associado a vendedores cujos produtos são de qualidade superior, já que a probabilidade desse expediente ser utilizado pelos outros vendedores é muito pequena.

Os autores salientam, contudo, que para o sinal ter utilidade é preciso que o mesmo funcione como uma regra para a tomada de decisão por parte do comprador (PINDYCK e RUBINFELD, 1999, p. 678).

A aplicação da sinalização de mercado se estende aos mercados de capitais. Embora a introdução do assunto tenha sido feita a partir da teoria econômica, autores oriundos das finanças (RAPPAPORT, 2001; WESTON e BRIGHAM, 2000; VAN HORNE, 1995; MYERS e MAJLUF, 1984; Ross, 1977) e contabilidade (HENDRIKSEN e BREDA, 1999; WATTS e ZIMMERMAN, 1990) também mostram que há sinalização em diversas situações nos mercados de capitais, associando-a com o problema de assimetria de informação.

Para Weston e Brigham (2000, p. 687), o sinal emitido pela administração procura eliminar a assimetria de informação existente com investidores: "É uma ação tomada pela administração da empresa que proporciona indícios aos investidores de como a administração vê as perspectivas da empresa."

Ross (1977, p. 23) argumenta que se os administradores possuírem informação privada acerca das perspectivas da empresa, os sinais emitidos através do sistema de incentivos e da estrutura

de financiamento podem indicar ao mercado o conteúdo da informação privada. De maneira que a divulgação feita pela firma conterà informações privadas de propriedade dos administradores.

Diversos autores (ROSS et al, 2002; WESTON e BRIGHAM, 2000; VAN HORNE, 1995; MYERS e MAJLUF, 1984) citam um exemplo de sinal emitido aos investidores indicando se a firma está sub-valorizada ou não. Seu entendimento está na forma como a administração altera sua estrutura de capital tendo em vista uma nova oportunidade de investimento ou simplesmente uma reestruturação. Uma descrição do caso é feita a seguir.

A ação da administração de emitir capital próprio ou captar capital de terceiros supondo o aproveitamento de uma nova oportunidade de investimento, poderia resultar em dois tipos diferentes de sinais aos investidores. São eles:

- Emissão de capital. Para os acionistas isto pode significar que o investimento não é tão bom assim, já que os administradores desejam ter a segurança de não terem dispêndio de capital obrigatório para com credores. Isto também significa diluição do capital e lucros com os novos acionistas. Pode resultar em desvalorização das ações. O sinal é negativo.
- Emissão de dívida. Para os acionistas isto pode significar que o investimento deverá oferecer um excelente retorno e os atuais acionistas deverão receber altos dividendos, pois os administradores não correriam esse risco se não tivessem boas informações sobre o sucesso do empreendimento. Pode resultar em valorização das ações. O sinal é positivo.

Um outro exemplo de sinal que pode resultar em valorização das ações é o aumento de capacidade de financiamento. Segundo Myers e Majluf (1984, p. 188), "[...] uma firma com ampla capacidade financeira - grande volume de caixa ou títulos mobiliários ou habilidade

para lançar dívida - poderia executar todos os projetos com valor presente líquido positivos." Isto significa que uma ação da administração nesse sentido pode resultar em um sinal positivo. De maneira que o anúncio de "[...] uma fusão sempre cria valor quando o excedente de capacidade [no caso, financeira] de uma firma cobre completamente a deficiência da outra [...]" (MYERS e MAJLUF, 1984, p. 217).

A sinalização de mercado ilustra o caso no qual nem toda informação é divulgada, mas apreendida pela análise minuciosa das relações de causa e efeito entre informação publicada e privada (detida por administradores). Por outro lado, também mostra a necessidade dos acionistas (ou principais) em buscar evidências capazes de fornecer subsídio para a tomada eficiente de decisões econômicas, isentas dos interesses individuais dos agentes.

Assimetria entre acionistas controladores e não-controladores

O problema de agência também é percebido entre acionistas controladores e acionistas não-controladores. De maneira que os interesses dos primeiros nem sempre coincidem com os interesses dos segundos no que tange à maximização da riqueza conjunta. Segundo Shleifer e Vishny (apud SILVEIRA, 2002, p. 47) "[...] os custos potenciais de se ter grandes acionistas são a expropriação direta sobre os outros investidores, gerentes e empregados, e a expropriação pela ineficiência resultante da busca de objetivos pessoais não maximizadores de valor."

Jensen e Meckling (1976, p. 343) fazem referência a um administrador-proprietário que pode ser comparado aqui com o acionista controlador que tem o poder de indicar os membros de sua confiança para a administração e de participar de conselhos internos.

2.1.3 Parâmetros de divulgação

Os parâmetros da divulgação fornecidos pela Contabilidade têm ligação conceitual com a teoria de mercados eficientes e a teoria da agência. De um lado, busca-se contribuir com a avaliação da empresa feita pelo mercado em geral e de outro, mais específico, auxiliar no processo de monitoramento da administração reforçando a governança corporativa da empresa (JONAS e BLANCHET, 2000, p. 354).

Uma definição particularmente útil ao trabalho, diz respeito ao significado neste texto para as palavras divulgação e divulgação financeira. Será utilizado a palavra divulgação para fazer referência à veiculação de informação de um modo geral. E a expressão divulgação financeira, à veiculação de informação financeira a respeito de uma empresa dentro de um relatório financeiro, especialmente o relatório anual.

A divulgação financeira pode ser estudada a partir do referencial conceitual definido pelo FASB a partir do SFAC¹⁹ No. 1 e 2. O primeiro refere-se ao objetivo da divulgação financeira e o segundo, às características qualitativas que tornam a informação útil aos usuários dela.

O SFAC No.1, de novembro de 1978, tratou do tema "Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises". Em síntese, procura definir: o público alvo da divulgação e o motivo da divulgação, isto é, a avaliação de fluxos de caixa no tempo e o controle dos recursos econômicos da empresa. Ele diz sobre divulgação financeira:

¹⁹ Foram 6 (seis) documentos SFAC, o último deles publicado em 1985, cuja sigla significa Statement of Financial Accounting Concept, todos encomendados e publicados pelo FASB.

A divulgação financeira deve fornecer informações que sejam úteis para investidores e credores atuais e em potencial, bem como para outros usuários que visem a tomada racional de decisões de investimento, crédito e outras semelhantes. [...]

A divulgação financeira deve proporcionar informação que ajude a investidores, credores e outros usuários, presentes e em potencial, a avaliar os volumes, a distribuição no tempo e a incerteza de possíveis fluxos de caixa em termos de dividendos ou juros, e os resultados da venda, do resgate e do vencimento de títulos ou empréstimos. [...]

A divulgação financeira deve fornecer informações sobre os recursos econômicos de uma empresa, os direitos sobre esses recursos (obrigações da empresa em termos de transferência de recursos a outras entidades e a participação dos proprietários), bem como os efeitos de transações, eventos e circunstâncias que alterem seus recursos e os direitos sobre tais recursos. (SFAC No.1 apud HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 93).

Uma vez definido qual o objetivo da divulgação, resta saber o que faz com que uma informação tenha utilidade ao seu usuário. O modelo do SFAC No.2 fornece assim os principais aspectos conceituais a serem considerados na publicação de uma informação.

O SFAC No.2, publicado em maio de 1980, sob o tema "Qualitative Characteristics of Accounting Information" serviu não somente de guia, mas também, posteriormente, como parte integrante do Referencial Conceitual que foi tratado pelo FASB "[...] como uma constituição na qual os padrões se baseariam, da mesma forma que as leis do país decorrem da Constituição dos Estados Unidos." (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 90).

A figura abaixo sintetiza os elementos de qualidade desejados para uma informação ser divulgada e oferece uma hierarquia a ser obedecida.

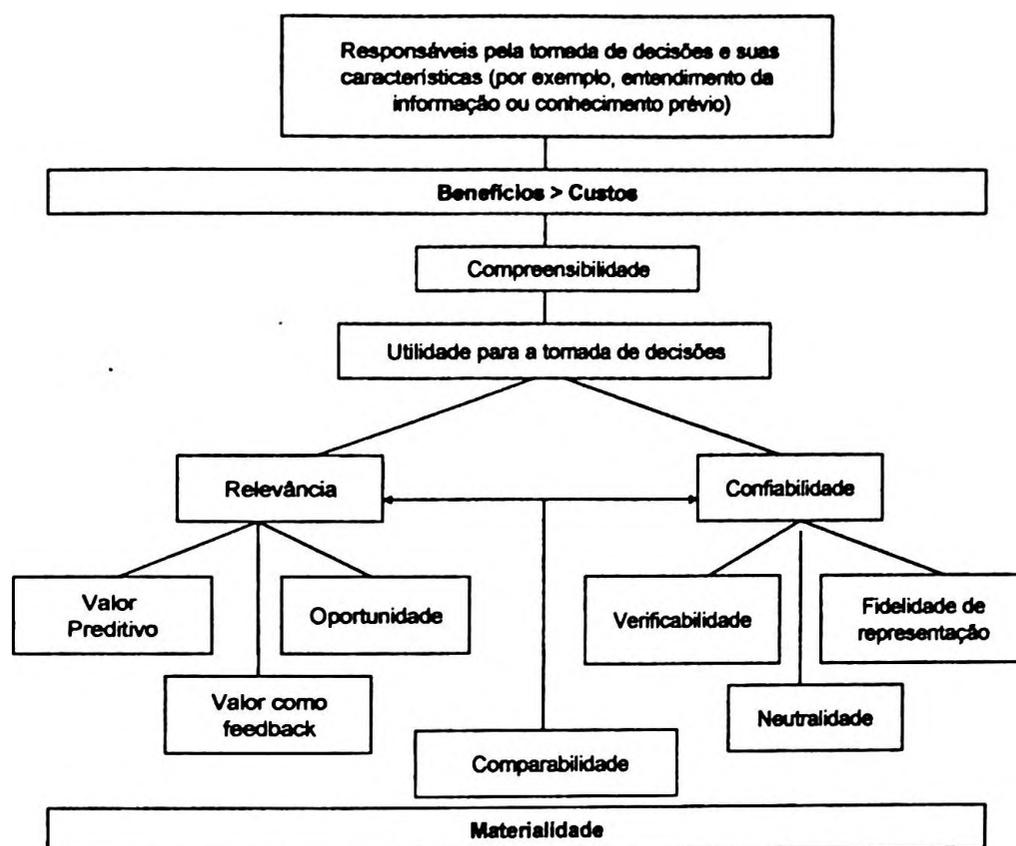


Ilustração 2 - Hieraquia de qualidade em contabilidade

Fonte: Hendriksen e Breda (1999, p. 96)

Uma análise de cada característica é feita a seguir.

Benefícios e custos: a informação divulgada deve fornecer benefícios maiores do que seus custos. "Apesar dessa aparente simplicidade, é extremamente difícil fazer uma análise custo-benefício de informações contábeis; talvez seja até impossível [...]" (DEMSKI apud HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 96).

O SFAC No.2 (§ 136, in: HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 96) fez uma tentativa de identificar a incidência de custos e benefícios entre os produtores e usuários da informação, concluindo que "[...] é difícil afirmar qualquer coisa, com precisão, a respeito de sua incidência."

A despeito dessa complexidade, tal análise é importante para preservar a eficácia dos padrões contábeis, cujo desenvolvimento passa pelo questionamento de sua importância, se acarretará custos a muitos em benefício de uns poucos (SFAC No.2, § 143, in: HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 96).

Compreensibilidade: embora a compreensão da informação se dá com o usuário, a informação divulgada deve partir de um conhecimento prévio de seus usuários e da necessidade de torná-la compreensível. Há a preocupação dos diversos legisladores em atender a um público de conhecimento razoável e até de uma certa complexidade. A Estrutura Conceitual do IASC (International Accounting Standards Committee), publicada em 1997, que estabelece critérios para nortear a preparação e apresentação de demonstrações contábeis, ao tratar do tema compreensibilidade diz o seguinte:

Uma qualidade essencial das informações apresentadas nas demonstrações contábeis é que elas sejam prontamente entendidas pelos usuários. Para esse fim, presume-se que os usuários tenham um conhecimento razoável dos negócios, atividades econômicas e contabilidade e a disposição de estudar as informações com razoável diligência. Todavia, as informações sobre assuntos complexos que devam ser incluídas nas demonstrações contábeis, por causa da sua relevância para as necessidades da tomada de decisão pelos usuários, não devem ser excluídas meramente sob o pretexto de que seriam difíceis para que certos usuários as entendessem. (IASB, 1997: § 25).

Utilidade para a tomada de decisões: de forma análoga, a utilidade da informação depende de seu uso pelo usuário, o que implica que o preparador da informação a ser divulgada deve ter conhecimento de quem são os seus usuários e de quais são suas necessidades. Ou seja, deve ser conhecido o processo de decisão no qual o usuário confere valor à determinada informação.

Para uma informação ter **confiabilidade**, ela deve ter as seguintes características:

- **verificabilidade:** é a capacidade de comprovação do que foi informado, estabelecendo a verdade. A definição considerada pelo FASB para verificabilidade é: "A capacidade de

assegurar, por meio do consenso entre mensuradores, que a informação representa o que se destina a representar, ou que o método de mensuração foi utilizado sem erro ou viés." (SFAC No.2).

- **neutralidade:** significa que não há viés na direção de um resultado predeterminado, o que implica que o mesmo pode se situar tanto de um lado como de outro com igual probabilidade (HENDRIKSEN e BREDÁ, 1999, p. 100). O IASC definiu neutralidade da seguinte maneira:

Para ser confiável, a informação contida nas demonstrações contábeis deve ser neutra, isto é, livre de preconceitos. As demonstrações contábeis não serão neutras se, pela escolha ou apresentação da informação, elas influenciarem a tomada de decisão ou um julgamento a fim de atingir um resultado ou desfecho predeterminado. (IASB, 1997: § 36).

- **fidelidade de representação:** é a característica que permite "[...] correspondência ou concordância entre uma medida ou descrição e o fenômeno que visa representar [...]", segundo o FASB (apud HENDRIKSEN e BREDÁ, 1999, p. 99).

No que tange à **relevância**, definida pelo FASB como "[...] a capacidade que a informação teria de fazer a diferença numa decisão [...] ajudando os usuários a fazer previsões sobre o resultado de eventos passados, presentes e futuros, ou confirmar ou corrigir expectativas anteriores." (apud HENDRIKSEN e BREDÁ, 1999, p. 97), três características podem ser consideradas:

- **valor preditivo:** é a característica que permite aumentar a probabilidade de prever corretamente o resultado (SFAC No.2).

- **valor como *feedback*:** é a característica da informação que corrige ou confirma um dado resultado anterior, serve como *feedback*.

- **oportunidade:** é a característica que associa a relevância da informação com sua disponibilidade no momento em que a decisão é tomada, a ausência da informação neste momento torna irrelevante sua publicação posterior.

O IASC tratou do assunto de oportunidade de informações explicando o seu processo e os riscos envolvidos ao dizer:

Se houver demora indevida em reportar a informação, ela poderá perder a relevância. A Administração poderá ter que estabelecer um equilíbrio entre reportar a informação na época oportuna e prover informações confiáveis. Para fornecer informações em datas oportunas poderá ser necessário reportar a informação antes que todos os aspectos de uma transação ou outro evento sejam conhecidos, prejudicando assim a confiabilidade. Por outro lado, se para reportar a informação houver demora até que todos os aspectos se tornem conhecidos, a informação poderá ser altamente confiável, porém de pouca utilidade para os usuários que tenham tido necessidade de tomar decisões nesse ínterim. Para atingir um equilíbrio entre a relevância e a confiabilidade, o princípio prevaiente consiste em usar a melhor forma de atender às necessidades do processo econômico decisório dos usuários. (IASB, 1997: § 43).

Comparabilidade: é "[...] a qualidade da informação que permite aos usuários identificar semelhanças e diferenças entre dois conjuntos de fenômenos econômicos [...]", conforme definido pelo FASB (apud HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 101).

Esta qualidade possibilita análise temporal de dados publicados em relação à empresa ou em relação a diversas empresas entre si.

Materialidade: o SFAC No.2 (§ 132, in: HENDRIKSEN e BREDA, 1999) estabelece que é material a informação que provavelmente possa alterar ou influenciar o julgamento de uma pessoa razoável.

A materialidade também pode estar relacionada, segundo Hendriksen e Breda (1999, p. 103), "[...] à significância de mudanças de valor, a correções de erros em relatórios anteriores ou

aos vários mecanismos de divulgação de dados quantitativos e descrições ou qualificações relevantes desses dados."

A divulgação vista até aqui é referenciada pela sua qualidade intrínseca. Porém, também é possível associar a idéia de quantidade ou volume de informação à divulgação, sem contudo abrir mão de sua qualidade.

Neste sentido, Hendriksen e Breda (1999, p. 515) sugerem que há diferenças e classificam-na em três níveis:

- **Divulgação adequada:** em que pressupõe um volume mínimo de divulgação compatível com o objetivo de evitar que as demonstrações sejam enganadoras.
- **Divulgação justa:** subentende um objetivo ético de tratamento equitativo de todos os leitores em potencial.
- **Divulgação completa:** pressupõe a apresentação de toda informação relevante.

Embora esses níveis não descartem a qualidade intrínseca à informação contábil, pode-se entender que os autores fazem referência a uma escala de divulgação baseada, principalmente, no volume de informações publicadas como forma de atender mais plenamente seus vários usuários e conferir a qualidade derivada da completitude.

De certa forma, a avaliação do nível de divulgação, tanto do ponto de vista qualitativo quanto quantitativo, pode representar um esforço com resultados subjetivos, já que há dúvida sobre o que é efetivamente necessário e o que é acessório no que tange à divulgação em cada empresa. Isto pode ser justificado pela experiência de Hendriksen e Breda (1999, p. 511) ao

dizer que há muitas coisas que são julgadas necessárias de divulgação com base na intuição e não em evidência sólida.

No entanto, há diversos autores e instituições, nacionais e estrangeiros, que trabalham na avaliação do nível de divulgação para diversas finalidades com resultados satisfatórios. Entre eles: Botosan (1997) estudou a relação entre uma medida do nível de divulgação criada por ela e o custo do capital próprio; Sengupta (1998) estudou o nível de divulgação mensurado pela Association for Investment Management and Reserch (AIMR) e seus efeitos econômicos; a ANEFAC-FIPECAFI-SERASA tem uma premiação dos melhores balanços publicados de empresas brasileiras e baseia-se em uma análise do nível de divulgação; Souza (1995) utilizou no seu trabalho um índice do nível de divulgação de informação voluntária de empresas brasileiras; etc.

A divulgação tem parâmetros de qualidade conhecidos, mas que em função de sua subjetividade inerente é possível a existência de níveis diferentes de divulgação.

Nos itens a seguir, será estudado como a regulamentação, a governança corporativa e a administração podem influenciar o nível de divulgação de uma empresa.

2.1.4 Fontes influenciadoras do nível de divulgação

2.1.4.1 Regulamentação dos mercados de capitais

A regulamentação estabelece níveis mínimos de divulgação de uma empresa no mercado de capitais. Tais níveis também são conhecidos como divulgação legal, formal ou, ainda, obrigatória. A principal característica desse tipo de divulgação é a clareza de seu objeto.

Como já abordado anteriormente, o nível de divulgação das companhias deve ser adequado para que promova a eficiência dos mercados de capitais onde seus títulos são negociados. A ausência de informações pode causar falha de algum modo do sistema de mercado e, essa possibilidade, segundo Hendriksen e Breda (1999, p. 517), tem sido usada como justificativa para a intervenção governamental.

Um exemplo histórico de intervenção do mercado foi quando após o colapso da Bolsa de Nova York, em 1929, as instituições governamentais reestudaram sua postura de *laissez-faire* e, para evitar um novo *boom* e outro colapso, fizeram que o Congresso norte-americano promulgasse a Lei das Bolsas de Valores, em 1934. Galbraith, em sua análise do episódio, chegou a afirmar que a lei não se fazia especialmente necessária à época, porém, disse em outro momento que "[...] a justificativa para a regulação da atividade econômica sempre repousa na tese pouco atraente do mal menor." (GALBRAITH, 1988, p. 25).

Foi falta de informação que resultou no colapso? Se se entender o significado da informação como um elemento que influencia a atitude das pessoas, pode-se dizer que sim. Porém, dificilmente seria apenas devido à informação insuficiente dada pelas companhias abertas. Ademais, Galbraith ensina que "[...] para haver uma especulação em grande escala, é necessário um ambiente generalizado de confiança, de otimismo e da certeza de que todo mundo vai ficar rico." (GALBRAITH, 1988, p. 150). O que foi constatado, segundo Galbraith, é que o ambiente de confiança que se viu à época foi reforçado através da comunicação de diversos agentes econômicos que tinham interesse nele.

É evidente que, desde 1929, muita coisa foi feita na estrutura legal, jurídica e financeira para suportar mercados financeiros cada vez mais complexos, mas, vez ou outra, a sociedade se

defronta com mercados otimistas demais que, mais cedo ou mais tarde, vêem suas bolhas estourarem. Caso recente ocorreu em Dezembro de 2001, com o colapso de uma das maiores empresas de energia do mundo, a Enron, novamente no mercado norte-americano. Imediatamente após sua queda, verificou-se que havia necessidade de maior regulamentação culminando em leis mais rígidas para com as empresas de auditoria independente e reforçando a divulgação e os sistemas de governança corporativa. Tal fato indicou que havia uma falha que denegriu todo o mercado. Como explicado no item sobre assimetria, o mercado por não conseguir avaliar quais são os papéis de boa qualidade, baixam todos os preços supondo-os de média qualidade.

Em primeiro lugar, tais exemplos ilustram a força dos prognósticos econômicos da informação adicional criada pelo mercado, que segundo a definição utilizada neste trabalho refere-se à informação publicada pelos diversos agentes econômicos do mercado de acordo com seus interesses visando atender a uma demanda por informação não satisfeita pela divulgação da empresa. Tais prognósticos podem ser falhos por não conhecerem toda a informação privada da empresa.

Em segundo lugar, mostram a natureza reacionária, e muitas vezes orientada por crises, da regulamentação. Enquanto que as regras apropriadas estão sendo discutidas, os efeitos do evento econômico, para o qual essas regras se destinam, estão passando. "Foi somente após a crise [do mercado de ações em 1987] que [a SEC (Securities and Exchange Commission)]

procurou produzir normas para lidar com o uso de esquemas dos *program trading*²⁰ que se pensou terem causado a crise." (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 164).

A regulamentação também procura favorecer a clareza e objetividade da informação a diversos públicos, porém, conforme Iudicibus (2000, p. 117), "[...] seria tolice pensar que boas decisões de investimento emanassem de alguém com vagas noções de Contabilidade e negócios." Desta maneira, o regulador ao estabelecer os níveis mínimos de divulgação preocupa-se em avaliar não somente o grau atual de compreensão do usuário médio, mas também em favorecer o crescimento dos mercados com vistas ao futuro.

A regulamentação produzida para disciplinar mercados de capitais locais reflete o ambiente institucional, político, tecnológico, legal, econômico e cultural no qual está circunscrita.

Na análise da regulamentação brasileira, verifica-se uma indicação clara da preocupação do legislador em fornecer parâmetros inteligíveis e objetivos sobre o quê deve ser publicado, inclusive propondo procedimentos operacionais. Lopes (2002, p. 62) diz que é característico dos países que tem um sistema legal baseado no *code law* (direito romano), como é o caso do Brasil, apresentarem uma regulamentação contábil dentro da esfera de influência governamental.

²⁰ *Program trading*: uso de computadores para comprar e vender títulos no mercado. As ordens de compra ou venda são disparadas automaticamente segundo algum parâmetro programado observado pelo sistema.

No Brasil, a divulgação financeira é regulamentada pela Lei No. 6.404/76, conhecida como Lei das S.A., alterada pela Lei No. 10.303/01, pelas instruções da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e pelas normas do Ibracon (Instituto dos Auditores Independentes do Brasil).

No que tange à Lei das S.A., fica entendido que o legislador preocupou-se em fixar níveis mínimos ao estabelecer quais demonstrativos a serem publicados:

"Art. 176. [...] as seguintes demonstrações financeiras, que deverão exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício:
 I - balanço patrimonial;
 II - demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;
 III - demonstração do resultado do exercício;
 IV - demonstração das origens e aplicações de recursos."

Além das demonstrações, a legislação manda que estas sejam "[...] complementadas por notas explicativas e outros quadros analíticos ou demonstrações contábeis necessárias para esclarecimento da situação patrimonial e dos resultados do exercício [...]" (Lei No. 6.404/76, § 4º.), cujo conteúdo é especificado:

"§ 5o. As notas [explicativas] deverão indicar:
 a) os principais critérios de avaliação dos elementos patrimoniais, especialmente estoques, dos cálculos de depreciação, [...]"

O conteúdo das demonstrações publicadas foram alvo de preocupação, como pode ser observado no seguinte trecho da lei, (Lei No. 6.404/76, Art. 178):

"§ 1o. No ativo, as contas serão dispostas em ordem decrescente de grau de liquidez dos elementos nela registrados, nos seguintes grupos:
 a) ativo circulante;
 b) ativo realizável a longo prazo;
 c) ativo permanente, dividido em investimentos, ativo imobilizado e ativo líquido."

Da mesma forma, os grupos do passivo também são indicados. Além disso, a lei especifica o que deveria conter cada grupo, cujo trecho da lei abaixo exemplifica (Lei 6.404/76, Art.179):

"I - no ativo circulante: as disponibilidades, os direitos realizáveis no curso do exercício social subsequente e as aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte; "

A CVM (Comissão de Valores Mobiliários), por exemplo, na instrução No. 207/94, estabelece o que deve ser divulgado ao regulamentar:

"Art. 3o. As demonstrações financeiras das companhias abertas [...] poderão ser publicadas de forma resumida, [...], desde que sejam divulgadas, no mínimo, as seguintes informações: [...]"

Embora a lei seja muitas vezes didática e detalhista ao exigir das companhias a divulgação de informações ao público e a investidores, o cumprimento dela tem sido parcial.

A análise das falhas no fornecimento de informações no mercado brasileiro indica que o problema ocorre justamente em itens que oferecem margem à dúvida do quê e quanto publicar. As peças contábeis que são mais mencionadas, segundo diversos autores (MARTINS, informação verbal, 2002; SOUZA, 1995; FALCÃO, 1993): o Relatório da Administração e as Notas Explicativas. Isto pode levar ao entendimento de que, quando a regulamentação não é específica e detalhista, há variação no grau de aplicação.

Franco (1988, p. 53) considera que qualquer fato ao estar sendo divulgado de forma deficiente, isto é, com ausência de informações que venham a explicá-lo adequadamente, implica em desobediência às características da informação contábil mesmo se o princípio contábil for aplicado corretamente. Ele enumera os seguintes exemplos de falhas:

(1) falta de notas explicativas essenciais que acompanham as demonstrações contábeis; (2) apresentação das receitas pelo líquido; (3) falta de análise de despesas relevantes; (4) omissão do lucro por ação; (5) falta de revelação de mudança de critérios contábeis (uniformidade); e (6) outros. (Franco, 1988, p. 53).

Uma pesquisa realizada por Falcão (1993), tomando os demonstrativos financeiros de 92 (noventa e duas) companhias abertas brasileiras, dos exercícios findos de 1989 e 1990, com o objetivo de analisar o conteúdo do Relatório de Administração e verificar a publicação ou não

dos itens julgados importantes para efeito de informação, conforme Parecer de Orientação No. 15 de 28 de dezembro de 1987 da CVM, resultou nos seguintes resultados:

Tabela 1 - Resultados da pesquisa em índices de resposta positiva (em %)

Itens analisados	1989	1990
A) Descrição dos negócios, produtos e serviços	40,6	41,9
B) Comentários sobre a conjuntura econômica geral	74,7	83,7
C) Recursos humanos	13,2	9,3
D) Investimentos	53,8	60,5
E) Pesquisa e desenvolvimento	9,9	9,3
F) Novos produtos e serviços	12,1	11,6
G) Proteção ao meio-ambiente	3,3	0,0
H) Reformulações administrativas	11,0	14,0
I) Investimentos em controladas e coligadas	9,9	7,0
J) Direitos dos acionistas e dados de mercado	12,1	14,0
K) Perspectivas e planos para o exercício em curso e futuros	27,5	25,6

Fonte: Falcão (1993: 243), Apêndice I

Observa-se que o índice de respostas positivas concentra-se nos itens B (Comentários sobre a conjuntura econômica geral), com 83,7% em 1990; seguido de D (Investimentos), com 60,5% em 1990; e A (Descrição dos negócios, produtos e serviços), com 41,9% no mesmo ano. Descartando a publicação sobre a conjuntura econômica, que pode ser obtida em outras fontes, o índice de publicação de informação voluntária por parte das companhias brasileiras é baixo.

A regulamentação dos níveis mínimos tem, portanto, o objetivo de evitar falhas no mercado, porém, ainda há margem para que a quantidade e a qualidade da publicação sejam decisões dos administradores.

Tais níveis mínimos também podem sofrer alteração para empresas que participam de outros mercados de capitais. A regulamentação externa também ajuda estabelecer níveis superiores de divulgação nos mercados. Companhias que se utilizam de mercados estrangeiros submetem-se a regras próprias de divulgação nesses mercados de capitais. Assim, podem ter

suas ações negociadas e captar recursos financeiros adicionais para seus empreendimentos. De forma que a regulamentação melhora a divulgação dessas companhias, individualmente, quando buscam mercados de capitais mais exigentes.

Estudos realizados por Leuz e Verrecchia (2000) oferecem um exemplo. Eles tomaram por base empresas alemãs, criticadas por terem um baixo nível de divulgação, que adotaram outras normas contábeis (IAS ou US GAAP) por obrigação ou interesse. O resultado foi que elas aumentaram o nível de divulgação o que conduziu a uma maior negociação de suas ações nos mercados locais e contribuiu para redução de custos de transação (*bid-ask spreads*).

Uma utilidade muitas vezes esperada para a regulamentação é a capacidade de evitar situações financeiras e patrimoniais que não estão refletidas nos balanços publicados, o que inclui a fraude. Porém, essa é uma característica bastante controversa. Hendriksen e Breda (1999, p. 162) dizem que "[...] a história registrada indica que a verdadeira preocupação do Congresso [americano] era, e ainda é, com a fraude financeira, que não é detectável nem pela divulgação de informações financeiras, nem pela auditoria."

No Brasil, há o mesmo entendimento entre suas instituições. No caso específico, a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) que tem a função de fiscalizar as empresas de capital aberto no país, também entende que a divulgação financeira pode auxiliar na identificação de fraudes. Para citar um episódio recente de descoberta de desvio de recursos e falsificação de registros contábeis, a Parmalat, empresa multinacional do setor de produtos alimentícios com sede na Itália, que tem operações no Brasil através de uma subsidiária de capital aberto, foi alvo de investigações pela CVM. Nas palavras do presidente da CVM: "Resolvemos passar

um pente fino nos demonstrativos financeiros porque o ocorrido no exterior pode ter repercutido no Brasil." (LORENZI, 2004).

O efeito da regulamentação pode ser o de aumentar o nível mínimo de divulgação. Ou seja, a divulgação obrigatória é aumentada para evitar que informações que possam auxiliar na identificação de problemas sejam excluídas unilateralmente da divulgação. Neste sentido, Martins (informação verbal, 2002), em um debate promovido para a discussão de transparência das demonstrações financeiras, perguntou se não seria uma forma de aumentar o nível de divulgação pela utilização de normas que reforcem o conceito de "*all inclusive*"²¹.

Porém, por mais que os reguladores desejem se antecipar a possíveis brechas na legislação, parte de sua atuação é direcionada para apagar pequenos incêndios, conforme foi visto. Certamente haveria muitos mais e maiores incêndios caso não houvesse tal preocupação.

Se, por um lado, a regulamentação pode exercer influência positiva no sentido de estabelecer níveis mínimos de divulgação, por outro, a governança corporativa pode reforçar o cumprimento do papel da Contabilidade em prover informações em conformidade com o que foi estabelecido no âmbito regulatório e no âmbito corporativo. Sobre esse assunto se irá versar no próximo item.

²¹ O conceito "*all inclusive*" refere-se à divulgação histórica de todos os elementos utilizados na composição de uma informação contábil: os normais, os recorrentes, os extraordinários e os infrequentes. Uma justificativa para sua utilização é explicada com o demonstrativo de lucros, onde o lucro poderia estar sendo manipulado por "enterrar" informação significativa nos lucros retidos. (MONTCLAIR, 2004)

2.1.4.2 Governança corporativa

O conflito entre agente e principal tratado anteriormente, permite entender que o problema básico na teoria da agência está na separação da propriedade e do controle. Essa separação pode favorecer a falta de informações sobre os resultados e a expropriação da empresa, reduzindo a remuneração devida dos investidores.

A expropriação pode ocorrer de várias formas, geralmente beneficiando a parte que detém o controle dentro da companhia (acionistas majoritários e administradores). Alguns exemplos podem ser citados: venda de ativos abaixo do valor de mercado; aceitação de projetos ineficientes; salários excessivamente altos; emprego de familiares não qualificados; contratos desvantajosos para a empresa; simples roubo; etc (BARROS et al, 2000, p. 48).

Desta maneira, os fornecedores de capital de uma empresa têm interesse em proteger seus investimentos, garantindo seu retorno. Uma forma de proteção apresentada no mercado de capitais envolve a adoção, por parte das empresas, de mecanismos transparentes que limitem a expropriação de seus recursos através de um sistema de monitoramento empresarial, chamado de governança corporativa. Segundo a CVM, a adoção de tais práticas deve resultar em padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei. Portanto, não há obrigatoriedade. Porém, sua adoção dá visibilidade à empresa no mercado de capitais e aumenta sua viabilidade na captação de recursos junto aos investidores.

No Brasil, o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) lançaram códigos de melhores práticas para a governança corporativa. Tais documentos visaram trazer para o mercado local, as práticas, os valores e a estrutura de

governança corporativa adotadas nos mercados estrangeiros, em especial, os de língua inglesa.

Uma definição para governança corporativa é oferecida por Shleifer e Vishny (apud SILVEIRA, 2002: 3) como o "[...] conjunto de mecanismos nos quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento." Os credores e os acionistas minoritários são incluídos como fornecedores de recursos (SILVEIRA, 2002; BARROS et al, 2000). Quanto aos mecanismos, vários têm origem dos estudos de Jensen e Meckling (1976) e Fama (1980) sobre a teoria da agência.

Entre os mecanismos de governança corporativa que se destacam (BARROS et al, 2000; SILVEIRA, 2002; LODI, 2000), pode-se citar:

I. Internos:

- Conselho de administração independente;
- Conselho fiscal;
- Comitê de auditoria;
- Auditoria independente; e
- Remuneração de executivos atrelada ao desempenho da empresa.

II. Externos:

- Monitoramento exercido por grandes investidores não-controladores;
- Mercado hostil de aquisição do controle de empresas; e
- Mercado competitivo de trabalho de executivos.

Há ainda outros fatores que podem possibilitar um ganho de qualidade nos trabalhos de governança. Barros et al (2000, p. 48) cita a disponibilidade e publicação de informações

relevantes, mecanismos e regras de conduta e arranjos que garantam a observância das regras. Tanto Barros et al (2000) quanto Lodi (2000) concordam que a divulgação de informações relevantes, também chamada de transparência e *disclosure*, é um dos elementos fundamentais para a boa governança.

No Brasil há um incentivo vindo da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) para que as companhias abertas possam aderir a níveis de governança baseados em melhores práticas de governança corporativa. Tanto o Nível 1 quanto o Nível 2 implicam em melhoria do nível de divulgação voluntária de informações ao público (Bovespa, 2002).

Por exemplo, no Nível 1 exige-se:

- Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- Divulgação da Demonstração de Fluxo de Caixa;
- Melhoria nas informações prestadas no IAN (Informações Anuais);
- Cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa; e
- Divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*.

No Nível 2, além do cumprimento das exigências do nível anterior, torna-se necessário:

- Disponibilização de balanço anual elaborado de acordo com padrões internacionais (US GAAP ou IAS).

Atualmente, em Janeiro de 2004, há 31 (trinta e uma) companhias que têm o Nível 1 e somente 3 (três) têm o Nível 2 de Governança Corporativa da Bovespa. É interessante

observar que das 34 (trinta e quatro) empresas apenas 16 (dezesesseis) entram no índice de ações Ibovespa o que significa que pode ter havido um incremento real do nível de divulgação das 18 (dezoito) empresas abertas ao buscarem essa diferenciação. Ademais, a Bovespa criou um índice de ações baseado nas empresas com nível de governança diferenciado como forma de dar visibilidade a elas no mercado e incentivar o investimento nessas ações. Sendo assim, uma companhia que investiu em melhoria da divulgação, ao conseguir uma maior negociação de mercado para seus títulos e valores, pode ter tido seu benefício esperado alcançado.

A percepção de que as empresas que alcançam níveis de governança superiores e que adotam melhores práticas têm valor de mercado superior às suas equivalentes é confirmada por Silveira (2002, p. 22) em sua pesquisa na qual conclui que "[...] existe um relacionamento significativo entre as variáveis selecionadas de governança corporativa e as variáveis de desempenho ou valor de mercado das empresas componentes da amostra."

A governança corporativa pode ter influência no atendimento do nível mínimo de divulgação obrigatória pela ação dos mecanismos internos de controle (conselho de administração, conselho fiscal, comitê de auditoria e auditoria independente) no sentido de estar de acordo (*compliance*) com a legislação a que a companhia está sujeita, que pode ser oriunda dos mercados locais ou internacionais, como também por aumentar o nível de divulgação voluntária ao se sujeitar a manter suas operações transparentes a todos os públicos envolvidos.

Além disso, a adoção das melhores práticas de governança está associada conceitualmente à necessidade dos fornecedores de recursos (acionistas minoritários e credores) de monitoramento de sua aplicação como forma de proteção do investimento.

2.1.4.3 Política de divulgação da administração

A administração tem motivos próprios para contribuir ou não com uma política de divulgação geral superior. Embora a regulamentação e a governança sejam forças externas poderosas, em última análise é a decisão dos administradores coadunada com os acionistas controladores que define se a companhia terá um nível diferenciado de divulgação, ou seja, superior ao mínimo obtido com a regulamentação. Evidentemente, há fatores que precipitam à uma decisão favorável quanto à divulgação. Neste item se tratará sobre eles.

O presente tópico está subdividido em três partes para facilitar o seu estudo, pois ao tratar de política de divulgação, nota-se ser necessário a discussão do comportamento da administração frente à divulgação de informações e dos principais mecanismos utilizados para a divulgação de informações voluntárias. E, em resumo, quais os principais aspectos formadores da política de divulgação da administração.

Comportamento da administração frente à divulgação voluntária

A administração talvez seja a mais importante fonte responsável pela divulgação voluntária de informação relevante, à frente do sistema de governança corporativa adotado. Isto ocorre porque seu universo informacional é muito superior ao conjunto de informações disponíveis pelo mercado em geral. Em outros termos, a administração é possuidora de informação privada. Dye (1986, p. 332) explica que os administradores adquirem informação privada (*private information*) sobre a empresa por ler e elaborar orçamentos, planos de *marketing* e planos financeiros, relatórios internos da contabilidade, etc. De maneira que muita de sua informação privada poderia ser convertida em informação pública (*public information*) por comunicar o conteúdo desses relatórios.

O interesse em divulgar informação privada depende fundamentalmente da natureza da informação privada, se proprietária (*proprietary information*) ou não-proprietária (*nonproprietary information*). Este conceito é utilizado por diversos autores pesquisados (EVANS III e SRIDHAR, 2002; DYE, 1986 e 1985; SCOTT, 1994) e seu significado é o seguinte: "**Informação proprietária**²² é considerada como qualquer informação cuja divulgação altera potencialmente o rendimento da administração com base nos futuros ganhos brutos da firma." (DYE, 1985, p. 123).

Não existe uma delimitação completamente clara do que é informação proprietária e não-proprietária. A divulgação incompleta muitas vezes é culpada pela dificuldade que a administração tem em separar esses dois tipos de informação, já que a divulgação de alguns tipos de informação não-proprietária pode revelar parcialmente uma informação proprietária, se as interdependências estatísticas entre elas forem conhecidas (DYE, 1986, p. 332).

O mesmo entendimento é colocado por Scott (1994, p. 26) ao comentar a teoria do custo proprietário de Verrecchia²³ que diz que "[...] o incentivo para divulgar informação é uma função decrescente do potencial de custo proprietário associada a uma divulgação e uma função crescente da favorabilidade da notícia contida em uma divulgação." Desta maneira,

²² A história recente nos fornece um exemplo de uma informação proprietária que foi mantida sob sigilo durante 40 anos pela indústria do tabaco. A descoberta de que o fumo provocava doenças mortais e de que a nicotina provocava dependência foram feitas desde os anos 1950 pela indústria do tabaco e, para proteger seu mercado, ela boicotou todas as informações científicas sobre os malefícios conseguindo manter durante muitos anos sua propaganda nos meios de comunicação em massa (VARELLA, 2004).

²³ A obra citada é a seguinte: Verrecchia, R.E. *Discretionary disclosure*. *Journal of Accounting and Economics*, 5 (December), 1983, pp.179-94.

pode-se entender que quanto maior a probabilidade de uma informação privada causar dano ao rendimento da administração com base nos fluxos futuros de caixa da firma, menor é a probabilidade de que ela se torne pública. Por outro lado, se a informação privada for capaz de aumentar o rendimento da administração, haverá maior chance de que venha a se tornar pública.

Dye (1985, p. 124) chama de princípio de divulgação (*disclosure principle*) o processo de decisão para a divulgação de uma informação privada, que é descrito abaixo:

Os acionistas atuais preferem administradores que adotam políticas designadas a incrementar o valor de mercado para suas ações. Desde que o valor de mercado da firma antes e depois de cada *disclosure* da administração seja publicamente observável, em princípio, os acionistas poderiam estabelecer contratos de incentivo nos quais encorajam os administradores a suprimir informação desfavorável para o valor da firma e divulgar informação na qual o preço da firma aumente. Mas se os investidores sabem que o administrador tem informação que não tem sido divulgada, eles corretamente inferirão que o preço atual de mercado da firma sobrevaloriza o valor da firma, baseado na informação (desfavorável) que a administração se recusa a fornecer. De acordo com isso, os investidores revisarão para baixo suas demandas para as ações da firma, e o preço da firma cairá de forma precipitada até que a administração divulgue a informação. Em efeito, a administração é encorajada a divulgar a informação para distingui-la da pior informação que poderia possivelmente ter. Administradores divulgam toda sua informação não-proprietária, boa e má, para prevenir os títulos da firma de uma queda vertiginosa. É claro, que na prática, os preços dos títulos não caem vertiginosamente quando um administrador falha em divulgar informação não-proprietária. (DYE, 1985, p. 124).

O ponto básico do princípio de divulgação de Dye (1985) é a utilização da divulgação de informação privada para incrementar o valor de mercado das ações da firma. Esse parâmetro está atrelado ao desejo dos acionistas, cujo patrimônio é função do valor das ações, que por sua vez o estabelece como parâmetro de desempenho para a administração, remunerando-a também em função dele.

Frankel (1995) ao estudar a relação entre as transações financeiras externas, como a utilização regular do mercado de capitais, e a tendência da administração para emitir previsões quantitativas ou qualitativas dos lucros anuais, informação tida como privada, verificou que os administradores acreditam que mais *disclosure* aumenta o valor da firma.

Rappaport (2001, p. 123) também faz uma menção indireta à divulgação (voluntária) de informações pela emissão e recepção de sinais de mercado que contribuem com a avaliação do preço das ações da companhia. Segundo o autor, o preço de mercado da ação é uma medida que imbuete expectativas do mercado acerca de seu desempenho futuro e que comparando tais expectativas com os próprios planos pode-se verificar oportunidades de minimizar essa deficiência (Ibid., p. 123). E conclui que: "Reconciliar as expectativas dos gestores às do mercado, particularmente quando há disparidades significativas entre as duas, é também essencial para decisões com relação à emissão de novas ações, à recompra de ações e ao financiamento de grandes investimentos, incluindo fusões e aquisições." (Ibid., p. 124). De forma que a administração pode ter interesse em gerenciar as expectativas conduzindo a um valor de mercado de suas ações superior²⁴.

Há outras motivações para a divulgação de informações. No que tange à divulgação de informação desfavorável, que tem o potencial de reduzir o valor das ações da firma, tanto Frankel (1995) quanto Sridhar (1994) associam a divulgação dessas informações como uma forma de manter a reputação da administração. Sridhar (1994, p. 343) explica uma potencial estratégia de divulgação, ao relatar que "[...] mudando a responsabilidade para fatores além do

²⁴ Esta situação pode ser exemplificada com Eccles et al (2001) ao comentar como as empresas de capital aberto listadas no mercado norte-americano se preocupavam com acertar as projeções de lucros feitas pelo mercado ao qual denominou de "*The Earnings Game*" (Jogo do Lucro). E cita uma pesquisa realizada pelo The Wall Street Journal (edição de 20 de Abril de 2000) em que relata que em 1992, cerca de metade de todas as firmas tinham lucros iguais ou superiores às expectativas dos analistas e, em contraste, em 1999, mais de 70% das companhias alcançaram as expectativas. A razão apontada é que "[...] as companhias se tornaram muito mais preparadas para o jogo do gerenciamento das expectativas dos analistas [...]" (Ibid., 2001, p. 76).

seu controle, a administração protege sua reputação." Justificando assim, os maus resultados obtidos.

Também, Evans III e Sridhar (2002, p. 596) afirmam que basicamente as: "Firmas podem divulgar boas notícias para reduzir seu custo de capital e más notícias para reduzir tanto a competição por seus mercados de produtos quanto os danos de exposição a litígios [de acionistas]". Os autores complementam essa afirmação ao introduzir uma outra característica essencial da divulgação, seja ela boa ou má, que é a sua credibilidade. Já que a divulgação voluntária muitas vezes não é auditada.

Desta maneira, se a divulgação é crível e favorável, o mercado de capitais pode prover à firma um capital de custo mais baixo. Entretanto, tal divulgação também pode aumentar a probabilidade de uma firma rival entrar no mercado de produto, implicando em um custo proprietário. No caso de "[...] uma divulgação crível e desfavorável, o custo de capital aumenta mas pode desencorajar a entrada de uma firma rival, reduzindo o custo proprietário." (EVANS III e SRIDHAR, 2002, p. 596)

Evans III e Sridhar (2002, p. 597) também afirmam que "A magnitude do custo proprietário e o resultado da firma pode produzir tanto *disclosures* verdadeiros quanto falsos." Explicam que: "Quando as perspectivas de uma firma são favoráveis o bastante, a firma faz mais divulgação informativa [...]" (Ibid., p. 597). Implicando por vezes no aumento do custo proprietário. De outra forma, "[...] quando as perspectivas de uma firma não são grandes, a firma faz *disclosures* adversos falsos para evitar os custos proprietários suficientemente grandes." (Ibid., p. 597). Assim, conclui: "A magnitude do custo proprietário e o resultado da firma pode produzir tanto *disclosures* verdadeiros quanto falsos." (Ibid., p. 597).

Cita-se que há dois caminhos que contribuem para que a divulgação voluntária seja crível (EVANS III e SRIDHAR, 2002, p. 597), ambos através da interferência de acionistas litigiosos: o primeiro, é o litígio que expande as circunstâncias em que ocorre os custos proprietários fazendo com que a firma faça *disclosures* voluntários desfavoráveis e verdadeiros; e, o segundo, quando uma firma divulga verdadeiramente com alguma probabilidade menor que 1 (um), isto é, quando existir o risco de que a divulgação seja falsa, é a ameaça de litígio que aumenta a probabilidade de a divulgação ser verdadeira. Por outro lado, os autores explicam que: "Quando os custos proprietários são muito grandes, litígios de acionistas serão redundantes porque a firma já divulga verdadeiramente e quando os custos proprietários são muito pequenos, litígios de acionistas serão insuficientes para induzir a *disclosures* verdadeiros." (Ibid., 2002, p. 597).

Baginski et al (2002, p. 48) estudou o efeito do ambiente litigioso na divulgação voluntária. Verificou-se que a frequência e as características da divulgação voluntária de previsão de ganhos eram distintas nos dois países com regimes legais diferentes analisados: Canadá e Estados Unidos. E concluiu que os administradores canadenses, face a um menor ambiente litigioso que o dos administradores americanos, divulgavam mais projeções de ganhos (tanto em períodos de boas quanto de más notícias) e suas previsões eram mais precisas e de um maior alcance.

Dye resume em três as razões para a administração falhar na divulgação de informação não-proprietária:

- 1- o conhecimento incompleto dos investidores acerca das informações da administração, havendo supressão da má informação;
- 2- a administração possui um vasto conjunto de informações privadas, algumas das quais são proprietárias. Informações não-proprietárias podem não ser divulgadas se são parte de tal conjunto;

3- existência do problema de principal e agente, entre acionistas e administradores. (DYE, 1985, p. 141).

Mecanismos utilizados na divulgação voluntária

A divulgação voluntária utiliza-se de diferentes mecanismos de comunicação para atingir seus públicos. Alguns deles têm natureza formal e são regulamentados, como por exemplo, o relatório anual, mas há margem para publicação de informações consideradas voluntárias. Entre os principais mecanismos, pode-se citar alguns utilizados por empresas no mercado brasileiro (SOUZA, 1995; TERTULIANO et al, 1993):

- Assembléias Gerais de Acionistas;
- Registro na Comissão de Valores Mobiliários;
- Envio de informações às Bolsas de Valores;
- Prospectos técnicos;
- Relatórios trimestrais e anuais;
- *Press-releases*;
- Materiais de *marketing* corporativo;
- Reuniões com analistas de investimentos;
- Contatos diretos com acionistas;
- Negociações trabalhistas;
- Campanhas publicitárias; e
- Outros.

Na pesquisa realizada por Souza (1995), ele diz que muito provavelmente o relatório anual seja o principal veículo de divulgação voluntária das empresas. Isto de certa forma é ratificado

pela sua pesquisa bibliográfica em que são encontrados vários autores que aplicaram testes tomando-se por base a divulgação voluntária encontrada nos relatórios anuais.

Complementando o raciocínio acima, Botosan (1997, p. 329) cita que: "Embora o relatório anual seja apenas um dos mecanismos de reporte corporativo, ele deveria servir como um bom *proxy* para o nível de divulgação voluntária proveniente de uma firma em frente de todos os mecanismos de divulgação." Segundo Lang e Lundholm (apud Botosan, 1997, p. 329): "Isto por que o nível de divulgação do relatório anual está positivamente correlacionado com o volume de divulgação feito pelas outras mídias."

Analisando a composição do relatório anual, pode-se observar que tanto o Relatório da Administração como as Notas Explicativas, conforme já comentado no item anterior sobre regulamentação do mercado de capitais, são as peças que mais margem oferecem à divulgação voluntária de informações. Segundo Francis et al (2002, p. 543) a existência de explicações detalhadas e informativas sobre o lucro, desagregando os números de lucro, provendo informação atualizada e previsões não-financeiras são as características mais importantes de divulgação voluntária do ponto de vista dos investidores.

Formação da política de divulgação voluntária

Os aspectos formadores da política de divulgação voluntária podem ser tentativamente determinados a partir do ambiente em que a empresa opera, bem como de algumas características inerentes à própria empresa.

O tamanho da empresa é um dos aspectos considerados pela administração para estabelecer uma política de divulgação. Isto ocorre devido ao custo da informação, conforme citado por

Scott (1994), pois grandes firmas têm mais investidores e, por extensão, têm mais potencial para gerar economias de custos. Ashbaugh et al (1999) também verificou que, em geral, as firmas que faziam divulgação voluntária de informações pela internet eram maiores e mais lucrativas do que outras que não se utilizavam desse mecanismo de divulgação.

O mercado de informação privada também é considerado pela administração ao estabelecer sua política de divulgação. A informação privada neste contexto refere-se à informação cuja posse proporciona um valor econômico superior, por exemplo, na negociação de títulos e valores mobiliários de uma determinada empresa. Este conceito é utilizado em Diamond (1985, p. 1088) quando tratou sobre o benefício da divulgação voluntária para as próprias companhias quando a informação é utilizada para ajustar os portfólios de títulos detidos pelos participantes do mercado. Uma política de divulgação adequada poderia desincentivar a aquisição de informação privada pelos participantes (*traders*), reduzindo o custo de operação dos mesmos e conduzindo a previsões mais homogêneas dos analistas, beneficiando a todos.

O mercado de informações públicas, que diz respeito a aspectos setoriais e que fornece as bases para o entendimento do posicionamento e da lucratividade da empresa em seu mercado, é avaliado pela administração quanto à sua acessibilidade. Hendriksen e Breda (1999, p. 515) dizem que "[...] o nível de divulgação por uma empresa deve depender do nível de divulgação disponível em outras fontes." Isto é explicado pela existência ou não de um sistema de informação financeira que inclui: revistas de negócios, publicações especializadas, profissionais especializados que tratam de setores com profundidade, etc. Sendo assim, é de se supor, segundo os autores, que:

Os investidores de países com uma imprensa financeira menos ativa dependem muito mais da empresa quanto à obtenção de notícias a respeito de suas atividades do que num país no qual as notícias são veiculadas por uma variedade de publicações, praticamente no mesmo dia em que os eventos ocorrem. (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 515).

A competitividade do mercado de produtos também afeta o nível de divulgação voluntária que a administração considera adequado para manter sua posição no mercado e sua lucratividade. Isto decorre da natureza proprietária de algumas informações: ao divulgá-las, a posição competitiva da firma pode ser afetada e resultar em maiores custos, segundo Diamond (1985, p. 1088).

A litigiosidade de acionistas e credores, conforme discutido anteriormente, determina parte da divulgação voluntária. Embora se fale genericamente em acionistas, também aqui deve-se voltar principalmente aos acionistas não-controladores a natureza litigiosa da relação com a administração (teoria da agência). Este é um fator formador da política de divulgação, uma vez que, por hipótese, se a estrutura de capital fosse financiada exclusivamente por capitais próprios de acionistas controladores que também desempenhassem a função executiva, não seria razoável supor que houvesse qualquer divulgação sobre a empresa, exceto aquela voltada para seu público consumidor e comunidade, de caráter mercadológico e de imagem, e para o governo, de caráter tributário.

A utilização de mercados financeiros na captação de recursos implica no atendimento de regulamentações específicas dos mercados de capitais. Um exemplo disso é quando as empresas passam a utilizar mais capital estrangeiro, procuram fazer com que a divulgação financeira seja apropriada (entende-se obrigatória e voluntária) aos mercados financeiros nos quais pretendem captar recursos (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 516).

Portanto, assinala-se para fins deste trabalho, o potencial da estrutura de capital - acionistas não-controladores e credores - de influenciar na divulgação de informações, tanto obrigatórias quanto voluntárias.

2.2 Teorias sobre estrutura de capital

A teoria financeira ao tratar sobre estrutura de capital faz referência a seus elementos básicos: capital de terceiros e capital próprio.

Quanto ao significado da expressão "capital de terceiros", ela é tratada na literatura sobre estrutura de capital como sinônimo de endividamento, com incidência de despesas de juros - dedutíveis para fins de imposto de renda de pessoa jurídica (ROSS et al, 2002; WESTON e BRIGHAM, 2000; BREALEY e MYERS, 1992). Feita essa elucidação, insere-se algumas definições dos autores mencionados:

- Ross et al (2002, p. 742) define estrutura de capital como a: "Combinação dos vários tipos de capital de terceiros e capital próprio disponíveis a uma empresa."
- Weston e Brigham (2000, p. 658) também apresenta uma definição próxima da estrutura-alvo de capital, ao dizer: "É o mix de endividamento, ações preferenciais e ações ordinárias com o qual a empresa planeja financiar seus investimentos."
- Brealey e Myers (1992, p. G6) define estrutura do capital como a: "Composição dos diferentes títulos emitidos pela empresa."

Quanto às medidas utilizadas para estudar a estrutura de capital verifica-se a utilização de valores de mercado e valores contábeis. Na prática, observa-se várias medidas utilizadas para analisar um mesmo problema teórico.

Por exemplo, Harris e Raviv elencam algumas formas utilizadas pelos pesquisadores ao determinar o nível de endividamento das empresas:

Medindo o endividamento, um pode incluir ou excluir contas a pagar, contas a receber, caixa e outras dívidas de curto prazo. Alguns estudos medem endividamento como uma razão do valor contábil da dívida com o valor contábil do patrimônio, outros como o valor contábil da dívida com o valor de mercado do patrimônio, ainda outros como a dívida com o valor de mercado do patrimônio mais o valor de mercado da dívida. (HARRIS e RAVIV, 1991, p. 331).

Securato (2002, p. 82) explica que ao analisar a estrutura de capital, dentro do escopo de análise de crédito, tem-se o objetivo de "[...] avaliar criticamente a compatibilidade entre as fontes e as aplicações de recursos, bem como a participação dos sócios no total de recursos aplicados pela empresa [...]" Sua análise utiliza valores contábeis, entre eles, um índice que divide dívida pelo Ativo Total.

Kayo (1997, p. 54) também utiliza uma medida de endividamento contábil baseada no total das dívidas financeiras dividido pelo Ativo Total, para estudar a estrutura de capital de empresas.

Titman e Wessels (1988, p. 7) ao tratar das "medidas de estrutura de capital", citam a divisão de, por exemplo, dívida "[...] por ativo total e [dívida] por valor de mercado do patrimônio (*equity*) [dos acionistas ordinários] mais valor contábil da dívida mais ações preferenciais [...]"

Na literatura pesquisada observa-se que a teoria financeira não trata especificamente da relação entre a estrutura de capital com a estrutura patrimonial contábil. O enfoque financeiro está nos capitais que determinam o valor de mercado da empresa.

O enfoque contábil, por outro lado, está no valor patrimonial da empresa. O enfoque contábil além de fornecer subsídios ao financeiro também compartilha de algumas situações econômicas. Uma delas, que faz alusão à subdivisão da estrutura financeira em capitais de terceiros e capitais próprios, reporta o problema de representação dos direitos de propriedade dos credores e dos acionistas. Enquanto a definição e medição dos ativos e passivos é feita com relativa facilidade, o mesmo não ocorre diretamente com os direitos de proprietários (acionistas) cujos valores contábeis, não refletem o valor corrente de mercado ou o valor subjetivo da empresa para seus proprietários. (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 465)

Uma outra situação econômica, diz respeito à representação dos direitos residuais dos acionistas. Este ponto de vista é tratado na teoria de direitos residuais da Contabilidade, cuja equação contábil **Ativos - Direitos Específicos = Direitos Residuais** sugere que os direitos de acionistas ordinários são líquidos após satisfeitos os direitos específicos dos credores e dos acionistas preferenciais. Em caso de falência, por exemplo, os direitos residuais podem se tornar nulos (até mesmo negativos afetando os direitos específicos). Além disso, os direitos residuais não existem (no sentido de não serem determináveis) na hipótese de continuidade das operações, em que os acionistas fazem jus a apenas os dividendos declarados (HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 468).

Tal estrutura de representação também repercute na divulgação e no enfoque financeiro. Segundo Hendriksen e Breda (1999, p. 468): "O objetivo do enfoque aos direitos residuais é

proporcionar melhor informação aos acionistas ordinários para a tomada de decisões de investimento." Isto significa, oferecer informações que possibilite a avaliação de dividendos futuros. O FASB posiciona-se a favor desta teoria quando definiu o patrimônio dos proprietários como "[...] a participação residual nos ativos de uma entidade, remanescente após deduzir seus passivos." (SFAC No.6, § 49, In: HENDRIKSEN e BREDA, 1999, p. 470).

A Contabilidade pode ser considerada a principal fonte de informações, direta ou indireta, para as teorias sobre estrutura de capital que serão estudadas a seguir.

As teorias sobre estrutura de capital estudadas aqui apresentam uma divisão conceitual feita por Harris e Raviv (1991) em teorias baseadas em impostos e em teorias não-baseadas em impostos. Os livros de finanças costumam explicar o tema estrutura de capital, como se fosse uma teoria geral, congregando as várias teorias, reforçando seus aspectos diferentes mas não conflitantes.

2.2.1 Teorias não baseadas em impostos

Entre as teorias citadas por Harris e Raviv (1991) não-baseadas em impostos estão aquelas voltadas aos custos de agência, informações assimétricas, mercados de produtos e insumos e controle acionário. Considerou-se a não abordagem da teoria baseada em controle acionário, pois a concentração acionária no mercado de capitais brasileiro impossibilita uma significativa relação com essa teoria. A seguir, aspectos dessas teorias são explicados.

As teorias não baseadas em impostos podem não incluir em suas premissas: eficiência de mercado, simetria de informações, ausência de custos de transação, entre outras.

Teoria baseada em custos de agência

Esta teoria explica a estrutura de capital a partir dos conflitos existentes entre a propriedade (acionistas ou credores) e o controle (administradores), explorados pela teoria da agência, cujos princípios foram já abordados em tópicos anteriores. Adicionalmente, a teoria também explica os conflitos entre credores e acionistas. Tais conflitos geram custos de agência de dois tipos: para o patrimônio dos acionistas (*equity*) e para a dívida (*debt*). A estrutura de capital é determinada, segundo esta teoria, pela escolha entre os **benefícios da dívida** contra os **custos da dívida** (HARRIS e RAVIV, 1991).

De forma que o nível ideal de endividamento seria aquele que conformasse o maior benefício líquido da dívida. Reforçando o conceito, Jensen e Meckling, os precursores da teoria baseada nos custos de agência, dizem que:

Nós acreditamos que a existência de custos de agência provê forte razão para argumentar que a distribuição de probabilidade dos fluxos de caixa futuros não é independente da estrutura de capital ou da estrutura de propriedade. (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 333).

O **benefício da dívida** é obtido quando da utilização de endividamento para o financiamento de projetos da firma em função dos ganhos possibilitados pela alavancagem. Isto é, os acionistas obtêm ganhos tanto mais elevados quanto maiores forem os riscos (e, conseqüentemente, os retornos) dos projetos. Isto é possível porque os investidores não conseguem distinguir projetos de valor presente positivo (que pagam a dívida) dos projetos de valor presente negativo (que não pagam a dívida) ao definirem as taxas dos empréstimos (HARRIS e RAVIV, 1991).

O aumento do nível de endividamento também é explicado como uma forma de reduzir o volume de fluxo de caixa livre disponível pela companhia, após o pagamento de despesas de juros sobre dívidas, e, conseqüentemente, de facilitar o controle do poder discricionário dos

administradores na destinação de recursos em seu próprio benefício. Os **benefícios da dívida** poderiam restringir os gastos da administração, que neste caso poderiam ser: a transferência de recursos da firma para a administração, benefícios pessoais e mordomias (jatos corporativos, escritórios luxuosos, construções ao estilo de impérios, etc) (HARRIS e RAVIV, 1991; Jensen, 1986).

Segundo Jensen (1986, p. 324): "A dívida reduz o custo de agência do fluxo de caixa livre por reduzir o fluxo de caixa disponível para gastos discricionários dos administradores. Os efeitos deste controle da dívida são potenciais determinantes da estrutura de capital."

Há, porém, um limite para o aumento do nível de endividamento posto pelos credores. A razão é que os acionistas estariam, de outra maneira, sendo incentivados a aprovar investimentos cada vez mais arriscados, com possibilidade de retornos negativos, utilizando-se de uma porção menor de capitais próprios transferindo quase todo o risco do projeto de investimento para os credores. Esse conflito poderia ser minorado com a redução do benefício da utilização da dívida por meio da possibilidade oferecida aos emprestadores de conhecer o comportamento futuro dos acionistas. De certa forma, isto poderia implicar em **custos de agência da dívida** que reduz a riqueza gerada para os acionistas, como por exemplo, pela utilização de acordos de participação dos resultados do projeto mais equânimes em função do risco assumido por cada parte. Ainda, os emprestadores podem observar o histórico de *default* e a reputação dos administradores. Porém, a firma pode conseguir convencer os emprestadores da segurança do projeto, gozando de uma menor taxa de empréstimo (HARRIS e RAVIV, 1991).

Os custos de levantar capital novo também aumentam quando falta monitoramento da administração. Os custos derivados desse tipo de controle são os **custos de agência dos acionistas**, conforme citado por Jensen e Meckling (1976, p. 313).

Os custos totais de agência podem ser reduzidos através de algumas atividades de monitorização e obrigação junto aos administradores. De certa forma, tais atividades por si só também representam custos de agência, porém, com a capacidade de reduzir os custos totais. Esses métodos segundo Jensen e Meckling incluem: auditoria, sistemas formais de controle, restrições orçamentárias, sistemas de incentivo que alinhem os interesses da administração com os acionistas, etc (JENSEN e MECKLING, 1976, p. 323).

De forma geral, as implicações dos modelos pesquisados por Harris e Raviv sobre teorias baseadas em custos de agência permitem prever que o nível de endividamento está associado positivamente com: o valor da firma, a probabilidade de *default*, a extensão da regulamentação, o fluxo de caixa livre, o valor de liquidação, o objeto de *takeover* e a reputação da administração (HARRIS e RAVIV, 1991, p. 305).

E o nível de endividamento está negativamente relacionado com: a extensão das oportunidades de crescimento, a cobertura da despesa de juros, o custo de investigação das perspectivas da firma e a probabilidade de reorganização após um *default* (HARRIS e RAVIV, 1991, p. 305).

Teoria baseada em informação assimétrica

Esta teoria explora a utilização de informação privada sobre a firma pelos administradores e outros indivíduos que têm acesso a ela. Harris e Raviv (1991) a dividem em duas abordagens.

Na primeira, os administradores utilizam a estrutura de capital, isto é, emissão de dívida, para sinalizar aos investidores sobre a qualidade das oportunidades de investimento. O pressuposto é que os administradores têm certeza quanto à qualidade dos projetos e que não desejam incorrer em riscos de *default*. Implícito a esse comportamento da administração está a preocupação com sua reputação e/ou com o retorno dos acionistas atuais (HARRIS e RAVIV, 1991; NAKAMURA, 1993).

Porém, as firmas com projetos de má qualidade (valor presente líquido negativo) também poderiam tentar fornecer um sinal considerado favorável por adotar o mesmo comportamento de firmas com projetos de boa qualidade (valor presente líquido positivo). Isto pode ocorrer se os investidores observarem somente se a firma lançará ou não dívida para financiar projetos (HARRIS e RAVIV, 1991, p. 309).

Na segunda abordagem, o problema da assimetria de informação existente entre administradores e fornecedores de capital (novos acionistas, emprestadores, etc) sobre a qualidade real do projeto e o potencial prejuízo dos acionistas antigos é minimizado com a utilização de uma hierarquia de fontes de capital: primeiro utilizando fundos internos, depois com dívida de baixo risco e finalmente com capitais próprios como último recurso. De maneira que os acionistas antigos poderiam capturar o máximo da riqueza gerada pelo projeto, com minimização dos efeitos da informação assimétrica nos preços das ações no mercado de capitais (HARRIS e RAVIV, 1991).

A lógica utilizada para a variação dos preços das ações é que, de uma forma simplificada, bons projetos são financiados de preferência com capitais de terceiros, aumentando o valor

das ações dos acionistas atuais, e maus projetos são financiados de preferência com capitais próprios, em função da incerteza quanto aos seus retornos, reduzindo o valor das ações dos acionistas atuais pela diluição dos ganhos com o novo projeto (HARRIS e RAVIV, 1991; MYERS e MAJLUF, 1984).

Para não incorrer em desvalorizações das ações, segundo Myers e Majluf (1984, p. 194), "[...] a administração pode recorrer a manutenção de capacidade/flexibilidade financeira: caixa, ativos líquidos, poder de empréstimo não tomado, etc. para que a firma não seja obrigada a lançar novas ações num pequeno anúncio para obter uma oportunidade de investimento."

Outro motivo apontado pelos autores Myers e Majluf (1984, p. 194) é que "[...] a administração também não desejará lançar ações quando elas estiverem sub-avaliadas no mercado." A análise desta citação pode denotar que há informação privada não tomada publicamente disponível ou que os autores não acreditam na eficiência dos mercados, em que a qualquer momento tem-se o preço justo pelas ações, reforçando a hipótese de que a assimetria pode causar falha de mercado.

De uma forma geral, as teorias baseadas em informação assimétrica interessam-se (1) nas reações de preços das ações para emitir e trocar títulos, para determinar o nível de endividamento, e (2) na verificação se as firmas observam uma hierarquia de fontes de financiamento (*pecking order*) para o lançamento de títulos (ações ou dívida) (HARRIS e RAVIV, 1991, p. 315).

Teoria baseada no mercado de produtos e insumos

As teorias baseadas no mercado de produtos e insumos interessam-se nas relações entre a estrutura de capital da firma e a sua estratégia de atuação no mercado de produtos, como também, as características dos produtos ou de seus insumos (HARRIS e RAVIV, 1991, p. 315).

Modelos estudados por Harris e Raviv utilizam basicamente as variáveis de preço e quantidade para definir estratégias de produto dentro de seus mercados. A estrutura de capital tem a função de possibilitar a execução de tais estratégias (HARRIS e RAVIV, 1991, p. 319).

Por exemplo, firmas que produzem produtos exclusivos em que se exigem alta qualidade, serviços e/ou peças de reposição, espera-se que tenham um menor nível de endividamento (Titman apud HARRIS e RAVIV, 1991, p. 319).

Tal teoria ainda não está madura para poder explicar o impacto da estrutura de capital sobre outras variáveis, segundo Harris e Raviv (1991, p. 319).

2.2.2 Teorias baseadas em impostos

As teorias descritas neste tópico partem de um ponto comum, com a publicação do trabalho de Modigliani e Miller (MM) em 1958. As proposições de MM partem de um ambiente isento de impostos, debaixo de determinadas premissas simplificadoras, e seguem para um ambiente com impostos avaliando sempre os seus efeitos no valor da empresa. Outras teorias, de outros autores, surgiram complementando-a ao eliminar uma ou outra de suas premissas e verificando seu efeito no valor da empresa. Desta maneira, essas teorias são apresentadas debaixo de uma denominação comum: teorias baseadas em impostos.

Neste t3pico, ao se utilizar a express3o "capitais de terceiros" est3-se fazendo refer3ncia a endividamento. A an3lise do valor da empresa e como ele se divide e varia, a partir da influ3ncia da estrutura de capital (sob determinadas premissas), 3 feito a seguir.

O valor da empresa²⁵, em fun33o dos detentores de direitos, pode ser escrito²⁶:

$$V \equiv B + S \quad (1)$$

Onde,

V 3 o valor da empresa

B 3 o valor do capital de terceiros

S 3 o valor do capital pr3prio

O problema de pesquisa de MM era se haveria uma estrutura de capital que maximizasse o valor da empresa.

Na Proposi33o I de MM (sem imposto), 3 afirmado que o valor da empresa alavancada era igual ao da empresa n3o-alavancada.

Tal proposi33o est3 baseada nos resultados encontrados considerando a seguinte hip3tese:

- os indiv3duos podem tomar emprestado a um custo igual ao das empresas.

²⁵ O valor da empresa, neste t3pico, 3 tratado sempre a valores de mercado.

²⁶ As f3rmulas e os conceitos, exceto em cita33o contr3ria, foram extra3das de Ross et al (2002).

Sendo assim, "[...] se as empresas alavancadas tivessem preço mais alto, os investidores racionais simplesmente tomariam dinheiro emprestado por conta própria para comprar ações de empresas não-alavancadas.", de acordo com a explicação de MM (apud ROSS et al, 2002, p. 324)

O valor da empresa poderia ser escrito agora da seguinte forma:

$$V_L = V_U \quad (2)$$

Onde,

V_L é o valor da empresa alavancada

V_U é o valor da empresa não-alavancada

A Proposição II (sem imposto) é complementar a anterior e diz que o retorno exigido pelos acionistas aumenta com o endividamento, pois o risco para os acionistas cresce com a alavancagem.

Isto equivale dizer que o r_{WACC} , custo médio ponderado de capital, permanece constante ao longo do tempo, independente da estrutura de capital. Tal raciocínio está ilustrado pela fórmula abaixo²⁷:

$$r_{WACC} = B / (B+S) \cdot r_B + S / (S+B) \cdot r_S \quad (3)$$

²⁷ Lembrete: o custo do capital próprio (r_0) é conceitualmente sempre maior que o custo do capital de terceiros (r_B). Ou seja, $r_0 > r_B$.

Sendo que,

$$r_S = r_0 + (r_0 - r_B) \cdot B/S \quad (4)$$

Onde,

- r_S é o retorno do capital próprio
- r_B é o custo de capital de terceiros
- r_0 é o custo de capital próprio (base não-alavancada)
- r_{WACC} é o custo médio ponderado de capital

Desta maneira, ao aumentar o nível de endividamento, a taxa de retorno do capital próprio também aumentaria para um nível que tornasse nula a variação do valor da empresa.

As proposições de MM estão sob algumas premissas assumidas para simplificar a realidade (ROSS et al, 2002)²⁸:

- Os impostos são ignorados;
- Os custos de falência e custos de agência não foram considerados;
- Os indivíduos e as empresas podem captar recursos à mesma taxa.

²⁸ Copeland e Weston (1992, p. 439) relacionam as premissas assumidas explicitamente ou implicitamente nos trabalhos de MM, de 1958 e 1963:

- Os mercados de capitais são eficientes;
- Os indivíduos podem pedir emprestado e podem emprestar a uma taxa livre de risco;
- Não há custos de falência;
- Empresas emitem só dois tipos de obrigações: dívida livre de risco e patrimônio;
- É assumido que todas as empresas estão na mesma classe de risco;
- Imposto de pessoa jurídica são a única forma de coleta de governo;
- Todos os fluxos de caixa são perpetuidades (i.e., nenhum crescimento);
- Pessoas de dentro e de fora da corporação têm a mesma informação (i.e., nenhuma oportunidade de sinalização);
- Os administradores sempre maximizam a riqueza de acionistas (i.e., nenhum custo de agência).

Incluem-se os impostos no modelo.

Desta vez, na Proposição II (com imposto) de MM afirma-se que quando há imposto de renda de pessoa jurídica, o valor da empresa é uma função crescente do nível de endividamento.

Isto é justificado pela dedutibilidade das despesas de juros para o cálculo do imposto de renda de pessoa jurídica a pagar. Com esta proposição, não só o retorno exigido pelo capital próprio cresce, mas também, o valor da empresa. Isto é possível porque o imposto traz uma compensação financeira pela utilização de capitais de terceiros na sua estrutura. Enquanto que o lucro tributável de uma empresa com 100% de capital próprio corresponde ao Laji (Lucro antes de juros e impostos), numa empresa com capitais de terceiros é o Lucro antes de juros e impostos menos a despesa de juros ($Laji - r_B \cdot B$), portanto menor.

É de se esperar, no entanto, que à medida que cresce o nível de endividamento, o valor da empresa também cresça. O efeito no valor da empresa é resultante de um menor custo médio ponderado de capital. Em uma situação extrema, uma empresa com 100% de capital de terceiros poderia gozar de um r_{WACC} (custo médio ponderado de capital) igual ao r_B (custo do capital de terceiros), elevando o seu valor no mercado.

Isto pode ser observado pela fórmula abaixo:

$$r_{WACC} = (B/V_L) \cdot r_B \cdot (1 - T_C) + (S/V_L) \cdot r_S \quad (5)$$

Onde,

T_C é a alíquota do imposto de renda pessoa jurídica

O valor presente do benefício fiscal, em fluxo de caixa perpétuo, é:

$$T_C \cdot B \quad (6)$$

De forma que seria de se esperar que as empresas buscassem compor sua estrutura de capital quase inteiramente de capitais de terceiros. Dentro destas considerações, significa que a escolha da estrutura de capital poderia afetar o valor da empresa.

O valor da empresa, em função dos detentores de direitos, pode ser escrito agora da seguinte forma:

$$V = S + B + G \quad (7)$$

Onde,

G: Governo (impostos)

E o valor da empresa alavancada pode ser escrito agora da seguinte forma:

$$V_L = [L_{aji} \cdot (1 - T_C)] / r_0 + T_C \cdot B \quad (8)$$

Incluem-se os custos de falência e outros de agência no modelo.

Ao fazer isso, elimina-se uma das premissas que permitiram obter algumas conclusões isoladas, mas que não explicavam, por exemplo, por que as empresas adotavam níveis de endividamento moderados.

Ross et al (2002, p. 346) diz que: "A possibilidade de falência exerce um efeito negativo sobre o valor da empresa. Entretanto, não é o risco de falência em si que reduz o valor. Na verdade, são os custos associados à falência que reduzem o valor."

Segundo o mesmo autor, os custos de falência podem ser divididos em diretos e indiretos.

Alguns exemplos (Ross et al 2002, p. 346)²⁹:

- Custos diretos: custos legais e administrativos de liquidação ou reorganização.
- Custos indiretos: redução da capacidade de operação, incentivo a aceitar projetos arriscados, incentivo ao sub-investimento, distribuição de fundos aos acionistas antes da falência.

Tais custos de falência têm relação com o crescimento do endividamento da empresa e têm como implicação a existência de um valor ótimo de capital de terceiros no qual o valor da empresa é maximizado, a partir dele o valor efetivo da empresa diminui.

Pois, à medida que o endividamento aumenta, os credores incluem expectativas de valores para os custos de falência que poderão ocorrer caso a empresa tenha um colapso.

De maneira que a equação do valor da empresa fica:

$$V = S + B + G + A \quad (9)$$

Onde,

A: Advogados (representando os custos de falência e outros)

²⁹ Brealey e Myers (1992) fazem a mesma separação dos custos de falência.

Outra forma de representar o valor da empresa é feita por Ross et al (2002, p. 352) que o divide em duas partes: uma contendo os direitos negociáveis e a outra os direitos não negociáveis. Qualquer redução em uma parte resulta em aumento igual na outra. Isto pode ser observado abaixo:

$$V_M = S + B$$

$$V_N = G + A$$

$$V = V_M + V_N$$

Onde,

V_M Valor dos direitos negociados no mercado

V_N Valor dos direitos não-negociados no mercado³⁰

De modo que a estrutura de capital a ser escolhida é aquela que maximiza o valor dos direitos negociados no mercado. E, conforme Ross et al (2002, p. 362): "Não há fórmula exata disponível para determinar o quociente ótimo entre capital de terceiros e capital próprio."

Os autores Ross et al(2002, p. 364) e Brealey e Myers (1992, p. 452) comentam de forma abrangente, o que poderia ser entendido como uma teoria geral sobre estrutura de capital, que pelo menos quatro fatores se apresentam recorrentes nos estudos empíricos da determinação final do quociente desejado entre capital de terceiros e capital próprio:

³⁰ Ross et al. (2002, p. 352) também inclui nos direitos não-negociados (V_N) os custos de ações potenciais que tenham direitos aos fluxos de caixa da empresa.

- I. Impostos: lucro tributável implica em utilização de capital de terceiros para reduzir os impostos. Se a alíquota de imposto da empresa for mais elevada que a de obrigacionistas, será gerado algum valor;
- II. Tipos de ativos: quanto maior o nível de ativos tangíveis, menor será o nível de dificuldades financeiras;
- III. Grau de incerteza do resultado operacional;
- IV. Flexibilidade financeira: o valor da empresa resulta mais de suas decisões de investimento do que as de financiamento. Ter flexibilidade financeira suficiente é fundamental e implica em manutenção de margem de segurança financeira para que novos financiamentos sejam rapidamente acessados.

Titman e Wessels (1988, p. 5) também apontam que o tamanho da firma está positivamente relacionado com o nível de endividamento. Isto ocorre porque grandes firmas tendem a ser mais diversificadas e menos propensas a falência ao contrário das firmas menores.

A teoria sobre estrutura de capital exposta acima ao tratar sobre o valor presente da empresa também "[...] produziu uma fórmula exata de avaliação de projetos." (ROSS et al, 2002, p. 361). Esses conceitos têm aplicação na avaliação de projetos quando associados a outras teorias que auxiliam na determinação dos custos dos capitais próprios e dos capitais de terceiros. Copeland e Weston (1992, p. 461) mostram a ligação entre a avaliação de um novo projeto e a estrutura de capital da firma ao dizer que: "[...] a taxa de retorno requerida de um novo projeto é dependente do custo médio ponderado de capital o qual pode ser ou não uma função da estrutura de capital da firma."

As teorias sobre estrutura de capital têm relação conceitual com o valor da empresa que, em última análise, é determinado pelo mercado ao reunir informações sobre expectativas e informações objetivas sobre a geração de lucro e os riscos envolvidos. Tal assunto será explorado na análise das implicações da estrutura de capital na divulgação.

O entendimento de que a administração objetiva a melhor composição entre capitais próprios e de terceiros como forma de maximizar o valor da empresa também é outro aspecto importante ao se começar a desenhar o papel da divulgação dentro desse esquema.

O tópico a seguir trata dos componentes básicos da estrutura de capital: capital de terceiros e capital próprio. Busca-se caracterizar e definir esses componentes bem como explorar alguns aspectos considerados importantes pela literatura na determinação de seu custo individual.

2.2.3 Estudo de componentes da estrutura de capital

2.2.3.1 Capital de terceiros

Características e composição

A denominação capital de terceiros guarda uma relação de obrigatoriedade da empresa para com os donos desse tipo capital quanto à sua devolução, sob determinadas condições, após ser utilizado pela empresa.

A Contabilidade reconhece e registra diversos tipos de obrigações: empréstimos e financiamentos, debêntures, fornecedores, obrigações fiscais, retenções contratuais, outras obrigações e provisões (IUDÍCIBUS, 1995, p. 49). Elas são conhecidas como passivos cuja natureza corresponde a sacrifícios futuros prováveis de benefícios econômicos resultantes de

obrigações presentes. O patrimônio dos acionistas, ou capital próprio, é o que sobra após subtrair passivos de ativos (HENDRIKSEN e BREDÁ, 1999, p. 464).

Uma diferença especialmente útil ao trabalho está na possibilidade de escolha do credor em se tornar ou não detentor de direitos sobre obrigações de uma determinada empresa. Normalmente, tais créditos negociados são concedidos mediante uma análise de crédito. É o caso de: empréstimos e financiamentos, debêntures, fornecedores, etc. Os outros créditos eventualmente são decorrentes de seu ciclo operacional, como as obrigações fiscais, retenções contratuais, algumas provisões, etc.

Ainda, outra diferenciação útil refere-se à característica onerosa de determinadas obrigações, sujeitas a pagamento de juros e principal. A despesa de juros é dedutível para fins de imposto de renda. É o caso de: empréstimos e financiamentos, debêntures, etc. Por outro lado, as obrigações com fornecedores são tidas como obrigações não-onerosas e, mesmo que estejam imbutidos juros comerciais devido o prazo de pagamento concedido, não são tidas como dedutíveis para fins de imposto de renda.

Ainda, os credores têm o direito de requerer falência caso um título de crédito protestado não tenha sido pago. As falências e concordatas são regulamentadas no Brasil pelo Decreto-Lei No. 7.661/45, em que: "A Falência é definida como um processo de execução coletiva, em que todos os bens e direitos da empresa falida são arrecadados, para uma venda Judicial forçada, com a distribuição proporcional dos ativos entre todos os credores." segundo Palma (In: WALKER, 1994, p. 49).

Weston e Brigham (2000, p. 821) têm uma definição financeira e dizem que: "A falência, na verdade, começa quando uma empresa é incapaz de efetuar os pagamentos programados de sua dívida ou quando as projeções do fluxo de caixa da empresa indicam que ela logo será incapaz de efetuar esses pagamentos."

No caso de falência, a lei brasileira determina uma ordem de preferência entre detentores de direitos (credores e acionistas) contra a empresa, iniciando com os créditos trabalhistas, créditos fiscais, custas judiciais, entre outros e terminando com os acionistas ordinários, só para citar alguns. Porém, no Brasil, as falências são frustrantes aos credores, pois "[...] ou os bens arrecadados são de írisório valor, ou as importâncias, obtidas nos leilões dos bens da massa falida, mal dão para quitar os débitos trabalhistas e fiscais [...]", segundo Palma (in: WALKER, 1994, p. 50). Sendo assim, os credores irão desejar conhecer muito tempo antes a probabilidade de descontinuidade, ou falência, para poderem tomar ações de redução de exposição e minorar suas perdas.

Custeamento do capital de terceiros

O enfoque dado a seguir faz referência a alguns fatores utilizados pelas instituições financeiras e agências de *rating* para a determinação do custo do crédito (oneroso) para a empresa, entre elas o emprego de informações oriundas dos relatórios contábeis.

Isto é feito por que, como observado anteriormente, a teoria financeira utiliza a característica onerosa da dívida, a dedutibilidade das despesas com juros para fins de imposto de renda e o seu efeito no valor da empresa para explicar como parte da estrutura de capital de uma empresa é determinada. De maneira que somente os credores de dívida e empréstimos têm seu custo de capital determinado para cálculo do custo médio ponderado do capital.

Nas operações de empréstimo, as instituições financeiras podem combinar diversos elementos para estabelecer a taxa de juros a ser cobrada do tomador, entre eles (Compton, 1990, p. 210): o custo dos fundos para o banco, a disponibilidade de fundos, o grau de risco considerado pelo banco e o prazo de empréstimo. O elemento que se tomará atenção especial neste item é o grau de risco, pois os outros elementos são independentes do tomador.

Para Saunders (2000, p. 207) uma instituição financeira deve medir a probabilidade de inadimplência³¹ de um tomador em suas decisões de crédito e: "A capacidade de fazê-lo depende, em grande parte, do volume de informação que a IF [instituição financeira] possui a respeito de um tomador." Entre algumas fontes de informações públicas, ele cita "[...] as demonstrações financeiras auditadas, preços de ações e debêntures e relatórios de analistas." (Ibid., p. 207). Na ausência de informações públicas, a instituição financeira pode utilizar-se de fontes próprias, tais como históricos de crédito e depósito, ou fontes externas, como agências de classificação, ou *rating* (SAUNDERS, 2000, p. 208).

Entre os fatores analisados para a tomada de decisão de crédito em modelos qualitativos³² estão aqueles específicos de mercado: ciclo econômico e nível das taxas de juros; e fatores específicos ao tomador: reputação, nível de endividamento, volatilidade dos lucros (ou fluxo de caixa) e garantias atreladas ao crédito (SAUNDERS, 2000, p. 208).

³¹ O risco (probabilidade) de inadimplência pode ser definida como a "possibilidade de que os juros ou o principal não sejam pagos na data de vencimento e nos montantes prometidos", (ROSS et al., 2002, p. 750).

³² Os modelos qualitativos não oferecem uma medida numérica do risco de inadimplência, mas apóiam as decisões colegiadas, através de um comitê de crédito, por exemplo.

Saunders (2000) explica que a avaliação da probabilidade de inadimplência é possível de ser feita através de modelos de escores de crédito que se baseiam em características observadas do tomador e, cujo resultado, colocam os tomadores em classes de risco de inadimplência, como as empresas de *rating* o fazem. Como também, é possível de ser feita através de modelos que se utilizam de um volume de dados maior provenientes do mercado financeiro.

Nos modelos de escores, atributos qualitativos recebem notas que somadas determinam os *ratings*, que indicam a categoria de risco na qual a empresa se insere. Apesar do resultado quantitativo, *rating* trata-se de uma opinião, conforme diz Paiva (2002), sobre a idoneidade creditícia de um emissor de obrigações contra terceiros.

Reproduz-se a seguir uma tabela que relaciona taxas de inadimplência com o *rating* inicial de uma entidade. Tal tabela é oriunda de uma agência de risco, a Standard & Poors (S&P), baseada em dados históricos de empresas principalmente norte-americanas:

Tabela 2 - Taxas de inadimplência e *ratings*

Rating Inicial	Taxas Cumulativas de Inadimplência (em % para até 7 anos)						
	1	2	3	4	5	6	7
AAA	0,00%	0,00%	0,06%	0,13%	0,21%	0,39%	0,58%
AA	0,00%	0,02%	0,11%	0,22%	0,38%	0,59%	0,78%
A	0,05%	0,14%	0,24%	0,40%	0,60%	0,79%	1,02%
BBB	0,17%	0,42%	0,68%	1,22%	1,72%	2,28%	2,81%
BB	0,98%	3,19%	5,54%	7,86%	9,94%	11,99%	13,10%
B	4,92%	10,32%	14,98%	18,22%	20,49%	22,03%	23,33%
CCC	19,29%	28,58%	31,68%	35,94%	40,06%	41,04%	41,93%

Fonte: S&P - Ratings Performance, 1996. Citado por Paiva (2002)

A taxa de inadimplência influencia diretamente o custo do crédito para o emissor, já que para um maior nível de risco de inadimplência, maior é o retorno desejado pelo credor. Tal situação é verificada na tabela acima: empresas com melhor classificação, AAA, em operações de crédito de até sete anos têm uma probabilidade de inadimplência de 0,58%;

enquanto que, no mesmo período, empresas mal classificadas, CCC, têm uma probabilidade de inadimplência de 41,93%, portanto muito superior. Também pode ser observado que a probabilidade de inadimplência cresce com o tempo, principalmente em função de incertezas.

Conforme mencionado, a identificação do *rating* de uma empresa é um processo que envolve opinião e está baseada em informações do potencial emissor de dívida. Securato (2002, p. 185) diz que tais informações podem ser fornecidas pelos próprios clientes, auditadas ou não, e que estas podem ser de natureza pública ou sigilosa³³ ou de outras fontes externas confiáveis.

Segundo cita Sengupta (1998, p. 459): "A S&P considera a qualidade da contabilidade como um fator no estabelecimento de um *rating* para um lançamento de dívida industrial."

Sendo assim, a divulgação oferecida ao mercado deve prover parcela relevante da informação pertinente à uma companhia. Por outro lado, o que diferencia a análise de risco de crédito de uma agência de risco de outro participante do mercado é a sua base de informações passadas que contém dados sobre inadimplência de um período de tempo muito longo e sua experiência dos fatores relevantes para a classificação de risco de uma entidade. Securato (2002, p. 186) exemplifica o *check-list* para avaliação do risco corporativo feitas por agências de

³³ O significado utilizado pelo autor para a palavra "sigilosa" não é explicado. Infelizmente os procedimentos utilizados pelas empresas de *ratings* não são muito transparentes para o público. Porém, dado que os administradores das companhias sob a Lei das S.A.s têm a obrigação de "[...] guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado [...]", conforme consta o § 1o. do Art.155 da referida Lei, pode-se entender a expressão utilizada como uma informação não privada, eventualmente um detalhamento de outras informações disponíveis.

classificação em que são levantadas informações, natureza pública e privada, que revelam o potencial futuro do empreendimento, por exemplo: mercado de atuação, estratégias, políticas de investimento, experiência dos executivos; e informações de cunho econômico e patrimonial: demonstrações financeiras, ponto de equilíbrio operacional, projeções dos demonstrativos financeiros, estrutura de capital, entre outras. O *check-list* completo encontra-se no Anexo 1.

Verifica-se, portanto, que é aceitável do ponto de vista lógico dizer que à medida que uma empresa possui uma proporção de capitais de terceiros maior, mais demanda por informações tais capitais desejarão para prever sua capacidade de pagamento. Também, que um nível baixo de divulgação de informações pode não permitir uma verificação correta do grau de risco do emissor de dívida o que implica em avaliações racionais conservadoras resultando em um maior custo da dívida.

2.2.3.2 Capital próprio

Características e composição

Como componente da estrutura de capital de uma empresa, o capital próprio pode ser dividido basicamente em ações ordinárias e preferenciais, cujas principais diferenças estão no poder de voto e na distribuição preferencial do lucro. No Brasil, a criação das ações preferenciais corresponderam a uma forma de auxiliar a empresa nacional na captação recursos não exigíveis, de baixo risco e custo para impulsionar o investimento e o crescimento da economia brasileira.

A Exposição de Motivos No. 196/76, que encaminhava o Projeto de Lei das Sociedades por Ações, conhecida mais tarde como Lei das S.A.s, assinada pelo então ministro da Fazenda, Mário Henrique Simonsen, evidencia a necessidade de estruturar o mercado de capitais para que a empresa nacional, notadamente familiar e controladora, pudesse crescer a partir de captação de poupança, dita 'popular', sem, contudo, esquecer dos direitos do acionista minoritário. Ou seja, a Lei permitiu à empresa familiar crescer e financiar-se com capitais não onerosos, sem perder o controle do negócio, ou nas palavras de Simonsem, "[...] sem imobilizar o empresário [administrador-proprietário] em suas iniciativas [...]". Entendia-se que era necessário crescer o bolo antes de reparti-lo, isto é, fazer a economia crescer através da empresa nacional para possibilitar a distribuição de renda na população. A seguir o texto mencionado:

4. O projeto visa, basicamente, a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, às quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade. (Exposição de Motivos No. 196/76).

A Lei No. 6.404/1976 que definiu o atual mercado de capitais brasileiro, permitiu que os controladores emitissem capital preferencial na proporção de 2/3 (dois terços) do capital social. Isto possibilitou à empresa privada, na figura de seu controlador, a emissão de ações ordinárias, legalmente com direito a voto, e emissão de ações preferenciais, legalmente sem direito a voto, numa proporção tal que com um pequeno número de ações ordinárias, a metade mais uma ação, manter o controle do empreendimento. De modo que houve o surgimento de um grande número de companhias 'alavancadas' do ponto de vista de ações preferenciais. Em termos proporcionais, com apenas 1/6 (um sexto) do capital social mais uma ação ordinária, haveria a manutenção do controle.

Tal proporção de capitais ordinários e preferenciais, contudo, deve sofrer mudanças ao longo do tempo tendo em vista a nova lei aprovada pelo Congresso Nacional, a Lei No. 10.303/2001, que estabelece o limite de 50% (cinquenta por cento) de ações preferenciais sobre o total de ações emitidas. Em termos proporcionais, haveria manutenção do controle com 1/4 (um quarto) do capital social mais uma ação ordinária.

Porém, somente uma combinação de situação econômica favorável e atratividade do mercado de capitais brasileiro deve mudar aquela proporção. De acordo com um estudo realizado pela Economatica, baseado em informações de 270 empresas de 2002 a partir dos Informes Anuais das companhias divulgados nos meses de abril e junho, em 73% dos casos, ou 196 empresas, apenas um acionista detinha mais de 50% das ações ordinárias. Ainda, em 89%, ou 241 empresas, os dois maiores sócios detinham mais da metade do capital votante. Isto significa que os investidores terminam exercendo pouco controle sobre essas empresas. "A tradição de não dividir a propriedade e a possibilidade de captar recursos via ações preferenciais, que não conferem direito a voto, estão na base do problema.", segundo especialistas, citado por Brandão (2003).

Dada a importância da figura do acionista controlador, a Lei das S.A.s resolveu defini-lo para também controlá-lo:

"Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia;

e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar funcionamento dos órgãos da companhia."

Como pode ser observado, é o controlador que tem o poder de interferir nos destinos da companhia tanto pelo seu voto quanto pela gestão através de seus administradores.

Uma vez definido e identificado, o controlador passa a ser passível de responsabilização por mau uso do poder, conforme a Lei das S.A.s: "Art. 117. O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder."

A diferença existente entre acionistas é importante para o trabalho, pois será explorada na pesquisa e fornece entendimento dos diversos capitais que compõe a estrutura de capital de uma companhia, bem como a estrutura de poder que pode influenciar o nível de divulgação.

Custeamento do capital próprio

O custo do capital próprio deve ser entendido como custo do ponto de vista da companhia e retorno do ponto de vista do acionista. Ele é definido por autor de finanças da seguinte forma:

Custo de capital próprio. Retorno exigido das ações ordinárias da empresa nos mercados de capitais. Também chamado de taxa mínima de retorno para os acionistas, porque representa aquilo que os investidores em ações poderiam esperar obter no mercado. Trata-se de um custo do ponto de vista da empresa. (Ross et al, 2002, p. 739)

Diferentemente do capital de terceiros, custo geralmente passível de determinação objetiva, o custo do capital próprio é determinado através de um referencial de mercado. O estudo feito por Martelanc (1994) dispõe sobre as principais famílias de métodos para a obtenção do custo do capital próprio. Pode ser observado no quadro abaixo que todas as principais famílias têm um referencial de mercado que oferece suporte à determinação do custo. Abaixo, procura-se evidenciar qual o referencial de mercado adotado, mudando o quadro original do autor citado.

Quadro 1 - Famílias de métodos para obtenção do custo de capital próprio e referencial de mercado

Família	Conceito	Métodos Incluídos	Referencial
Padrões Usuais	O custo do capital próprio é um valor usualmente encontrado ou recomendado no mercado.	Recomendações de especialistas, Retornos passados.	Recomendação de especialistas.
Capitalização de Fluxos	O custo do capital próprio é a taxa de capitalização necessária para se tornar equivalentes o valor presente do fluxo de caixa futuros da empresa e o seu valor de mercado.	Índice P/L, Modelo de Gordon, Modelo H.	Valor de mercado da companhia.
Correlação de Retornos	O custo do capital próprio é obtido de modelo de correlação entre os retornos das empresas com variáveis independentes que os expliquem.	CAPM e variantes, Indicadores, Fundamentalistas, APT.	Retornos das empresas obtidos no mercado.

FONTE: Martelanc (1994, p. 77), alterado pelo autor.

O quadro acima permite também entender os diversos métodos sob a perspectiva da complexidade: dentro da família de padrões usuais estão os métodos menos complexos no que se refere à praticidade de execução ou obtenção de informações e menos fundamentação teórica; a seguir, a família de capitalização de fluxos que, se atende à praticidade, ainda tem algumas falhas teóricas, em especial, no que tange à projeção de fluxos; e, por fim, a família de correlação de retornos, que tem uma forte consistência teórica, mas que falha por dificuldade prática.

De uma forma geral, ao analisar as diversas famílias, percebe-se que o referencial é de certa forma comum, pois através de informações disponíveis no mercado de capitais e participação direta de seus representantes é que se pode determinar o custo relativo do capital próprio de uma companhia. Porém, persiste a dificuldade na determinação objetiva do custo, pois "[...] não há uma fórmula única e universalmente aceita, nem na teoria e nem na prática." segundo Gray e Johnston (apud MARTELANC, 1994, p. 76).

Martelanc (1994, p. 82) fez um levantamento de quais os métodos mais utilizados e/ou recomendados pelos autores em finanças e dos 73 (setenta e três) autores pesquisados verificou-se a predominância dos modelos baseados em bolsa de valores, percebendo-se uma migração, ao longo do tempo, de família de padrões usuais e do Índice P/L (Preço/Lucro) para a família de correlação de retornos do CAPM (Capital Asset Pricing Model), em especial, e do Modelo de Gordon.

O Modelo de Gordon baseia-se nos preços das ações em bolsa e em fluxos de dividendos para a estimação do custo do capital próprio. Segundo Assaf (2000, p. 236), a suposição implícita é que "[...] os dividendos constituem-se na base de determinação do valor de uma ação e, conseqüentemente, do patrimônio líquido da empresa." Isto significa, em outras palavras, que o valor da ação corresponde ao valor presente do fluxo futuro de dividendos esperado para ela. A equação de Gordon³⁴:

$$P_0 = \frac{D_1}{K - g}$$

Onde,

P_0 : preço da ação hoje ou valor do investimento na ação

D_1 : dividendo por ação projetado para o final do primeiro período

K : taxa de retorno exigida

g : taxa de crescimento perpétuo dos dividendos

³⁴ As fórmulas e os conceitos, exceto em citação contrária, foram extraídas de Assaf (2000).

A variável K, definida como taxa de retorno exigida, é o custo do capital próprio que se deseja determinar. Ou seja, isolando a variável, tem-se a seguinte equação:

$$K = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Verifica-se que o custo de capital próprio, pelo Modelo de Gordon, tem duas componentes: uma derivada da taxa de retorno do investimento na ação e outra correspondente ao crescimento do retorno (dividendo). Conforme já comentado, o dividendo e seu crescimento é resultado de projeção de resultados feita pelo mercado de acordo com seu universo de informações disponível.

O modelo do CAPM baseia-se nas teorias de Markovitz e Sharpe e tem tido o apoio quase unânime na comunidade acadêmica, segundo Paula Leite (apud MARTELANC, 1994, p. 117). Ele permite calcular o retorno esperado das ações da companhia, ou o custo do capital próprio dos acionistas. O CAPM é descrito da seguinte forma:

$$R_E = R_F + \beta \cdot (R_M - R_F)$$

Onde,

R_E : retorno esperado das ações da companhia

R_F : retorno do ativo livre de risco

R_M : retorno esperado para a carteira de mercado

β : coeficiente beta

Cabe algumas considerações a respeito de cada variável.

- O retorno do ativo livre de risco corresponde àquele obtido pelo investidor ao aplicar seus recursos em um ativo que não apresenta risco de *default* do captador, sendo o retorno pré-determinado.
- O retorno esperado para a carteira de mercado que, segundo Assaf (2000, p. 285): "É uma carteira diversificada que contém, na teoria, todos os títulos na exata proporção em que estão disponíveis no mercado."
- O coeficiente beta é, por sua vez, o coeficiente angular da reta de regressão linear que correlaciona os retornos passados de determinada ação ($R_E - R_F$) com os retornos passados da carteira de mercado ($R_M - R_F$) num dado período de tempo.

Segundo Assaf (2000, p. 280), as principais hipóteses para o desenvolvimento do modelo do CAPM são:

- assume-se eficiência de mercado;
- não há restrições para os investimentos no mercado (sem impostos ou taxas);
- todos os investidores têm a mesma percepção do desempenho dos ativos, formando carteiras eficientes;
- há uma taxa de juros no mercado tida como livre de risco.

Há duas considerações importantes sobre o modelo do CAPM:

I. Eficiência de mercado: ao assumi-la, pressupõe-se que a informação é utilizada com grande eficiência pelos investidores ao montar carteiras eficientes, isto é, as melhores, dado o risco e retorno dos ativos avaliados conjuntamente ao longo do tempo. De forma que uma nova informação relevante pode afetar a decisão racional de investimento. Copeland e Weston (1992, p. 351) explicam que "[...] diversos estudos empíricos utilizam o CAPM como uma

ferramenta para analisar a eficiência dos mercados." Pois se assume neles que o CAPM é verdadeiro.

II. Perspectiva do investimento: uma crítica bastante forte sobre o coeficiente beta é que o CAPM é uma informação da volatilidade passada de uma ação, ao passo que sua utilização o remete como a volatilidade futura da mesma ação, o que é contraditório. De maneira que, segundo Bonomo (2002, p. 26), há outras modelagens condicionais, como o CAPM de Sharper-Lintner, que permitem incorporar variâncias e covariâncias que se modificam ao longo do tempo, o que empiricamente se verifica em em séries temporais em finanças. Também, está implícito nessa argumentação que a decisão de investimento baseia-se em perspectivas futuras, leia-se subjetivas, para o retorno e risco de determinado ativo.

De uma certa forma, tanto o Modelo de Gordon como o CAPM, abrem uma porta para que o custo do capital próprio possa ser função das expectativas consideradas pelos mercados de capitais em função do universo de informações disponível - do passado, presente e futuro - o que implica que uma política de divulgação poderia, por hipótese, influenciar na determinação do custo do capital próprio.

2.3 A divulgação e sua relação com a estrutura de capital

Este tópico tem por objetivo trazer referências de autores que estudaram o nível de divulgação em relação a elementos do custo médio ponderado de capital: custo do capital de terceiros e custo do capital próprio. Brealey e Myers (1992, p. 409) diz que: "Por vezes, o objectivo das decisões de financiamento expressa-se não como a 'maximização do valor global de mercado',

mas sim como a 'minimização do custo médio ponderado de capital'." Sendo assim, ao analisar aqueles elementos está-se fazendo uma relação com a estrutura de capital.

O final do tópico, busca-se, de forma direta, analisar as teorias sobre estrutura de capital vis-à-vis com a divulgação obrigatória e voluntária produzida pela firma e avaliar suas implicações. E, desta maneira, entender o potencial de variação do nível de divulgação em relação com a estrutura de capital.

2.3.1 Redução das taxas de captação

Na pesquisa de Sengupta (1998, p. 472) o autor verificou que há evidência "[...] estatisticamente significativa da associação negativa entre uma medida do nível geral de divulgação de uma firma com duas medidas alternativas do custo incremental de empréstimo: (1) o rendimento a vencimento sobre lançamento de nova dívida (*yield to maturity*) e (2) o efetivo custo dos juros para o emissor."

Isto implica segundo Sengupta (1998, p. 472) que: "Essas evidências suportam o argumento de que emprestadores e *underwriters* consideram a qualidade de divulgação em suas estimativas de risco de *default*."

Seus resultados também indicam uma relativa importância da maior divulgação em situações em que há crescente incerteza no mercado acerca da firma conforme refletida pela variância dos retornos da ação. Isto pode indicar o benefício da divulgação também na redução do custo do capital próprio (SENGUPTA, 1998, p. 473).

A variável que mede a qualidade da divulgação utilizada por Sengupta (1998) foi obtida da Federação dos Analistas Financeiros (Financial Analysts Federation), ligada à Association for Investment Management and Reserch (AIMR), que avalia anualmente a divulgação a partir dos relatórios anuais, relatórios trimestrais, *press releases*, divulgação direta a analistas na forma de encontros, entre outros. Cada firma avaliada recebe um escore que reflete o esforço total de divulgação no período (SENGUPTA, 1998, p. 462).

2.3.2 Diminuição do custo do capital próprio

Quanto ao efeito da divulgação no custo do capital próprio, tem-se a pesquisa realizada por Botosan (1997) com 122 empresas industriais analisando o nível de divulgação voluntário de seus relatórios anuais de 1990. Os elementos de divulgação que foram considerados estão descritos no Anexo 2. Cada elemento recebeu uma pontuação, recebendo cada companhia um escore de divulgação.

Uma premissa utilizada por Botosan (1997) é que a informação voluntária encontrada no relatório anual serve de *proxy* para a divulgação total da empresa. Lang and Lundholm (apud BOTOSAN, 1997, p. 326) fizeram uma pesquisa da divulgação corporativa e chegaram à conclusão que os relatórios anuais fornecem um bom *proxy* do nível de divulgação em qualquer aspecto.

Os resultados apontam que para empresas que atraem poucos analistas, há evidência de que maior divulgação está associado com um mais baixo custo do capital próprio (BOTOSAN, 1997, p. 346).

Na pesquisa de Botosan, a magnitude do efeito é tal que uma unidade na medida de divulgação está associada com a diferença de aproximadamente 28 pontos-base no custo do capital próprio (BOTOSAN, 1997, p. 323).

Para empresas com alto acompanhamento por analistas, contudo, Botosan (1997, p. 326) explica que não encontrou evidência de uma associação entre a medida do nível de divulgação e o custo do capital próprio talvez por causa que a medida de divulgação adotada é limitada aos relatórios anuais e, em conformidade, pode não prover um poderoso *proxy* de todo nível de divulgação quando analistas representam um papel significativo no processo de comunicação.

Botosan (1997, p. 324) também cita em seu trabalho que "[...] maior divulgação melhora a liquidez das ações, reduzindo o custo do capital tanto através de menores custos de transação quanto por maior demanda pelos valores mobiliários da companhia." Reduzindo assim o custo do capital.

Também, em seu levantamento bibliográfico, Botosan (1997, p. 342) menciona que maior divulgação reduz a estimativa de riscos feita pelos investidores quando avaliam os parâmetros de retorno de ativos ou distribuição de pagamentos. Em outras palavras, se a estimativa de risco é não diversificável, os investidores irão requerer uma compensação por este elemento adicional de risco.

Em outro estudo, Easley e O'Hara (2001) desenvolveram um modelo de avaliação no qual tanto informação pública quanto privada afeta o retorno do ativo. Uma importante aplicação

da pesquisa, segundo os autores, é que as companhias podem influenciar seu custo de capital por afetar a precisão e a quantidade de informação disponível a investidores.

Alguns instrumentos por meio dos quais a informação pode influenciar no custo do capital é fornecido pelos autores (EASLEY e O'HARA, 2001, p. 32) a seguir:

- Seleção de normas contábeis;
- Política de divulgação;
- Grupo ativo de analistas de mercado: ao atrair tal grupo para acompanhar a companhia, pode-se reduzir o custo de capital da companhia por aumentar a credibilidade da informação proporcionada pelos analistas acerca da companhia; e
- Mercados onde os papéis são listados: a estrutura de informação exigida pelos mercados onde os papéis são listados para negociação, a capacidade que esses investidores têm de aprender com preços podem influenciar o nível de eficiência que uma nova informação é incorporada aos preços das ações.

Segundo Easley e O'Hara (2001, p. 32): "Estes fatores sugerem que o custo de capital da companhia é determinado, pelo menos parcialmente, pelas decisões corporativas não relacionadas com as decisões produzidas no mercado."

Em outro estudo que trata sobre as conseqüências econômicas de um maior nível de divulgação, Leuz e Verrecchia (2000, p. 92) diz que: "A assimetria de informação cria custos por introduzir uma seleção adversa nas transações entre compradores e vendedores de ações. [...] seleção adversa é tipicamente manifesta na redução dos níveis de liquidez pelas ações da firma."

Também, segundo Leuz e Verrecchia (2000, p. 92): "Um compromisso para melhorar os níveis de divulgação reduz a possibilidade de elevação da assimetria de informação também entre a companhia e seus acionistas ou entre potenciais compradores e vendedores de suas ações. Isto, por sua vez, deve reduzir o desconto quando as ações são vendidas e imprimir um menor custo de levantar capital".

Na pesquisa empírica realizada, Leuz e Verrecchia (2000) decidiram levantar dados de empresas alemãs, criticadas por terem níveis de divulgação considerados relativamente baixos, ao invés de usar dados de empresas americanas pois seu ambiente de divulgação já é rico. Sendo assim, foram identificadas as empresas alemãs que adotaram outras normas contábeis (IAS ou US) GAAP. Como resultado, verificaram que independente de qual norma foi escolhida há uma maior divulgação, segundo os autores. O passo seguinte foi avaliar se essas empresas evidenciam benefícios econômicos pela redução da assimetria informacional do componente do custo de capital.

O trabalho empírico procurou documentar os benefícios econômicos. Entre as variáveis utilizadas para os componentes de assimetria informacional estavam: volume de negociação dos títulos, volatilidade do preço da ação e *bid-ask spread*³⁵. Foi verificado que as companhias obrigadas tanto ao IAS-GAAP ou ao US-GAAP têm menores percentagens de

³⁵ *Bid-ask spread*: é a diferença entre o preço de uma oferta de compra e o preço pedido pelo vendedor de uma ação, em um dado momento. Allen (2003) faz referência a tendência de que companhias com maior volume negociado têm menores *bid-ask spreads*, também, que eles representam um custo para os investidores (custo de transação). O exemplo fornecido é o seguinte:

Se uma ação tem uma oferta de compra de \$20 e um pedido [de um vendedor] de \$21, você esperaria perder \$1,00 ou 4.8% do seu dinheiro se comprou ao pedido de \$21 e então imediatamente mudou de idéia e vendeu ao preço ofertado de \$20. Se você tiver 100 ações, você perde \$100 sobre o *bid ask spread*. (ALLEN, 2003)

bid-ask spreads e maior negociação de ações do que as empresas que utilizavam somente o German-GAAP. Os autores apontam que as diferenças são econômica e estatisticamente significativas. (LEUZ e VERRECCHIA, 2000)

Os autores entendem que documentar a relação entre o nível de divulgação e o custo do capital tem sido difícil empiricamente. Porém, a evidência obtida com o estudo é consistente com a noção de maior divulgação possibilita benefícios econômicos. (LEUZ e VERRECCHIA, 2000, p. 120)

Greenstein e Sami (1994, p. 197) também verificaram que houve redução no *bid-ask spreads* com a maior divulgação de dados segmentados solicitados pela SEC no relatório 10-K a partir de 1970. Lev (apud Greenstein e Sami, 1994, p. 198) afirma que "[...] outro benefício da regulamentação da divulgação deve ser mercados mais fortes, como evidenciado pelo volume negociado."

Há também, por outro lado, diversas afirmações de personalidades ligadas a instituições voltadas aos mercados de capitais e à regulamentação que sustentam que maior divulgação reduz o custo de capital de uma companhia. Alguns exemplos:

- David Tweende, presidente do IASB (International Accounting Standard Board) em visita ao Brasil em Julho de 2003, disse que "a harmonização contábil [ou, em outras palavras, a padronização contábil] através da utilização de normas contábeis internacionais contribui para melhorar a administração das empresas, reduzir os custos de capital e aumentar a confiança dos investidores estrangeiros em empresas brasileiras", conforme relatado por Lamucci (2003).

- O Special Committee on Financial Reporting of the American Institute of Certified Public Accountants de 1994, conhecido como Jenkins Committee, disse que "um importante benefício de um maior disclosure é um menor custo do capital próprio", apud Botosan (1997, p. 324).
- Arthur Levitt, ex-presidente da SEC, sugere que "normas de alta qualidade (...) aumentam a liquidez e reduzem o custo de capital.", Inter-American Development Bank, September 29, 1997. (apud EASLEY e O'HARA, 2001, p. 2).

2.3.3 Utilização da divulgação pelas teorias de estrutura de capital

O quadro abaixo procura relacionar, em caráter exploratório, as teorias sobre estrutura de capital (a partir da pesquisa realizada em: ROSS et al, 2002; RAPPAPORT, 2001; SAUNDERS, 2000; COPELAND e WESTON, 1992; HARRIS e RAVIV, 1991; TITMAN e WESSELS, 1988; MYERS e MAJLUF, 1984; JENSEN e MECKLING, 1976) e a forma na qual utilizam a divulgação para atingir seus efeitos esperados.

Alguns desses efeitos são oriundos da própria teoria financeira e outros, da teoria positiva da contabilidade ao estudar a informação contábil nos mercados financeiros a partir de diversos autores (EVANS III e SRIDHAR, 2002; FRANCIS et al, 2002; EASLEY e O'HARA, 2001; LEUZ e VERRECCHIA, 2000; SENGUPTA, 1998; BOTOSAN, 1997; FRANKEL, 1995; SRIDHAR, 1994; SCOTT, 1994; WATTS e ZIMMERMAN, 1990; DYE, 1986 e 1985; DIAMOND, 1985).

Serão utilizados os conceitos de divulgação obrigatória, passível de verificação por ser auditada; e de divulgação voluntária, derivada das motivações da administração e não auditada. Quando sua utilização for indiferente, aparece o termo divulgação geral.

Quadro 2 - Comparativo das teorias sobre estrutura de capital e da divulgação voluntária e obrigatória

Teorias	Mecanismo Principal de Divulgação	Pressuposto / Objeto da Divulgação	Efeito Esperado da Divulgação
Custos de agência	Obrigatória	<p>Informação auditada, verificável. Informação quanto à qualidade da empresa de auditoria. Informação sobre a utilização dos recursos da firma.</p>	<p>Reduzir os custos de agência.</p>
	Voluntária	<p>Informação que diminui a assimetria entre administração e acionistas-credores. Informação que diminui assimetria entre acionistas e credores. Informações sobre o sistema de remuneração dos administradores.</p>	<p>Reduzir os custos de agência; Manter a boa reputação da administração; Reduzir o custo proprietário da administração.</p>
Informação assimétrica	Obrigatória	<p>Emissão de sinais que inferem informação privada da administração.</p>	<p>Alinhar expectativas entre investidores internos e administradores quanto aos resultados e riscos de novos projetos de investimento; Reduzir a expectativa dos custos de falência.</p>
	Voluntária	<p>Redução da assimetria de informação entre investidores internos e externos. Sinalização da riqueza de opções de financiamento. Sinalização de que a administração tem aversão a risco.</p>	<p>Minimizar o custo do capital do projeto via "pecking order"; Flexibilidade financeira; Reduzir o custo proprietário da administração.</p>
Mercado de produtos e insumos	Geral	<p>Informação do potencial de barganha com fornecedores. Informação sobre a capacidade de oferecer produtos ao mercado.</p>	<p>Reduzir os custos de produção; Afetar o comportamento de rivais; Afetar o equilíbrio de estratégias e resultados; Reduzir o custo proprietário da administração.</p>

(cont.)

Teorias	Mecanismo Principal de Divulgação	Pressuposto / Objeto da Divulgação	Efeito Esperado da Divulgação
Teorias baseadas em impostos	Obrigatória	Informação sobre elementos concretos que compõem o valor da empresa: - Informação sobre o grau de alavancagem; - Informação da natureza e detalhes dos títulos de dívida; - Informação sobre o imposto de renda de pessoa jurídica; - Informação sobre imobilizações; - Informação sobre provisões de perdas prováveis; - Outras.	Fornecer elementos de avaliação da empresa pelo mercado. Fornecer elementos de expectativa dos custos de falência e outros.
	Voluntária	Informações que o mercado financeiro possa utilizar na formação de expectativas quanto a lucros futuros e custo do capital: - Rentabilidade de novos projetos; - Valor de mercado dos ativos e passivos; - Informação sobre os riscos do negócio; - Expectativas de crescimento do lucro; - Esquema de remuneração dos administradores; - Capacidade de operação; - Outras.	Fornecer elementos de avaliação da empresa pelo mercado. Fornecer elementos de expectativa dos custos de falência e outros. Reduzir o custo do capital próprio. Reduzir o custo do capital de terceiros. Reduzir o custo proprietário da administração.

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1 Introdução

O estudo da relação entre o nível de divulgação e da estrutura de capital das organizações, conduziu à necessidade de identificação de, pelo menos, duas amostras nas quais houvesse diferenciação na principal variável estudada: o nível de divulgação. A partir da análise e escolha das companhias com o maior nível geral de divulgação, segundo parâmetros determinados, coletou-se a segunda amostra que representava o menor nível de divulgação, utilizando critérios semelhantes.

Na amostra contendo o maior nível geral de divulgação, identificou-se a presença significativa de companhias que possuem participação acionária do governo. Esta característica foi isolada com realização de idênticos testes estatísticos com amostras com e sem participação acionária do governo.

O presente capítulo está subdividido de tal forma a apresentar as hipóteses e o modelo de pesquisa, os procedimentos de amostragem para os dois grupos de companhias, a coleta e o tratamento dos dados e a descrição dos testes estatísticos realizados.

3.2 Hipóteses de pesquisa

As hipóteses de pesquisa basearam-se em três formas de endividamento: geral, financeiro e preferencial³⁶.

Conforme já mencionado, o teste é realizado pela comparação da igualdade das médias de duas amostras, aqui denominadas de grupos. O Grupo 1, representa a amostra com maior nível de divulgação; e o Grupo 2, o menor nível. Dado que porção representativa das companhias selecionadas no Grupo 1 tem como característica comum a participação acionária do governo, os testes foram divididos em três. O primeiro foi feito com a totalidade das companhias selecionadas, denominadas de Amostra Geral do Grupo 1. O segundo e o terceiro testes foram feitos com as amostras parciais, denominadas respectivamente: Amostra com Governo Acionista do Grupo 1 e Amostra com Governo Não-Acionista do Grupo 1.

São elas:

1- Para a Amostra Geral:

$H_{0,1}$ (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de endividamento geral das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2;

$H_{0,2}$ (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de endividamento financeiro das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2; e

³⁶ O significado de endividamento preferencial faz alusão à prioridade de recebimento dos detentores de direitos representados por dívida e ações preferenciais, mas sua utilidade se verifica pela diferenciação entre propriedade e não-propriedade.

H_{0,3} (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de endividamento preferencial das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2.

2- Para a Amostra com Governo Acionista:

H_{0,4} (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de endividamento geral das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2;

H_{0,5} (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de endividamento financeiro das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2; e

H_{0,6} (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de endividamento preferencial das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2.

3- Para a Amostra com Governo Não-Acionista:

H_{0,7} (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de endividamento geral das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2;

H_{0,8} (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de endividamento financeiro das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2; e

H_{0,9} (hipótese nula): **não há diferença** entre as médias de endividamento preferencial das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2.

Em todas as hipóteses acima, o que se deseja é verificar a aceitação da hipótese alternativa, que diz: **há diferença** entre as médias estudadas das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2.

3.3 Modelo de pesquisa

Segundo Matos (2000, p. 20), a palavra modelo pode ser entendida como uma representação da realidade, simplificada é claro, de forma que permita compreender o seu funcionamento.

O modelo de pesquisa aqui proposto está alicerçado na influência da estrutura de capital sobre os componentes que formam o universo informacional disponível para uma determinada companhia.

O universo informacional disponível é aqui representado pelos seguintes componentes:

- I) **divulgação obrigatória**, efetuada pela companhia e para atender ao esforço regulatório dos mercados;
- II) **informação mínima disponível no mercado**, que pode ser obtida através de associações de classe e fontes econômicas disponíveis ao público em geral;
- III) **informação adicional criada pelo mercado**, que deriva da demanda por informações que investidores e credores e outros públicos têm para com a companhia e gera um contingente adicional de observadores e analistas divulgadores de informações; e
- IV) **divulgação voluntária**, em que a administração opera o aumento de informações divulgadas pela companhia como parte de uma estratégia financeira e de governança corporativa.

Abaixo, representam-se os componentes de informação mencionados, não havendo proporcionalidade estabelecida entre os mesmos como o gráfico possa conduzir a essa interpretação.

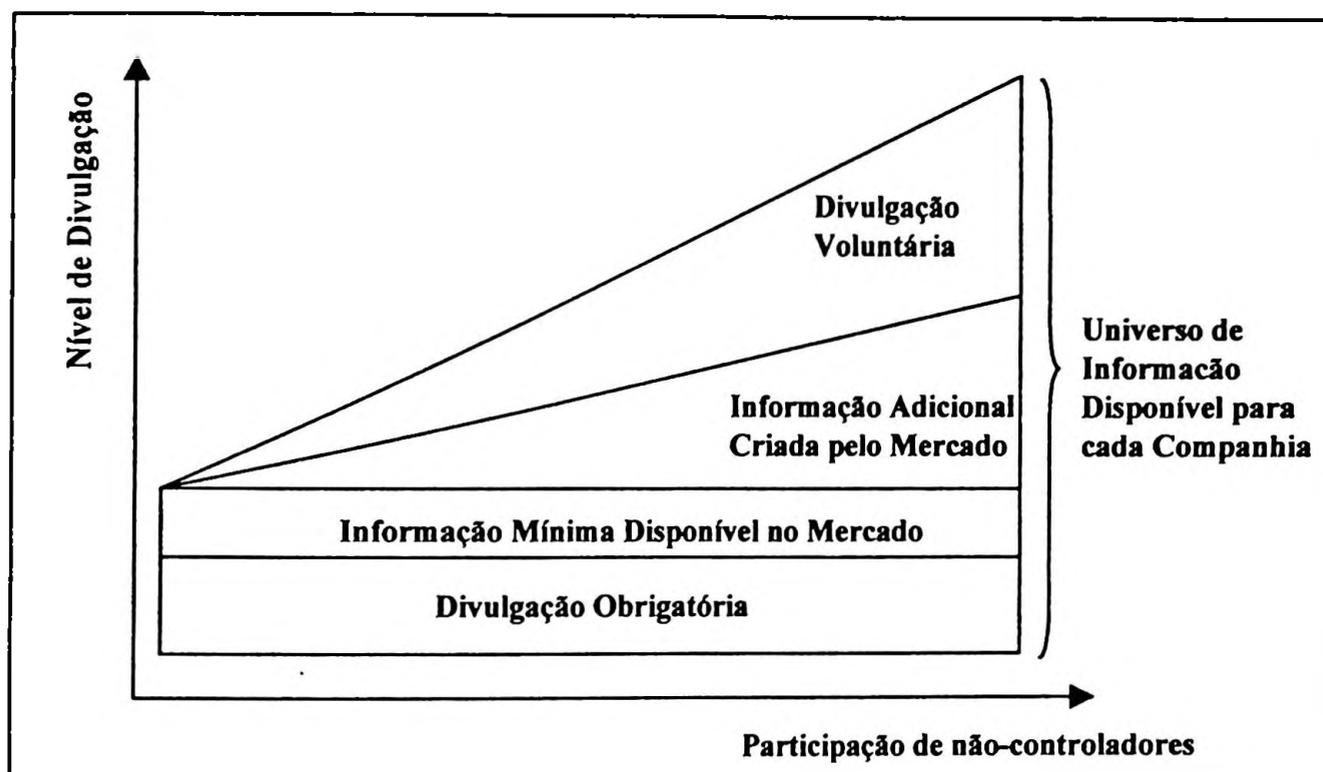


Ilustração 3 - Universo informacional disponível para cada companhia

O presente trabalho restringe-se ao estudo da **divulgação obrigatória** e a **divulgação voluntária**, ambas tendo a companhia como a principal responsável pelo seu atendimento. Também, pode-se entender que há uma diferença entre esses dois componentes de informação no que tange à sua variabilidade. De maneira que, nos extremos, pode-se encontrar companhias com menor nível de divulgação que atendem somente à divulgação obrigatória e companhias com maior nível de divulgação que atendem à divulgação obrigatória e têm níveis variados de divulgação voluntária.

Uma vez que, assume-se, a divulgação obrigatória seja fixa em relação à estrutura de capital tem-se que os resultados do teste empírico estão relacionados com o comportamento da divulgação voluntária.

Pode-se visualizar o modelo de pesquisa da seguinte forma:

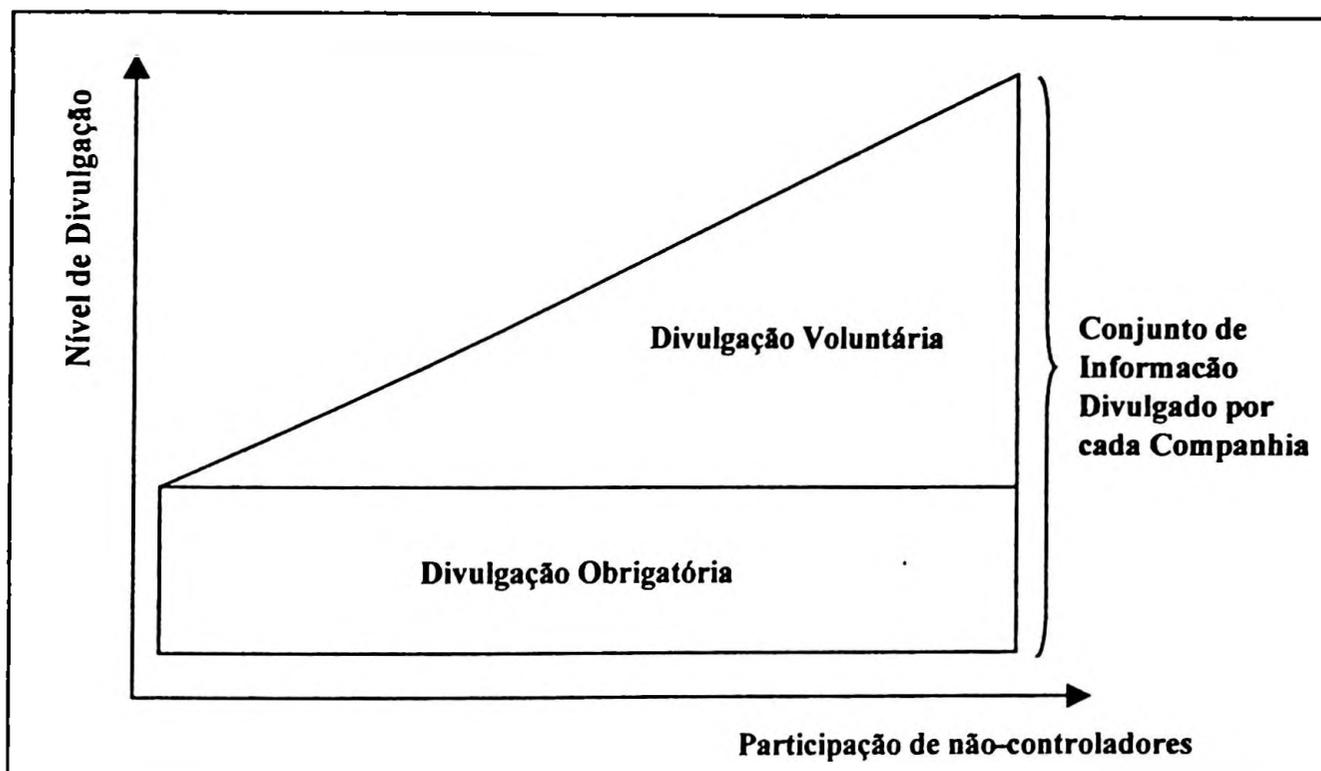


Ilustração 4 - Modelo de pesquisa: informação divulgada

Conforme estudado, um fator que pode resultar em níveis maiores de divulgação voluntária pode ser a participação de não-controladores no capital total à disposição da companhia, representados no teste empírico pelo endividamento, nas suas variadas formas.

3.4 Amostragem

A população consiste das empresas do banco de dados da revista Exame, Melhores e Maiores, dos anos 1996, 1997, 1998, 1999, 2000 e 2001. Algumas características da população são: empresas não-financeiras, sociedades anônimas de capital aberto ou fechado, sociedades por

quotas de responsabilidade limitada, empresa individual, entre outras. As informações pertinentes a essas empresas provêm das demonstrações financeiras publicadas ou enviadas ao departamento responsável pela compilação e análise da revista Melhores e Maiores de Exame.

A partir da população mencionada, foram extraídas duas amostras que referenciam as empresas com os melhores e os piores balanços publicados, respectivamente.

3.4.1 Parâmetros de Avaliação do Nível de Divulgação

A análise individual dos balanços foi baseada no nível de divulgação de informações contido nas publicações anuais, através dos seguintes grupos de observação:

- A) Notas explicativas;
- B) Balanço Patrimonial;
- C) Demonstração do Resultado do Exercício;
- D) Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos;
- E) Relatórios adicionais;
- F) Informações adicionais;
- G) Parecer dos auditores / Relatório da Administração; e
- H) Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido.

Para cada grupo de observação é verificado a existência de elementos de evidenciação, isto é, os itens que terão sua presença observada. Por exemplo, para o Grupo A (Notas explicativas), os seguintes elementos são analisados e pontuados: ações em tesouraria; ajustes de exercícios anteriores; plano de aposentadoria e pensões; arrendamento mercantil na arrendatária; ativo diferido; capacidade ociosa; capital social; capital social autorizado; continuidade normal dos

negócios; critérios de avaliação dos elementos patrimoniais; debêntures; demonstrações contábeis consolidadas; dividendos propostos; empreendimentos em fase de implantação; equivalência patrimonial; instrumentos financeiros; investimentos societários no exterior; mudança de critério contábil; obrigações de longo prazo; ônus, garantias e responsabilidades eventuais e contingentes; partes relacionadas; programa de desestatização; opções de compra de ações; seguros; bug do milênio; eventos subseqüentes; vendas ou serviços a realizar.

De forma similar, há para os demais grupos de observação diversos elementos de evidênciação que auxiliam na análise e seleção dos melhores balanços.

Uma listagem completa dos parâmetros de qualidade observados escolha dos grupos estão no Anexo 3.

3.4.2 Escolha da Amostra com Maior Nível de Divulgação

Para cada grupo de observação e elementos de evidênciação foram dadas notas para que possibilitassem a comparação e a classificação das empresas que tiveram os melhores níveis de divulgação. Várias rodadas de análise com troca de analistas foram realizadas até que houvesse um número de cerca de 3 (três) vezes o número de finalistas. Este foi o processo adotado quando da participação do autor, em 2000, porém, não há como ter acesso às notas obtidas por cada uma das empresas. As empresas finalistas, cerca de 30 (trinta), eram apresentadas a um comitê formado por professores desta casa e de representantes da ANEFAC para que pudessem formar o *ranking* final das 10 (dez) empresas vencedoras.

A escolha anual das empresas vencedoras baseou-se em uma população inicial aproximada de 900 balanços publicados. Um resumo das fases identificadas de depuração, o número de empresas aproximado e procedimento realizado em cada uma delas, pode ser visto no quadro seguinte:

Quadro 3 - Fases da escolha do Prêmio Transparência

Fase	No. Empresas	Procedimento
1	900	Balanços disponíveis.
2	300	Análise superficial, com eliminação dos balanços que possuem ressalvas e que não cumpriram com a legislação quanto ao mínimo a ser divulgado.
3	30	Após diversas rodadas classificatórias, utilizando-se de uma análise criteriosa dos grupos de observação e elementos de evidênciação, tem-se uma amostra dos balanços a serem encaminhados ao comitê julgador.
4	10	O comitê de professores e de representantes da ANEFAC determinam os balanços finalistas para a premiação.

A tabela com o número de empresas que participaram das fases 1 e 4, em cada ano, é a seguinte:

Tabela 3 - Tamanho da amostra em cada fase e amostra utilizada - Grupo 1

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
Fase 1	1056	1148	702	608	992	925	5431
Fase 4	10	11	10	10	13	10	64
Amostra	9	8	9	10	13	10	59

A diferença do tamanho da população anual na Fase 1 deveu-se à variação da disponibilidade de balanços de empresas cuja publicação não é obrigatória e são encaminhados diretamente aos editores da revista Exame. O número de finalistas computados na Fase 4 também sofreu variação, excedendo o número de 10 (dez) finalistas por ano, quando o comitê julgou empate técnico entre finalistas.

O total das empresas, 64 (sessenta e quatro), que pertencem à amostra que referenciam os melhores balanços publicados, tiveram 5 (cinco) exclusões em virtude de não se haver

encontrado os balanços para extração das informações requeridas para o estudo, resultando em uma amostra não-probabilística de 59 (cinquenta e nove) empresas para o Grupo 1.

Observou-se a participação do governo como acionista em um número relevante de companhias no Grupo 1. Para que se pudesse proceder aos testes estatísticos sem um eventual viés, a amostra acima também foi dividida em Amostra com Governo Acionista e Amostra com Governo Não-Acionista:

Tabela 4 - Tamanho das amostras utilizadas - Grupo 1

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
Amostra Governo Acionista	4	3	7	6	8	7	35
Amostra Governo Não-Acionista	5	5	2	4	5	3	24
Amostra Geral	9	8	9	10	13	10	59

3.4.3 Escolha da Amostra com Menor Nível de Divulgação

A escolha da amostra das empresas que representam os piores balanços publicados, foi baseada na população referenciada na Fase 1, excetuando-se as empresas finalistas de cada ano. Com base numa lista numerada dessas empresas foram escolhidas aleatoriamente³⁷ 20 (vinte) empresas, para que se pudesse escolher os 10 (dez) piores balanços publicados e, assim, formar a última amostra necessária à pesquisa.

³⁷ A função utilizada para a escolha aleatória, é chamada de RNGDuniform(Número natural inicial; Número natural final), através da qual é dado um intervalo (1;1056) e a mesma oferece como resultado um número natural x qualquer pertencente ao intervalo mencionado. A função explicada foi utilizada com o aplicativo Microsoft Excel.

Na Fase 2, partir da lista das 20 (vinte) empresas, foram solicitados os balanços publicados para análise. Foram utilizados os mesmos parâmetros de qualidade descritos em item anterior para a seleção dos melhores balanços.

O total de empresas selecionadas para a amostra não-probabilística do Grupo 2 foi de 62 (sessenta e duas). Resumidamente, tem-se:

Tabela 5 - Tamanho da amostra em cada fase - Grupo 2

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	Total
Fase 1	1046	1137	692	598	879	915	5367
Fase 2	20	20	20	20	20	20	120
Amostra	10	10	11	11	10	10	62

Uma limitação à pesquisa deve ser feita no que se refere à escolha da amostra. Enquanto as empresas o Grupo 1 representam os melhores balanços em relação a população, o mesmo pode não ocorrer com as empresas do Grupo 2, uma vez que as 20 (vinte) empresas escolhidas na Fase 2 podem não estar representando os piores balanços. Todavia, uma importante observação é feita no caso brasileiro que pode vir a atenuar esse problema: o baixo nível de informações divulgadas pelas demais empresas não pertencentes ao grupo dos melhores balanços. Desta maneira, mantém-se uma diferença relevante entre níveis de divulgação quando se compara os dois grupos.

3.4.4 Objetivos dos Testes

O objetivo principal da realização dos testes é a verificação estatística quanto à existência de médias significativamente diferentes de endividamento de tal modo que sugiram populações com características específicas. A comparação de médias será feita entre os Grupos 1 e 2 que representam companhias com maior e menor nível de divulgação, respectivamente.

O gráfico abaixo se propõe a esclarecer o objetivo do teste. O eixo y indica o nível de divulgação das várias empresas da população, como o mesmo é variável, haverá níveis distintos para cada empresa analisada. O eixo x refere-se ao grau de participação de não-controladores que se supõe significativamente diferente, embora não se possa afirmar que seja continuamente crescente.

A divisão da área sob o gráfico em três regiões distintas serve para enfatizar que a amostragem procurou obter exemplares de empresas que tivessem um nível de divulgação significativamente distinto. A premissa é de que esse objetivo tenha sido alcançado com o processo de amostragem, embora não se tenha realizado um esquema de pontuação do nível de divulgação para cada amostra e realizados testes estatísticos em cada uma delas.

A primeira região, mais localizada à esquerda, representa as empresas com menor nível de divulgação (Grupo 2) em que se obtém a média da variável representativa da participação de não-controladores, μ_2 . De modo análogo, do Grupo 1, de empresas com maior nível de divulgação, obtém-se a média μ_1 .

As variáveis representativas da participação de não-controladores na estrutura de capital são:

- A) endividamento geral;
- B) endividamento financeiro; e
- C) endividamento preferencial.

O detalhamento da coleta de dados para cada empresa, seu tratamento posterior para formação das variáveis de teste são descritas nos itens a seguir. Abaixo, o gráfico conforme explicado:

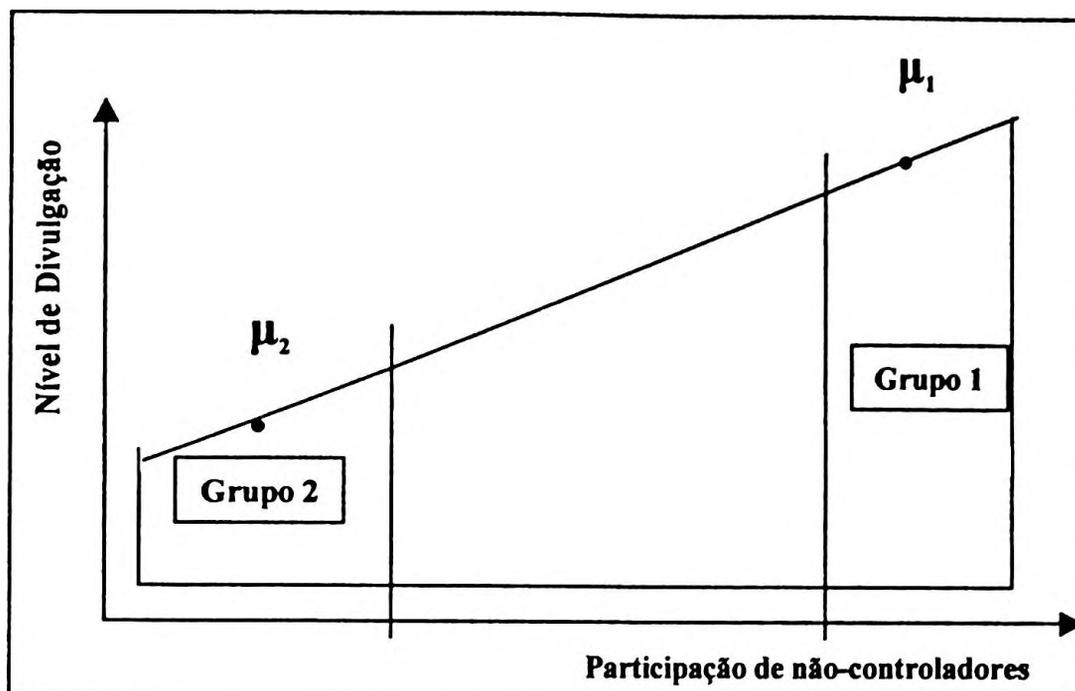


Ilustração 5 - Modelo de pesquisa: níveis de divulgação

3.5 Operacionalização das variáveis

Os dados foram coletados a partir dos balanços publicados, porém, quando necessário foi utilizado outras fontes de informações para complemento. As variáveis pesquisadas para cada uma das amostras foram as seguintes:

- Ativo Total: valor em reais da data do balanço patrimonial;
- Patrimônio Líquido: valor em reais da data do balanço patrimonial;
- Endividamento de Longo Prazo: valor em reais da data do balanço patrimonial;
- Endividamento de Curto Prazo: valor em reais da data do balanço patrimonial;
- Exigível de Longo Prazo: valor em reais da data do balanço patrimonial;
- Passivo Circulante: valor em reais da data do balanço patrimonial;
- Participação acionária do governo: é uma variável binária;
- Capital na mão dos acionistas majoritários: percentual do capital total; e
- Capital acionário ordinário: percentual do total do capital acionário.

Conforme já mencionado, as amostras foram divididas em dois grupos:

- Grupo 1: Companhias com maior nível de divulgação; e
- Grupo 2: Companhias com menor nível de divulgação

Dada a natureza do teste, em que se analisa se os dois grupos apresentam médias significativamente diferentes para comprovar as hipóteses levantadas em que a variável dependente é discreta e as variáveis independentes são métricas, será utilizada uma técnica de análise estatística, conhecida como teste de Mann-Whitney que será tratada adiante.

3.5.1 As variáveis do teste

A seguir identifica-se as variáveis do modelo e sua formulação:

- A) Grupo: é uma variável de natureza discreta, binária, e pode assumir os valores de 1 ou 2, dependendo da classe na qual a observação se insere, se empresa com maior nível de divulgação ou empresa com menor nível de divulgação;
- B) Endividamento geral: é uma das variáveis de natureza métrica, na forma percentual, pode assumir valores decorrentes dos saldos constantes no balanço patrimonial da empresa observada. Sua fórmula para efeitos operacionais:

$$\text{Endividamento Geral} = \frac{(\text{Ativo Total} - \text{REF} - \text{PL})}{\text{Ativo Total}}$$

Onde, REF significa Resultados de Exercícios Futuros e PL significa Patrimônio Líquido.

- C) Endividamento financeiro: é uma das variáveis de natureza métrica, na forma percentual, e pode assumir valores decorrentes dos saldos constantes no balanço patrimonial da empresa observada. Sua fórmula para efeitos operacionais:

$$\text{Endividamento Financeiro} = \frac{(\text{Emprést.} + \text{Financ.} + \text{Debênt.} + \text{Outros})}{\text{Ativo Total}}$$

Onde, os saldos de Empréstimos, Financiamentos, Debêntures e Outros podem ser de curto ou longo prazos. Estão incluídos aqui os saldos de contas onerosas incluindo Partes Relacionadas, estes classificados dentro de Outros.

- D) Endividamento preferencial: é uma das variáveis de natureza métrica, na forma percentual, que pode assumir valores decorrentes dos saldos constantes no balanço patrimonial da empresa observada. Sua fórmula para efeitos operacionais:

$$\text{Endividamento Preferencial} = \frac{(\text{Passivo Total} - \text{PL} * \text{Capital Acion Ordin} \%)}{\text{Ativo Total}}$$

Onde, o Capital Acionário Ordinário corresponde à participação das ações ordinárias sobre o capital acionário total.

- E) Ativo total: é uma das variáveis de natureza métrica, e pode assumir valores decorrentes dos saldos constantes no balanço patrimonial da empresa observada.

3.5.2 Aplicação do teste de Mann-Whitney

O teste de Mann-Whitney é usado para testar se duas amostras independentes foram tiradas de populações com médias iguais, não exigindo nenhuma hipótese sobre distribuições populacionais e suas variâncias (MARTINS, 2001, p. 268).

Uma definição do significado de independência é obtida com Stevenson (2001, p. 70) ao explicar a teoria da probabilidade: "Dois ou mais eventos dizem-se independentes se a ocorrência ou a não-ocorrência de um não influencia a ocorrência do(s) outro(s)."

Por exigir hipóteses mais fracas, os testes não-paramétricos também são menos poderosos que seus equivalentes paramétricos, com a vantagem que eles são mais gerais (STEVENSON, 2001). O mesmo autor ao tratar das características desses testes, ressalta que "[...] embora não façam nenhuma hipótese sobre a distribuição básica da população sujeita a amostragem, eles confiam, ou se baseiam, em certas distribuições amostrais, tais como a normal e a qui-quadrado, tal como no caso das técnicas anteriores." (STEVENSON, 2001, p. 308). No caso do teste de Mann-Whitney, assume-se que a distribuição é normal para amostras maiores ou iguais a 10 (dez).

Passos para realização do teste de Mann-Whitney (MARTINS, 2001; MASSAD e SILVEIRA, 2003):

- Considera-se n_1 , número de casos do grupo com menor quantidade de observações, e n_2 , número de casos do grupo com maior quantidade de observações;
- Considera-se os dados dos dois grupos, colocando-os em ordem crescente. Atribui-se ao escore que algebricamente for menor, o primeiro posto e assim sucessivamente até $N = n_1 + n_2$. Às observações empatadas atribui-se a média dos postos correspondentes;

- Calcula-se R_1 , a soma dos postos do grupo n_1 , e R_2 , a soma dos postos do grupo n_2 ;
- Calcula-se uma das estatísticas:

$$U_1 = n_1 \cdot n_2 + n_2 \cdot (n_2 + 1) / 2 - R_2 \quad \text{ou} \quad U_2 = n_1 \cdot n_2 + n_1 \cdot (n_1 + 1) / 2 - R_1 ;$$

- Escolhe-se a menor estatística entre U_1 e U_2 ;
- Testa-se as hipóteses:

H_0 : não há diferença entre as médias dos grupos 1 e 2

H_1 : há diferença entre as médias dos grupos 1 e 2;

- Fixa-se o nível de significância (α);
- Calcula-se a estatística de teste Z_U :

$$Z_U = [\mu - \mu(U)] / \sigma(U) , \text{ onde}$$

$$\mu(U) = n_1 \cdot n_2 / 2 \text{ e}$$

$$\sigma(U)^2 = n_1 \cdot n_2 \cdot (n_1 + n_2 + 1) / 12$$

- A estatística Z_U tem distribuição aproximadamente normal apenas quando $n_1, n_2 \geq 10$;
- Caso - $-Z_{\alpha/2} \leq Z_U \leq Z_{\alpha/2}$, aceita-se H_0 .

Graficamente, tem-se:

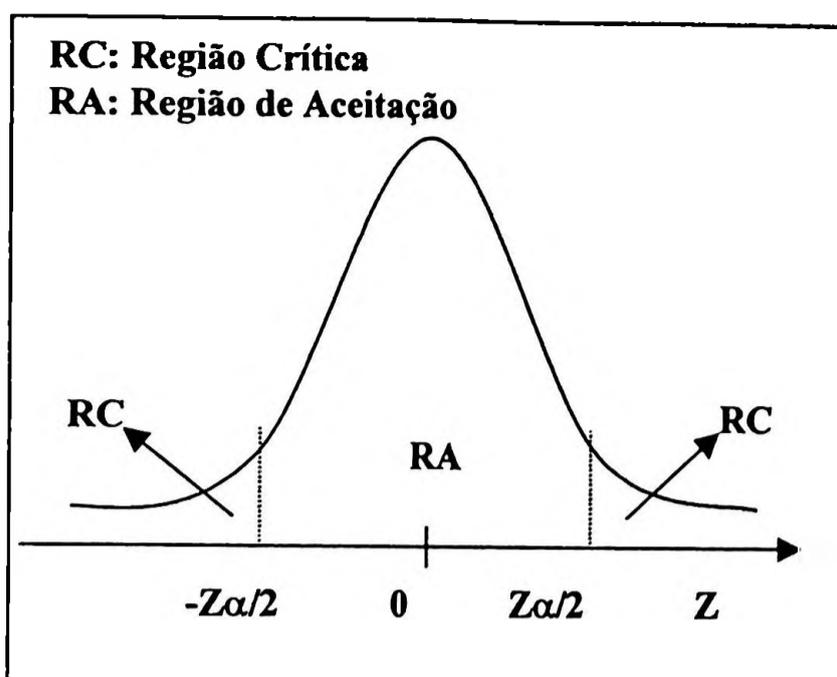


Ilustração 6 - Região crítica e de aceitação do teste

Para pequenas amostras³⁸:

- Caso $n_1, n_2 < 10$ utiliza-se a tabela de Mann-Whitney para pequenas amostras (Anexo 4), chamado aqui de teste particular;
- Localiza-se a parte da tabela calculada para o nível de significância escolhido (α);
- Localiza-se nas colunas da tabela o valor o tamanho da amostra de tamanho inferior a 10;
- Localiza-se nas linhas o tamanho da outra amostra; e
- Rejeita-se H_0 se os valores das somas de postos estiverem fora do intervalo (T, T') fornecido na tabela.

Os resultados dos testes para pequenas amostras são apresentados tanto pelo teste Z quanto pelo teste particular quando o tamanho da amostra for de até 7 (sete) elementos. Amostras com número inferior a 7 (sete) terão seus testes feitos apenas na forma particular. Amostra

³⁸ Autores como Rodrigues (2002, p.127) e Spiegel (1994, p.569) utilizam distribuição normal para o teste de Mann-Whitney para amostras de tamanho $n_1 = 7$ e $n_2 = 8$, respectivamente.

com número superior a 9 (nove) terão seus testes apenas pela normal (Z). Não terão quaisquer testes as amostras com número de elementos menor que 4 (quatro).

Tabela 6 - Realização de testes em função do tamanho da amostra

Testes:	Tamanho de amostra			
	$n_1 < 4$	$4 \leq n_1 < 7$	$7 \leq n_1 < 10$	$n_1 \geq 10$
Z	Não	Não	Sim	Sim
Particular	Não	Sim	Sim	Não

A escolha do teste de Mann-Whitney é feita devido às seguintes características dos dados amostrais:

- amostras não-probabilísticas, o processo de amostragem aplicado para a determinação da amostra do Grupo 1 foi o censo e, para a amostra do Grupo 2, foi realizado em duas fases, a primeira probabilística seguido por censo;
- pequeno tamanho das amostras. Ao aplicar o teste a cada ano, depara-se com amostras de, no máximo, 13 (treze) elementos; e
- desconhecimento da distribuição amostral e sua variância.

O teste foi aplicado anualmente para cada um dos três conjuntos de amostras, totalizando 18 conjuntos de amostras. Por exemplo, no ano 2001, os seguintes testes foram aplicados: Geral (G1;G2), Governo Acionista (G1;G2) e Governo Não-Acionista (G1;G2). A amostra do grupo 2 (G2) permanece a mesma em cada um dos três testes anuais devido à ausência de características identificadas que pudessem afetar os resultados do teste.

Para efeitos de identificação de erros do tipo I (probabilidade de a hipótese nula H_0 ser rejeitada, quando verdadeira), utilizou-se um nível de significância (α) de 5%.

A distribuição de amostras, por tamanho, no período de 2001 a 1996, é o seguinte:

Tabela 7 - Tamanhos dos conjuntos de amostras testadas a cada ano

Tamanho	2001		2000		1999		1998		1997		1996	
Amostras	G1	G2										
- Geral	10	10	13	10	10	11	9	11	8	10	9	10
- Governo Acionista	7	10	8	10	6	11	7	11	3	10	4	10
- Governo Não-Acionista	3	10	5	10	4	11	2	11	5	10	5	10

Uma característica das amostras coletadas diz respeito ao tamanho das empresas, medido pelo Ativo Total, em que se observa que as empresas do Grupo 1 são invariavelmente maiores do que as do Grupo 2 a partir da análise de suas médias, conforme pode ser visualizado na tabela a seguir.

Tabela 8 - Ativo total médio das empresas pertencentes aos conjuntos de amostras testadas

Ativo Total (em milhões de R\$)	2001		2000		1999		1998		1997		1996	
Amostras	G1	G2	G1	G2	G1	G2	G1	G2	G1	G2	G1	G2
- Geral	18.621	76	7.386	78	8.639	115	7.286	197	9.575	111	5.736	53
- Governo Acionista	22.447	76	10.109	78	11.467	115	8.862	197	19.820	111	10.601	53
- Governo Não-Acionista	9.694	76	3.030	78	4.397	115	1.768	197	3.428	111	1.844	53

4 RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 Resultados da estatística Mann-Whitney

O teste não-paramétrico de Mann-Whitney fornece uma descrição das variáveis de interesse ao trabalho, mas não permite correlacioná-las.

O que se deseja verificar é a aceitação da Hipótese Alternativa (H1) que tem como resultado a existência de diferenças entre as médias de endividamento dos dois grupos quando comparados.

Ao analisar os resultados das médias e dos desvios padrões de cada conjunto de amostras verifica-se que as médias de endividamento das companhias do Grupo 1 são consistentemente maiores do que as médias de endividamento das companhias do Grupo 2, com poucas exceções. Porém, não se pode concluir que elas sejam diferentes estatisticamente ainda. A tabela com as médias pode ser observada abaixo.

Tabela 9 - Média dos conjuntos de amostras testadas a cada ano

Média	2001		2000		1999		1998		1997		1996	
	G1	G2										
Amostras												
- Geral												
Endiv. Geral	0,55	0,42	0,55	0,49	0,55	0,48	0,57	0,47	0,62	0,32	0,51	0,45
Endiv. Financeiro	0,33	0,18	0,27	0,24	0,37	0,19	0,32	0,20	0,34	0,11	0,25	0,12
Endiv. Preferencial	0,74	0,47	0,75	0,54	0,73	0,61	0,72	0,52	0,74	0,43	0,67	0,47
- Gov. Acionista												
Endiv. Geral	0,56	0,42	0,57	0,49	0,53	0,48	0,59	0,47	0,40	0,32	0,42	0,45
Endiv. Financeiro	0,31	0,18	0,30	0,24	0,36	0,19	0,34	0,20	0,25	0,11	0,21	0,12
Endiv. Preferencial	0,71	0,47	0,71	0,54	0,67	0,61	0,70	0,52	0,58	0,43	0,53	0,47
- Gov. Não-Acionista												
Endiv. Geral	0,54	0,42	0,51	0,49	0,58	0,48	0,52	0,47	0,75	0,32	0,59	0,45
Endiv. Financeiro	0,38	0,18	0,21	0,24	0,40	0,19	0,25	0,20	0,39	0,11	0,28	0,12
Endiv. Preferencial	0,79	0,47	0,80	0,54	0,82	0,61	0,77	0,52	0,84	0,43	0,78	0,47

Ao analisar o desvio padrão, verifica-se que as amostras do Grupo 1 têm desvios padrões consistentemente menores do que as amostras do Grupo 2, tomadas a cada ano. Observa-se que a variância é tanto maior quanto maior o tamanho observado da amostra. Por se tratar de uma análise superficial, tal observação ainda não possui significado estatístico. A tabela dos desvios padrões pode ser vista a seguir.

Tabela 10 - Desvio padrão dos conjuntos de amostras testadas a cada ano

Desvio Padrão	2001		2000		1999		1998		1997		1996	
	G1	G2										
Amostras												
- Geral												
Endiv. Geral	0,08	0,27	0,15	0,21	0,13	0,21	0,16	0,15	0,21	0,18	0,13	0,16
Endiv. Financeiro	0,09	0,19	0,17	0,15	0,09	0,18	0,12	0,17	0,13	0,09	0,12	0,12
Endiv. Preferencial	0,11	0,26	0,12	0,21	0,14	0,20	0,15	0,17	0,19	0,26	0,19	0,19
- Gov. Acionista												
Endiv. Geral	0,09	0,27	0,14	0,21	0,15	0,21	0,18	0,15	0,05	0,18	0,10	0,16
Endiv. Financeiro	0,10	0,19	0,18	0,15	0,11	0,18	0,13	0,17	0,08	0,09	0,09	0,12
Endiv. Preferencial	0,12	0,26	0,13	0,21	0,15	0,20	0,17	0,17	0,16	0,26	0,16	0,19
- Gov. Não-Acionista												
Endiv. Geral	0,05	0,27	0,19	0,21	0,12	0,21	0,04	0,15	0,12	0,18	0,10	0,16
Endiv. Financeiro	0,08	0,19	0,17	0,15	0,05	0,18	0,03	0,17	0,13	0,09	0,15	0,12
Endiv. Preferencial	0,07	0,26	0,10	0,21	0,04	0,20	0,00	0,17	0,12	0,26	0,12	0,19

Os testes estatísticos de Mann-Whitney foram conduzidos de modo a testar cada um dos 54 (cinquenta e quatro) conjuntos de amostras a cada ano. Pois são 9 (nove) testes para cada um dos 6 (seis) anos.

Conforme explicado no tópico sobre a aplicação do teste de Mann-Whitney, alguns testes podem se repetir em função do número de elementos em cada amostra. Tal repetição deve-se à ocorrência de entendimentos distintos, por parte dos autores pesquisados, sobre o tamanho mínimo da amostra na aplicação do Teste Z. Como resultados tem-se:

- As amostras que não apresentaram o número mínimo de elementos requerido para a realização do Teste Particular foram descartadas;
- As amostras que apresentaram um número suficiente para a realização do Teste Particular, mas não para o Teste Z, foram somente realizados o Teste Particular;

- As amostras que apresentaram número suficiente de elementos para a realização de qualquer um dos testes (Teste Z e Teste Particular) foram realizados os dois testes; e
- As amostras que apresentaram um número excessivo de elementos para a realização do Teste Particular foram aplicados somente o Teste Z.

A tabela que reproduz as situações descritas acima está no tópico sobre aplicação do teste de Mann-Whitney. De maneira que cada amostra pode apresentar 1 (um), 2 (dois) ou nenhum teste realizado. Ao todo foram, portanto, realizados 69 (sessenta e nove) testes.

Para o cômputo final, considera-se mais adequado a soma dos resultados individuais e o estabelecimento de percentuais sobre os totais parciais para a Hipótese Nula (H_0) e para a Hipótese Alternativa (H_1).

A aplicação do teste em vários anos permite que o mesmo seja mais forte do que se aplicado em um ou dois anos. Tal situação é importante devido à dificuldade de se isolar os elementos em análise de outros fatores indesejados.

Outro fator considerado importante para os resultados alcançados é a divisão em duas amostras a partir da constatação de que um número relevante de empresas pertencentes ao Grupo 1 tinham participação acionária do governo.

É importante enfatizar que os resultados do teste tratam especialmente do nível de divulgação voluntária de informações, uma vez que, por hipótese, o nível de divulgação obrigatória tende a ser aproximadamente constante. Porém, na prática talvez ocorram algumas divergências entre o que deve ser incorporado à divulgação obrigatória, conforme explicado anteriormente,

mas deve conter menos variância tendo em vista o caráter detalhista do sistema regulatório brasileiro.

A restrição de análise feita apenas aos balanços anuais, e não ao conjunto de informações disponível para uma dada empresa, para verificação do nível de divulgação das empresas, teve como base a constatação de Lang e Lundholm (apud BOTOSAN, 1997) de que os balanços anuais fornecem um bom proxy para o nível de divulgação voluntária.

Na análise das amostras coletadas, verifica-se que as empresas do Grupo 1 apresentam consistentemente um tamanho maior, medido pelo Ativo Total, em relação às empresas do Grupo 2. De acordo com Scott (1994) o tamanho da empresa é um dos aspectos considerados pela administração para estabelecer uma política de divulgação. Isto ocorre devido ao custo da informação, já que grandes firmas têm mais investidores e, por extensão, têm mais potencial para gerar economias de custos. Também, Ashbaugh et al (1999) verificou o nível de divulgação voluntária de informações pela internet era maior entre as empresas maiores e mais lucrativas.

A teoria sobre estrutura de capital ao analisar a influência do tamanho no nível de endividamento verifica que os dois estão positivamente relacionados, porque grandes firmas tendem a ser mais diversificadas e menos propensas a falência, segundo Titman e Wessels (1988).

A dificuldade de se obter um número suficiente de empresas abertas no mercado brasileiro com as características desejadas, sem que haja qualquer tipo de interferência, é grande.

Outra situação que diz respeito à falta de detalhamento de informações e que pode ter afetado os resultados de forma não conhecida, é o fato de que houve dificuldade de separar os capitais dos controladores. Utiliza-se uma fórmula simplificada multiplicando o percentual do capital ordinário pelo patrimônio líquido, de forma que ela capta o montante de capital, mas não o dono do capital que pode ser mais relevante para a pesquisa. Por exemplo, um acionista controlador que possui a totalidade do capital preferencial teria o indicador de endividamento preferencial superior ao devido.

A consolidação dos resultados está na tabela abaixo.

Tabela 11 - Resultado das estatísticas - cômputo geral

	H0	H1	Total de Testes	%H1
Amostra Geral				
Testes:				
Endiv. Geral	7	2	9	22%
Endiv. Financeiro	4	5	9	56%
Endiv. Preferencial	3	6	9	67%
Amostra Governo Acionista				
Testes:				
Endiv. Geral	4	4	8	50%
Endiv. Financeiro	6	2	8	25%
Endiv. Preferencial	5	3	8	38%
Amostra Governo Não-Acionista				
Testes:				
Endiv. Geral	1	5	6	83%
Endiv. Financeiro	0	6	6	100%
Endiv. Preferencial	0	6	6	100%

No Apêndice 1, os resultados dos testes de Mann-Whitney estão detalhados para cada um dos anos, juntamente com as estatísticas calculadas.

4.1.1 Para a Amostra Geral

H_{0,1}: não há diferença entre as médias de endividamento geral das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2:

Os resultados obtidos permitem aceitar H₀. Isto é, não há diferença de médias de endividamento geral. Foram 9 (nove) testes e 7 (sete) deles apontam H₀ como a hipótese a ser aceita, contrariando a tese que esta dissertação procura comprovar de que há diferença entre as médias.

A análise dos anos permite verificar que todos os anos, exceto o ano de 1997, aceitaram a hipótese nula (H₀), contrariando a tese da dissertação.

H_{0,2}: não há diferença entre as médias de endividamento financeiro das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2:

Os resultados obtidos mostram-se divididos entre as duas hipóteses levantadas. Pelo soma, pode-se rejeitar H₀. Isto é, aceita-se H₁, que coincide com a tese defendida no trabalho.

A análise dos anos verifica-se que se for considerado apenas o Teste Z, a soma dos resultados que corroboram com H₁ sobe para 67%. O que reforça a tese de que há diferença entre as médias de endividamento financeiro quando comparadas empresas com maior nível de divulgação com as de menor nível de divulgação.

H_{0,3}: não há diferença entre as médias de endividamento preferencial das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2:

Os resultados indicam para rejeitar H₀. Isto é, aceita-se H₁, que coincide com a tese defendida no trabalho.

Ao analisar os anos, verifica-se que se for considerado apenas o Teste Z, a soma dos resultados que atestam H1 sobe para 83%.

4.1.2 Para a Amostra com Governo Acionista

H_{0,4}: não há diferença entre as médias de endividamento geral das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2:

Os resultados obtidos mostram-se divididos entre as duas hipóteses levantadas. Não é possível com base neste resultado fazer uma inferência a respeito.

Na análise dos anos verifica-se que os resultados dos testes foram predominantemente oriundos do Teste Particular, pois o tamanho da amostra em vários anos (1999, 1997 e 1996) apresenta-se pequeno.

H_{0,5}: não há diferença entre as médias de endividamento financeiro das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2:

Os resultados indicam que a H₀ deve ser aceita, contrariando a tese defendida.

Na maioria dos anos, os resultados corroboram com a aceitação de H₀. A soma dos resultados é basicamente em função do Testes Particular, tendo em vista que o tamanho da amostra em vários anos (1999, 1997 e 1996) era pequeno demais para o Teste Z.

H_{0,6}: não há diferença entre as médias de endividamento preferencial das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2:

Os resultados indicam que a H_0 deve ser aceita, contrariando a tese defendida.

Na maioria dos anos, os resultados corroboram com a aceitação de H_0 . A soma dos resultados é basicamente em função do Testes Particular, tendo em vista que o tamanho da amostra em vários anos (1999, 1997 e 1996) era pequeno demais para o Teste Z.

4.1.3 Para a Amostra com Governo Não-Acionista

$H_{0,7}$: não há diferença entre as médias de endividamento geral das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2:

Ao se excluir as empresas que tem o governo como acionista, verifica-se que a hipótese H_0 deve ser rejeitada, portanto, aceita-se a Hipótese Alternativa (H_1). Este resultado corrobora a tese defendida neste trabalho de que há diferença entre as médias de endividamento geral entre empresas com níveis distintos de divulgação.

Na análise dos anos, verifica-se que o tamanho da amostra é pequeno para o Grupo 1 em função da eliminação das empresas do governo, sendo que alguns anos (2001 e 1998) não tiveram nenhum dos testes citados e os anos 2000 e 1999 não tiveram o Teste Z, o que significa que o resultado da soma está baseado no Teste Particular.

$H_{0,8}$: não há diferença entre as médias de endividamento financeiro das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2:

A mesma conclusão da hipótese anterior se obtém também agora. Verifica-se que a hipótese H_0 deve ser rejeitada, portanto, aceita-se a Hipótese Alternativa (H_1). Este resultado

corroborar a tese defendida neste trabalho de que há diferença entre as médias de endividamento geral entre empresas com níveis distintos de divulgação.

Na análise dos anos, também verifica-se que o tamanho da amostra é pequeno para o Grupo 1 em função da eliminação das empresas do governo, sendo que alguns anos (2001 e 1998) não tiveram nenhum dos testes citados e os anos 2000 e 1999 não tiveram o Teste Z, o que significa que o resultado da soma está baseado no Teste Particular.

H_{0,9}: não há diferença entre as médias de endividamento preferencial das companhias do Grupo 1 e do Grupo 2:

A mesma conclusão da hipótese anterior se obtém também agora. Verifica-se que a hipótese H₀ deve ser rejeitada, portanto, aceita-se a Hipótese Alternativa (H₁). Este resultado corrobora a tese defendida neste trabalho de que há diferença entre as médias de endividamento geral entre empresas com níveis distintos de divulgação.

Na análise dos anos, também verifica-se que o tamanho da amostra é pequeno para o Grupo 1 em função da eliminação das empresas do governo, sendo que alguns anos (2001 e 1998) não tiveram nenhum dos testes citados e os anos 2000 e 1999 não tiveram o Teste Z, o que significa que o resultado da soma está baseado no Teste Particular.

5 CONCLUSÃO

É consenso que a instituição da Contabilidade é a principal responsável pela estrutura de divulgação de informações de repercussão financeira de uma companhia. A resposta às perguntas sobre o quê e quanto divulgar, tem por objetivo atender aos seus diversos usuários externos que dependem dela para a tomada de decisões econômicas eficientes.

A falta de divulgação de informações relevantes pode causar falha no mecanismo de mercado. Com isso, se uma companhia não presta informações com a clareza necessária para que um determinado evento econômico possa ser entendido pelo mercado e refletido nos preços das ações, o preço pode não ser o justo e implicar em decisões inadequadas de alocação de recursos. A clareza aqui, conforme Hendriksen e Breda (1999, p. 515), tem a conotação com o volume mínimo de informações.

Evidentemente, nem sempre quem divulga informações ao mercado identifica por si só o que é considerado relevante para o mercado. Neste caso, a Contabilidade fornece um referencial conceitual que detalha quais são os parâmetros de qualidade, que em muitos sentidos quer dizer completude e implica em volume, a serem observados para a divulgação financeira. Para que a divulgação ocorra em volumes satisfatórios, a regulamentação também fornece um referencial obrigatório do quê deve ser publicado, embora ainda haja margem para que alguns itens apresentem volumes variados de divulgação entre companhias.

Há, também, uma parcela de informações que está sob a decisão da companhia de torná-las públicas. À essa parcela de informações, uma vez divulgada, é chamada de divulgação

voluntária. Ela pode conter parte de informação privada (de propriedade dos administradores e/ou controladores) e implicar ou não em custo proprietário. De forma geral, os administradores preferem não divulgar quando a informação incorre em custo proprietário. Ainda dentro dela, também encontra-se toda a informação não-privada que pode envolver detalhamento de informações contábeis. Outra classificação qualifica a informação em favorável e desfavorável. Para informação favorável geralmente não há restrição à sua divulgação, porém, sua relevância é decidida pelo usuário. Uma última classificação separa a informação em verdadeira e falsa. Seu uso está associado com a redução do custo proprietário e com o aumento da riqueza do administrador.

Ao estudar o nível de divulgação verifica-se que ele se torna mais robusto ao buscar na estrutura de capital referências que podem explicar sua variação. Essa sinergia se obtém porque as duas teorias tratam de objetos semelhantes: os detentores de direitos, em especial os acionistas e credores, para a Contabilidade; e os investidores, em especial os acionistas e emprestadores, para a teoria financeira.

Algumas situações obtidas da literatura financeira, que podem influenciar o nível de divulgação voluntária de informações, são:

- o conflito de agência;
- o conflito entre acionistas e credores;
- a reputação da administração;
- a assimetria de informação entre administradores e investidores;
- a competitividade dos mercados de produtos e insumos;
- o objetivo de gerenciar as expectativas do mercado; e
- o objetivo da administração de minimizar o custo médio ponderado de capital.

Algumas situações provenientes, mas não exclusivas, da literatura contábil, que podem influenciar o nível de divulgação voluntária, são:

- o ambiente litigioso;
- a reputação da administração;
- o objetivo da administração de reduzir seu custo proprietário;
- o objetivo da administração de aumentar o valor da empresa;
- o custo relativo da informação;
- o objetivo de conduzir a previsões mais homogêneas dos analistas;
- a oferta de informações por outras fontes; e
- a utilização de mercados financeiros.

Os resultados empíricos corroboram com a hipótese de que há relação entre estrutura de capital e nível de divulgação. Uma constatação interessante é que as empresas que têm o governo como acionista apresentam níveis elevados de divulgação e, em média, graus menores de endividamento em relação às empresas privadas que também apresentam níveis elevados de divulgação. A análise das diferenças entre as circunstâncias e o comportamento do governo e da iniciativa privada como acionistas talvez possa explicar detalhadamente as causas.

Em resumo, dadas as limitações que dizem respeito ao tamanho das empresas e a dificuldade de medir com precisão a participação de não-controladores, conclui-se que a pesquisa empírica atinge seu objetivo, ao explorar o relacionamento do nível de divulgação com a estrutura de capital, porém, de forma limitada. Pode-se afirmar que a divulgação voluntária

tem a função de atender às exigências de determinada estrutura de capital e, como resultado, favorecer o mercado como um todo.

No entanto, dadas as características da informação, a regulamentação pode não obter resultados satisfatórios ao tentar trazer parte da divulgação voluntária para a esfera obrigatória, beneficiando de forma ampla a todos usuários externos. Ademais, parte da informação detida pela administração é desconhecida por outros usuários.

O caráter litigioso do ambiente que cerca o nível de divulgação de informações pode influir positivamente. Pode implicar em maior divulgação caso a firma tenha um sistema de governança corporativa eficaz, um volume de acionistas não-controladores e credores que tenham uma forte demanda por informações e caso a companhia também esteja sujeita a punições regulamentadas para a falta de divulgação de informação relevante.

Há um campo significativo de pesquisas sobre a relação da divulgação e a estrutura de capital.

Por exemplo:

- A divulgação voluntária pode contribuir na condução de uma nova estrutura de capital? Empresas que desejam aumentar sua capacidade financeira podem aumentar sua divulgação nos mercados locais e estrangeiros, bem como, se sujeitar a novas regras de divulgação. Pode-se verificar se houve mudança na estrutura de capital de empresas que adotaram, em um momento anterior, um nível maior de divulgação?
- A divulgação voluntária contribui com a redução da expectativa dos custos de falência e custos de agência? Que tipo de informações podem estar relacionadas? Níveis elevados de divulgação, se reduzem tais custos, também podem resultar em maior alavancagem? O que

dizem os casos de falência de grandes companhias que precipitaram rapidamente: como tinham seus custos de falência e de agência avaliados pelo mercado e sua estrutura de capital?

- Companhias de tamanho compatível, com níveis de divulgação distintos, apresentam diferenças na sua estrutura de capital? Novos testes paramétricos podem ser realizados para testar as mesmas hipóteses deste trabalho?

- Como o mercado distingue se uma informação favorável é relevante ou não? Por exemplo, a divulgação voluntária e favorável da implantação de um sistema de governança corporativa é acompanhada pela redução efetiva dos custos de falência e de agência? Ou, dadas as circunstâncias do mercado, tal informação é encarada pelo mercado como relevante e, conseqüentemente, aumentando equivocadamente a percepção de valor da empresa?

O estudo da natureza da divulgação pode auxiliar na compreensão dos fundamentos de valorização da empresa. O entendimento da divulgação em relação à estrutura de capital de uma empresa pode fornecer subsídios para isso.

REFERÊNCIAS

AGRAWAL, Anup; KNOEBER, Charles R. *Firm performance and mechanisms to control agency problems between managers and shareholders*. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.31, No.3, p.377-397, Sep. 1996.

ANTHONY, Robert N.; GOVINDARAJAN, Vijav. **Sistemas de Controle Gerencial**. São Paulo: Atlas, 2002.

ALLEN, Shawn. *Understanding the Bid Ask Spread and Its Cost*. Disponível em: http://www.investorsfriend.com/bid_ask_spread.htm. Acesso em: Jan., 2003

ASHBAUGH, Hollis et al. *Corporate Reporting on the Internet*. Accounting Horizons. Vol.13, N.3, p. 241-257, Sep.1999.

ASSAF Neto, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 3a.ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BAGINSKI, Stephen P. et al. *The effect of legal environment on voluntary disclosure: evidence from management earnings forecasts issued in U.S. and Canadian Markets*. The Accounting Review, Vol.77, No.1, p.25-50, Jan.2002.

BARROS, José Roberto Mendonça de et al. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. Estudos para o desenvolvimento do mercado de capitais, São Paulo: Bovespa, Jun. 2000.

BEAVER, William H. *Market Efficiency*. The Accounting Review, Vol. LVI, No.1, Jan. 1981.

BONOMO, Marco (Org.). **Finanças aplicadas ao Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 2002.

BOTOSAN, Christine A. *Disclosure Level and the Cost of Equity Capital*. The Accounting Review, Vol. 72, No.3, p.323-349, Jul. 1997.

BOVESPA. **Níveis Diferenciados de Governança Corporativa**. São Paulo: Bovespa, Maio 2002.

BRANDÃO Junior, Nilson; BARBOSA, Alaor. **Companhias abertas têm controle muito concentrado**. O Estado de São Paulo. São Paulo, 7 julho 2003.

BRASIL. **Exposição de Motivos No.196, de 24 de junho de 1976**. Estabelece os motivos do Projeto de Lei das Sociedades por Ações.

_____. **Lei No. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, alterada pela Lei No. 9.457/97**. Estabelece a Lei das Sociedades por Ações.

_____. **Lei No. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, alterada pela Lei No. 10.303/01**. Estabelece a Lei das Sociedades por Ações.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. 3a.ed. Portugal: McGrawHill, 1992.

COPELAND, Thomas E.; WESTON, J. Fred. *Financial Theory and Corporate Policy*. 3rd ed., [S.l.]:1992.

COPELAND, Tom et al. **Avaliação de empresas: calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Makron Books, 2000.

COMPTON, Eric N. **Princípios das atividades bancárias**. São Paulo: IBCB, 1990.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DIAMOND, Douglas W. *Optimal Release of Information By Firms*. Journal of Finance, Vol XL, No. 4, Sep. 1985.

Disciplina de Métodos Quantitativos em Medicina. **Bioestatística não paramétrica**. MASSAD, Eduardo; SILVEIRA, Paulo Sérgio Panse. (Eds.) Faculdade de Medicina da

Universidade de São Paulo. Disponível em: <http://www.usp.br/fm/dim/nparam/index.htm>. Acesso em: Dez., 2003.

DRUCKER, Peter F. **Desafios Gerenciais para o Século XXI**. São Paulo: Pioneira, 1999.

DYE, Ronald A. *Proprietary and Nonproprietary Disclosures*. Journal of Business, vol. 59, n.2, pt.1, 1986.

DYE, Ronald A. *Disclosure of Nonproprietary Information*. Journal of Accounting Research, Vol.23, No.1, Spring 1985.

EASLEY, David; O'HARA, Maureen. *Information and the Cost of Capital*. Workpaper, Cornell University, November 2001.

ECCLES, Robert G. et al. *The ValueReporting revolution: moving beyond the earnings game*. New York: John Wiley & Sons, 2001.

EVANS III, John H.; SRIDHAR, Sri S. *Disclosure-disciplining mechanisms: capital markets, product markets, and shareholder litigation*. The Accounting Review. Vol. 77, No.3, p. 595-626, Jul. 2002.

FALCÃO, Eduardo T. A. **Divulgação em Demonstrações Financeiras de Companhias Abertas**. São Paulo, 1993. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

FAMA, Eugene F. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. Journal of Finance, p.383-417, May 1970.

FAMA, Eugene F. *Agency problems and the theory of the firm*. Journal of Political Economy, v.88, n.2, p.288-307, 1980.

FRANCO, Hilário. **A evolução dos princípios contábeis no Brasil**. São Paulo: Atlas, 1988.

FRANCIS, Jennifer et al. *Expanded disclosures and the increase usefulness of earnings announcements*. The Accounting Review. Vol. 77, No.3, p. 515-546, Jul. 2002.

FRANKEL, Richard et al. *Discretionary disclosure and external financing*. The Accounting Review, Vol.70, No.1, p.135-150, Jan.1995.

GALBRAITH, John Kenneth. 1929: O colapso da Bolsa. São Paulo: Pioneira, 1988.

GREENSTEIN, Marilyn M.; SAMI, Heibatollah. *The impact of the SEC's segment disclosure requirement on bid-ask spreads*. The Accounting Review, Vol.69, No.1, p. 179-199, Jan. 1994.

HAYN, Carla. *The information content of losses*. Journal of Accounting & Economics v.20, p.125-153, 1995.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDA, Michael F. *Teoria da Contabilidade*. São Paulo, Ed.Atlas, 1999.

IASC, Internacional Accounting Standards Committee. *Normas Internacionais de Contabilidade 1997*. São Paulo: IBRACON, 1998.

IUDÍCIBUS, Sérgio de et al. *Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações*. 4.ed. São Paulo: Atlas, 1995.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. *Teoria da Contabilidade*. 6a. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JENSEN, Michael C. *Some anomalous evidence regarding market efficiency*. Journal of Financial Economics, p.95-101, Jun./Sep. 1978.

JENSEN, Michael C. *Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers*. American Economic Review, Vol.76. No.2, p. 323-329, May 1986.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics, v.3, p. 305-360, Oct.1976.

JONAS, Gregory J.; BLANCHET, Jeannot. *Assessing Quality of Financial Reporting*. Accounting Horizons, Vol 14, No.3, p.353-363, Sep.2000.

KAYO, Eduardo K. **Estrutura de capital e oportunidades de crescimento: uma análise dos determinantes do endividamento em diferentes contextos empresariais**. São Paulo, 1997. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

KIM, Oliver; VERRECCHIA, Robert E. *The relation among disclosure, returns, and trading volume information*. The Accounting Review, Vol.76, p.633-654, Oct.2001.

LAMUCCI, Sergio. **Cresce debate sobre normas contábeis**. O Estado de São Paulo. São Paulo, 18 jul. 2003.

LEUZ, Christian; VERRECCHIA, Robert E. *The Economic Consequences of Increased Disclosure*. Journal of Accounting Research, Vol. 38, Supplement 2000.

LODI, João B. **Governança Corporativa: O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

LOPES, Alexsandro Broedel. **A Informação Contábil e o Mercado de Capitais**. São Paulo: Pioneira Thomson, 2002.

LORENZI, Sabrina. **Gazeta Mercantil. CVM analisa balanços da subsidiária brasileira**. Rio de Janeiro, 7. Agribusiness, Laticínios, p.B-10, Jan. 2004.

MARTELANC, Roy. **Métodos de determinação do custo do capital próprio: descrição, análise e proposição**. São Paulo, 1994. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

MARTINS, Eliseu. **Uma análise global dos eventos recentes que ensejaram o questionamento sobre as Normas Contábeis e de Auditoria nos Estados Unidos**. In: **Debate: Transparência e Demonstrações Financeiras**, São Paulo, 2002.

MARTINS, Gilberto de Andrade. **Estatística geral e aplicada**. São Paulo: Atlas, 2001.

MATOS, Orlando Carneiro de. **Econometria básica: teoria e aplicações**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 2000.

MONTCLAIR State University. *Accounting 520: Income Statement*. Disponível em: http://frontpage.montclair.edu/mcmenimen/a301powerpoint/a30106_IncomeStatementa.ppt. Acesso em: Jan., 2004.

MYERS, Stewart C.; MAJLUF, Nicholas S. *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. Journal of Financial Economics, v.13, p.187-221, 1984.

NAKAMURA, Wilson T. *Estrutura de Capital das Empresas no Brasil*. São Paulo, 1993. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

PAIVA, Eduardo V. dos Santos. *Rating*. Revista Disclosure das transações financeiras, Ano VII, No. 80, Mai. 2002.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. *Microeconomia*. 4.ed. São Paulo: Makron, 1999.

RAPPAPORT, Alfred. *Gerando valor para o acionista: um guia para administradores e investidores*. São Paulo: Atlas, 2001.

RODRIGUES, Pedro C. *Bioestatística*. 3.ed. Niterói: Edreff, 2002.

ROSS, Stephen A. *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach*. The Bell Journal of Economics, p. 23-40, 1977.

ROSS, Stephen A. et al. *Administração Financeira*, 2a. ed., São Paulo: Atlas, 2002.

SAUNDERS, Anthony. *Administração de instituições financeiras*. São Paulo: Atlas, 2000.

SECURATO, José Roberto (Coord.). *Crédito: análise e avaliação do risco - pessoas físicas e jurídicas*. São Paulo: Saint Paul, 2002.

SENGUPTA, Partha. *Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt*. The Accounting Review, Vol. 73, No. 4, p.459-474, Oct. 1998.

SCOTT, Thomas W. *Incentives and disincentives for financial disclosure: voluntary disclosure of defined benefit pension plan information by canadian firms*. The Accounting Review, Vol.69, No.1, p.26-43, Jan.1994.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SOUZA, Paulo R. E. B. **Análise do atual estágio de disclosure das companhias abertas no mercado de capitais brasileiro e contribuições para o seu aprimoramento**. São Paulo, 1995. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Departamento de Administração, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SPIEGEL, Murray R. **Estatística**. 3.ed. São Paulo: Makron Books, 1994.

SRIDHAR, Sri S. *Managerial reputation and internal reporting*. The Accounting Review, Vol. 69, No. 2, p. 343-363, Apr. 1994.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harbra, 2001.

TERTULIANO, Francisco A. et al. **Full Disclosure: Como Aperfeiçoar o Relacionamento das Empresas Abertas com o Mercado de Capitais**. São Paulo, Ed.Maltese, 1993.

TITMAN, Sheridan; WESSELS, Roberto. *The determinants of capital structure choice*. The Journal of Finance, Vol. XLIII, No.1, p. 1-19, Mar. 1988.

VAN HORNE, James C. *Financial management and policy*. 10th ed., Ed. Prentice Hall, 1995.

VARELLA, Dráuzio. **Fraude, corrupção e mentiras**. Disponível em: http://www.drauziovarella.com.br/artigos/cigarro_historia.asp. Acesso em: Jan., 2004.

WALKER, Ian. **Comprando uma empresa com dificuldades financeiras**. Adendo: A falência no Brasil, de Antonio Jacinto Caleiro Palma. São Paulo: Makron, 1994.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. *Positive Accounting Theory: a ten year perspective*. The Accounting Review, p.148, Jan. 1990.

WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Fundamentos da administração financeira.** 10.ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

APÊNDICES

APÊNDICE 1 - RESULTADOS DO TESTE DE MANN-WHITNEY - DE 2001 A 1996

APÊNDICE 1

RESULTADOS DO TESTE DE MANN-WHITNEY - DE 2001 A 1996

Resultados das estatísticas do ano 2001

Ano 2001	n1	n2	U1	U2	R1	R2	Z tab	Zu	T	T'	Teste Z	Teste Particular
Amostra Geral												
Testes:												
Endiv. Geral	10	10	35	65	120	90	1,96	1,13	-	-	H0	n/a
Endiv. Financeiro	10	10	22	78	133	77	1,96	2,12	-	-	H1	n/a
Endiv. Preferencial	10	10	15	85	140	70	1,96	2,65	-	-	H1	n/a
Amostra Governo Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	7	10	24	46	74	79	1,96	1,07	42	84	H0	H1
Endiv. Financeiro	7	10	18	54	80	71	1,96	1,66	42	84	H0	H0
Endiv. Preferencial	7	10	14	56	84	69	1,96	2,05	42	84	H1	H0
Amostra Governo Não-Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	3	10	11	19	25	66	1,96	0,68	T<4	-	n/a	n/a
Endiv. Financeiro	3	10	5	25	31	60	1,96	1,69	T<4	-	n/a	n/a
Endiv. Preferencial	3	10	2	28	34	57	1,96	2,20	T<4	-	n/a	n/a

Resultados das estatísticas do ano 2000

Ano 2000	n1	n2	U1	U2	R1	R2	Z tab	Zu	T	T'	Teste Z	Teste Particular
Amostra Geral												
Testes:												
Endiv. Geral	10	13	79	51	106	170	1,96	0,87	-	-	H0	n/a
Endiv. Financeiro	10	13	71	59	114	162	1,96	0,37	-	-	H0	n/a
Endiv. Preferencial	10	13	104	26	81	195	1,96	2,42	-	-	H1	n/a
Amostra Governo Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	8	10	31	49	85	86	1,96	0,80	53	99	H0	H0
Endiv. Financeiro	8	10	30	50	86	85	1,96	0,89	53	99	H0	H0
Endiv. Preferencial	8	10	20	60	96	75	1,96	1,78	53	99	H0	H0
Amostra Governo Não-Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	5	10	21	29	44	76	1,96	0,49	23	57	n/a	H1
Endiv. Financeiro	5	10	29	21	36	84	1,96	0,49	23	57	n/a	H1
Endiv. Preferencial	5	10	6	44	59	61	1,96	2,33	23	57	n/a	H1

Resultados das estatísticas do ano 1999

Ano 1999	n1	n2	U1	U2	R1	R2	Z tab	Zu	T	T'	Teste Z	Teste Particular
Amostra Geral												
Testes:												
Endiv. Geral	10	11	40	70	125	106	1,96	1,06	-	-	H0	n/a
Endiv. Financeiro	10	11	20	90	145	86	1,96	2,46	-	-	H1	n/a
Endiv. Preferencial	10	11	35	75	130	101	1,96	1,41	-	-	H0	n/a
Amostra Governo Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	6	11	26	40	61	92	1,96	0,70	34	74	n/a	H1
Endiv. Financeiro	6	11	13	53	74	79	1,96	2,01	34	74	n/a	H1
Endiv. Preferencial	6	11	27	39	60	93	1,96	0,60	34	74	n/a	H1
Amostra Governo Não-Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	4	11	14	30	40	80	1,96	1,04	16	48	n/a	H1
Endiv. Financeiro	4	11	6	38	48	72	1,96	2,09	16	48	n/a	H1
Endiv. Preferencial	4	11	8	36	46	74	1,96	1,83	16	48	n/a	H1

Resultados das estatísticas do ano 1998

Ano 1998	n1	n2	U1	U2	R1	R2	Z tab	Zu	T	T'	Teste Z	Teste Particular
Amostra Geral												
Testes:												
Endiv. Geral	9	11	31	68	113	97	1,96	1,41	68	121	H0	H0
Endiv. Financeiro	9	11	25	74	119	91	1,96	1,86	68	121	H0	H0
Endiv. Preferencial	9	11	19	80	125	85	1,96	2,32	68	121	H1	H0
Amostra Governo Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	7	11	24	53	81	90	1,96	1,31	44	89	H0	H1
Endiv. Financeiro	7	11	17	60	88	83	1,96	1,95	44	89	H0	H0
Endiv. Preferencial	7	11	19	58	86	85	1,96	1,77	44	89	H0	H0
Amostra Governo Não-Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	2	11	7	15	18	73	1,96	0,79	T<4	-	n/a	n/a
Endiv. Financeiro	2	11	8	14	17	74	1,96	0,59	T<4	-	n/a	n/a
Endiv. Preferencial	2	11	0	22	25	66	1,96	2,17	T<4	-	n/a	n/a

Resultados das estatísticas do ano 1997

Ano 1997	n1	n2	U1	U2	R1	R2	Z tab	Zu	T	T'	Teste Z	Teste Particular
Amostra Geral												
Testes:												
Endiv. Geral	8	10	12	68	104	67	1,96	2,49	53	99	H1	H1
Endiv. Financeiro	8	10	5	75	111	60	1,96	3,11	53	99	H1	H1
Endiv. Preferencial	8	10	14	66	102	69	1,96	2,31	53	99	H1	H1
Amostra Governo Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	3	10	12	18	24	67	1,96	0,51	T<4	-	n/a	n/a
Endiv. Financeiro	3	10	3	27	33	58	1,96	2,03	T<4	-	n/a	n/a
Endiv. Preferencial	3	10	11	19	25	66	1,96	0,68	T<4	-	n/a	n/a
Amostra Governo Não-Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	5	10	1	49	64	56	1,96	2,94	23	57	H1	H1
Endiv. Financeiro	5	10	2	48	63	57	1,96	2,82	23	57	H1	H1
Endiv. Preferencial	5	10	3	47	62	58	1,96	2,69	23	57	H1	H1

Resultados das estatísticas do ano 1996

Ano 1996	n1	n2	U1	U2	R1	R2	Z tab	Zu	T	T'	Teste Z	Teste Particular
Amostra Geral												
Testes:												
Endiv. Geral	9	10	31	59	104	86	1,96	1,14	65	115	H0	H0
Endiv. Financeiro	9	10	20	70	115	75	1,96	2,04	65	115	H1	H0
Endiv. Preferencial	9	10	20	70	115	75	1,96	2,04	65	115	H1	H0
Amostra Governo Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	4	10	22	18	28	77	1,96	0,28	15	45	n/a	H1
Endiv. Financeiro	4	10	12	28	38	67	1,96	1,13	15	45	n/a	H1
Endiv. Preferencial	4	10	16	24	34	71	1,96	0,57	15	45	n/a	H1
Amostra Governo Não-Acionista												
Testes:												
Endiv. Geral	5	10	9	41	56	64	1,96	1,96	23	57	H0	H1
Endiv. Financeiro	5	10	8	42	57	63	1,96	2,08	23	57	H1	H1
Endiv. Preferencial	5	10	4	46	61	59	1,96	2,57	23	57	H1	H1

ANEXOS

ANEXO 1 - MODELO DE CHECK-LIST - AVALIAÇÃO DE RISCO CORPORATIVO

ANEXO 2 - MODELO DE AVALIAÇÃO DO *DISCLOSURE*

ANEXO 3 - MODELO DE FICHA DE ANÁLISE: PRÊMIO ANEFAC-FIPECAFI-SERASA/99

ANEXO 4 - TABELA MANN-WHITNEY PARA AMOSTRAS PEQUENAS

ANEXO 1

MODELO DE CHECK-LIST - AVALIAÇÃO DE RISCO CORPORATIVO

Fonte: SR Rating, apud Securato (2002)

Informações Corporativas	
1	Histórico do grupo com foco nos principais eventos;
2	Organograma com a estrutura corporativa, vínculos societários e principais linhas executivas do grupo;
3	Breve descrição do grupo, da holding e das subsidiárias ou afiliadas, se houver;
4	Descrição do business da companhia e das suas linhas de produtos;
5	Ambiente competitivo e principais aspectos que influenciam o desempenho nos segmentos de atuação;
6	Market Share em seus segmentos de atuação;
7	Participação de cada atividade do grupo no faturamento global;
8	Relatório Anual mais recente;
9	Experiência dos principais executivos da empresa.
Filosofias de Gestão, Objetivos e Estratégias	
1	Estratégias da organização para alcançar seus objetivos e enfrentar os desafios esperados nos ambientes doméstico e internacional.
2	Objetivos/filosofias para obtenção de rentabilidade, pagamento de dividendos e alavancagem financeira;
3	Planos para diversificação, aquisições, fusões, etc;
4	Políticas de investimento;
5	Planos para investimentos nos próximos cinco anos com respectivos montantes e fundings;
6	Como e por quem são determinadas as estratégias;
Políticas Operacionais	
1	Eficiência operacional: vantagem competitiva da companhia em termos de preços de matérias-primas, tecnologia, eficiência, custos de mão-de-obra e produtividade;
2	Estrutura de custos fixos e variáveis;
3	Comparação da estrutura de custos com a dos competidores;
4	Break-even operacional;
5	Fatores cíclicos/sazonais que afetam a companhia;
6	Tecnologia, know-how empregado;
7	Adversidades;
8	Disponibilidade de matéria-prima e histórico de variação nos preços das mesmas;
9	Acordos salariais com sindicatos; último acordo salarial assinado e sua validade; histórico de greves, slowdowns e relações trabalhistas;
10	Facilidade de distribuição e/ou embarque de produtos e alternativas disponíveis;
11	Controle de custos e das despesas administrativas; grau de informatização dos controles das despesas de pessoal, de infra-estrutura e de tecnologia;
Informações financeiras	
1	Demonstrações financeiras auditadas dos últimos cinco anos (para cada empresa, para a holding e dados consolidados, caso disponível);
2	Projeções de Balanço, Demonstração de Resultado e fluxos de caixa para os próximos 5 anos, com as premissas adotadas;
3	Capitalização (histórico e política dos acionistas);
4	Distribuição de resultados (histórico e política de distribuição de dividendos ou juros sobre capital próprio);
5	Estrutura de capital da companhia, incluindo o nível de prioridade de dividendos ou juros sobre capital próprio;
6	Abertura do endividamento (modalidade, moedas, taxas, prazos, credores);
7	Tendências do fluxo de caixa operacional, preços e margens;
8	Descasamento de moedas, políticas de hedge;
9	Obrigações fora do Balanço (leasing, derivativos, etc.);
10	Existência de pendências judiciais relevantes na área fiscal ou trabalhista;
11	Políticas dos gestores quanto ao nível do endividamento.

ANEXO 2

MODELO DE AVALIAÇÃO DO DISCLOSURE

Fonte: Botosan (1997)

Background informacion	
1	Statement of corporat goals or objectives
2	Barries to entry are discussed
3	Competitive environment
4	General description of the business
5	Principle products
6	Principle markets
Ten or Five year Summary of Historical Results	
1	Return-on-assets or sufficient information to compute return-on-assets (i.e., net income, tax rate, interest expense and total assets)
2	Net profit margin or sufficient information to compute net profit margin (i.e., net income, tax rate, interest expense and sales)
3	Asset turnover or sufficient information to compute asset turnover (i.e., sales and total sales)
4	Return-on-equity or sufficient information to compute return-on-equity (i.e., net income and stockholders' equity)
5	Summary of sales and net income for most recent eight quarters
Key Non-Financial Statistics	
1	Number of employees
2	Average compensation per employee
3	Order backlog
4	Percentage of sales in products designed in the last five years
5	Market share
6	Units sold
7	Unit selling price
8	Growth in units sold
Projected Information	
1	Forecasted market share
2	Cash flow forecast
3	Capital expenditures and/or R&D expenditure forecast
4	Profit forecast
5	Sales forecast
Management Discussions and Analysis	
1	Change in sales
2	Change in operating income
3	Change in cost of goods sold
4	Change in gross profit
5	Change in selling and administrative expenses
6	Change in interest expense or interest income
7	Change in net income
8	Change in inventory
9	Change in accounts receivable
10	Change in capital expenditures or R&D
11	Change in market share

ANEXO 3

MODELO DE FICHA DE ANÁLISE: PRÊMIO ANEFAC-FIPECAFI-SERASA/99

Grupo de Observação: Notas Explicativas

Item de Análise	Empresa	
	Resultado do item	
	Nota	NA

Elemento de Evidenciação: Ações em Tesouraria

Objetivo ao adquirir as suas próprias ações		
Quant. de ações, por espécie e classe, adquiridas/alienadas no exercício		
Custo médio ponderado de aquisição, bem como os custos mínimos e máximos		
Resultado líquido das alienações ocorridas no exercício		
Vr. mercado espécies/classes das ações em tesouraria (última cotação)		

Evidenciação Aplicável: Ajuste de Exercícios Anteriores

Natureza dos ajustes		
Fundamentos dos ajustes		

Elemento de Evidenciação: Plano de Aposentadoria e Pensões

Tipo de plano, taxas e regime atuarial		
Custo anual		
Obrigações potenciais e vencidas		
Critérios de contabilização		
Valor presente dos benefícios		
Valor da insuficiência		
Data da última reavaliação atuarial aprovada		

Elemento de Evidenciação: Arrendamento Mercantil (Leasing), na arrendatária

Valor do ativo e passivo, se configurado como uma compra financiada		
Efeitos no resultado e no patrimônio líquido		
Informações s/ contratos LP (forma pagto, prazos, desp.exerc. c/ operação)		

Evidenciação Aplicável: Ativo Diferido

Composição		
Critérios para amortização		
Se projetos incentivados, situação em que se encontram		

Elemento de Evidenciação: Capacidade Ociosa

Existência de capacidade ociosa		
Expectativa		
Tratamento contábil		

Elemento de Evidenciação: Capital Social

Número, espécie e classe das ações de que é formado o capital social		
Quantidade e valor nominal (se houver) p/ cada espécie e classe		
Vantagens e preferências conferidas às diversas classes de ações		

Grupo de Observação: Notas Explicativas (cont.)

Item de Análise	Empresa	
	Resultado do item	
	Nota	NA

Evidenciação Aplicável: Capital Social Autorizado

Lim. autorizado, em \$ e em nr. Ações, e espécies/classes que serão emitidas		
Órgão competente p/ deliberar sobre emissões (AGE ou CA)		
Condições a que estarão sujeitas as emissões		
Casos/condições s/direito (inexistência preferência p/ subscrição		
Opção compra ações, se houver, a admin/empreg/outras pessoas naturais		

Elemento de Evidenciação: Continuidade Normal dos Negócios

Detalhamento planos e possibilidades recuperação ante risco iminente de continuar		
---	--	--

Elemento de Evidenciação: Critérios de Avaliação dos Elementos Patrimoniais

Estoques		
Depreciação/Amortização/Exaustão		
Constituição de provisões para encargos ou riscos		
Ajustes para atender a perdas prováveis na realização de elementos do Ativo		
Critérios adotados p/ constituição de PDD e qualquer alteração nestes no período		

Elemento de Evidenciação: Debêntures

Termos das debêntures, inclusive quando ocorrerá repactuação (se houver)		
Divulgar a aquisição de suas próprias debêntures		

Elemento de Evidenciação: Demonstrações Contábeis Consolidadas

Critérios adotados na consolidação e razões p/ exclusão de det. Controlada		
Eventos subsequentes que tenham, ou possam vir a ter, efeito relevante		
Efeitos da aquisição/venda, no exercício, de controlada		
Eventos gerados de diferenças entre balanços consolidado e bal.controladora		

Elemento de Evidenciação: Dividendos Propostos

Cálculo do dividendo proposto pelos administradores		
---	--	--

Elemento de Evidenciação: Empreendimentos em Fase de Implantação

Atitude adotada c/ relação aos ganhos de empreend. em fase de implantação		
Causas dos ganhos acima		

Grupo de Observação: Notas Explicativas (cont.)

Item de Análise	Empresa	
	Resultado do item	
	Nota	NA

Elemento de Evidenciação: Equivalência Patrimonial

Nome coligada/controlada, nr., espécie e classe de ações/quotas possuídas, % partic. no Cap.Social e Votante, e preço de negociação em bolsa de valores, se houver.		
PL, lucro/prejuízo líquido do exercício, montante divids. propostos/pagos p/ colig/control.		
Avais, garantias, fianças, hipotecas ou penhor concedidos a controladas e coligadas		
Montante individualizado do ajuste, no resultado e PL, decorrente da avaliação do valor contábil do investimento pelo MEP, bem como o sd contábil de cada invest. no final período.		
Memória de cálculo do montante individualizado do ajuste, quando não ocorrer somente por aplic. de % s/partic. no cap. social sobre os resultados da investida, se relevante		
Base/fundamento p/const. e amort. de ágio/deságio e montantes não amortizados, e tb. critérios, tx.desconto e prazos utilizados na projeção de resultados		
Condições estabel. em acordo acionistas s/influência administr. e distr. de lucros, evidenciando situações em que proporção poder voto for diferente part. capital votante		
Participações recíprocas existentes		
Efeitos no ativo, passivo, PL e resultado decorrente de investimentos ddescontinuados		

Elemento de Evidenciação: Instrumentos Financeiros

Vr. Mercado de todos os IF, reconhecidos ou não como ativo/passivo no BP		
Critérios/premissas adotados para determinação do valor acima		
Políticas de atuação/controlado das operações nos merc.derivativos, e riscos envolvidos		

Elemento de Evidenciação: Investimentos Societários no Exterior

Evidenciar mesmas informações requeridas p/ invest. em controladas/ coligadas no país		
Evidenciar (sumário das práticas contábeis) critérios apuração das investidas no exterior		
Evidenciar critérios de conversão para a moeda nacional		

Elemento de Evidenciação: Mudança de Critério Contábil

Se de efeitos relevantes, divulgar ressaltando estes efeitos		
--	--	--

Elemento de Evidenciação: Obrigações de Longo Prazo

Taxas de juros por linha de crédito		
Datas de vencimento		
Garantias		
Moeda e forma de atualização		

Grupo de Observação: Notas Explicativas (cont.)

Item de Análise	Empresa	
	Resultado do item	
	Nota	NA

Elemento de Evidenciação: Ônus, Garantias e Responsabilidades Eventuais e Contingentes

Ônus reais s/ elementos do Ativo e garantias prestados a terceiros		
Outras responsabilidades c/ probabilidade difícil de calcular e valor não mensurável		
Razões que impossibilitam a explicação do item anterior		

Elemento de Evidenciação: Partes Relacionadas

Classif. saldos e trans. operacionais em conjunto com sd e trans. de mesma natureza		
Classif. em itens separados saldos e transações não inseridas no contexto operacional		
Indicar, em qualquer dos casos acima, condições em que se deram essas transações, inclusive se foram realizadas nas mesmas condições de partes não relacionadas		

Elemento de Evidenciação: Programa de Desestatização

Atos/fatos relevantes se a empresa estiver envolvida no processo de privatização		
Modalidade Operacional e estágio em que se encontra no processo		
Valores e Métodos de Avaliação		
Provisões, transações com partes relacionadas		
Pend. Judiciais/trabalhistas e recursos utiliz. p/ quitação de dívida do setor público		

Elemento de Evidenciação: Opções de Compra de Ações

Divulgar as opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exerc. social		
---	--	--

Elemento de Evidenciação: Seguros

Informar se há e quais os ativos, as responsabilidades ou interesses cobertos		
---	--	--

Elemento de Evidenciação: Bug do Milênio

Valor dos investimentos/gastos no processo de adequação		
Estágio de conclusão das reformas		
Auditado		

Elemento de Evidenciação: Eventos Subseqüentes

Clareza, objetividade e impacto no patrimônio		
Auditado		

Elemento de Evidenciação: Vendas ou Serviços a Realizar

Divulgar a existência de faturamentos antecipados ou contratos com garantia de recebimento p/conta de vendas ou serviços a realizar		
---	--	--

Item de Análise	Empresa	
	Resultado do item	
	Nota	NA

Grupo de Observação: Balanço

Não existem contas com denominações genéricas		
Existe vinculação entre elementos do balanço e NE		
Não existe grupo relevante no balanço sem o necessário detalhamento em NE ou no corpo do balanço		

Grupo de Observação: Demonstração do Resultado do Exercício

Divulgou o lucro/prejuízo por ação do capital social		
Divulgou o montante de remun. dos administr. (examinar se não apresentou em NE)		
Existe vinculação entre elementos da DRE e NE		
Nível de detalhamento permite a identificação dos elementos formadores do resultado		
Resultado no corpo da DRE ou em NE		

Grupo de Observação: DOAR

Não existem contas com denominação genérica		
Nível de detalhamento permite a identificação dos elementos formadores no corpo da DOAR ou em NE		

Grupo de Observação: Outros

Utilizou recursos gráficos		
O lay-out está adequado à leitura		
Demonstrações em moeda contante lado a lado com as demonstrações societárias		

Grupo de Observação: Relatórios Adicionais

Demonstração de Fluxo de Caixa		
Demonstração de Valor Adicionado		
Balanço Social		
DRE em CMI		
DOAR em CMI		
DMPL em CMI		
Balanço em CMI		
Conciliação do lucro e do PL pela LS e CMI		

Grupo de Observação: Informações Adicionais

Descrição e análise por segmento ou linha de produto quando relevantes		
Histórico das vendas físicas dos últimos anos		
Comentários sobre a conjuntura econômica geral		
Número de empregados nos dois últimos anos e turnover		
Segmentação da mão-de-obra segundo localização geográfica, nível educacional ou produto		
Fundo de seguridade e outros planos sociais (RA)		
Informações sobre treinamento de empregados		
Informações sobre condições de higiene e segurança dos empregados		

Item de Análise	Empresa	
	Resultado do item	
	Nota	NA

Grupo de Observação: Informações Adicionais (cont.)

Descrição dos principais investimentos realizados: objetivos, montantes e origens (RA)		
Pesquisa e Desenvolvimento: descrição sucinta dos projetos, recursos alocados e montantes aplicados e situação dos projetos (RA)		
Descrição de novos produtos, serviços e expectativas a eles relativos (RA)		
Proteção ao meio ambiente: descrição das políticas (RA)		
Proteção ao meio ambiente: objetivo dos investimentos efetuados (RA)		
Proteção ao meio ambiente: montante aplicado (RA)		
Reformulações administrativas: descrição (RA)		
Reformulações administrativas: reorganizações societárias (RA)		
Reformulações administrativas: programas de racionalização (RA)		
Políticas relativas à distribuição de direitos dos acionistas (RA)		
Desdobramentos, grupamentos de ações (RA)		
Valor patrimonial por ação, negociação e cotação das ações em Bolsa (RA)		
Perspectivas e planos da empresa (RA)		
No caso de Cia. de participações, o relatório deve contemplar as informações acima, sinteticamente, relativas às empresas investidas		
Informações sobre índices de satisfação dos clientes da empresa		
Informações sobre programas de incentivo à cultura		
Informações sobre programas de relacionamento com a comunidade		
Detalhou a utilização/constituição de IR diferido ativo ou passivo		

Grupo de Observação: Parecer dos Auditores/Relatório da Administração

Não existem ressalvas		
Divulgou sua política de reinvestimento de lucros		
Divulgou a aquisição de suas próprias debêntures		
Relata os fatos relevantes ocorridos no exercício		
Divulgou os investimentos em col./controladas e suas modificações ocorridas		
Divulga sua política de distribuição de dividendos		

Grupo de Observação: DMPL

Montante do dividendo por ação, por espécie e classe, observando as diferentes vantagens e a existência de ações em tesouraria (ou em NE)		
Detalhamento das subdivisões das contas de reservas (ou em quadro à parte em NE)		
Divulgação dos parâmetros utilizados e efeito futuro nos dividendos da Reserva de Lucros a Realizar		
Divulgação da constituição, manutenção e fundamento legal da Retenção de Lucros		
Divulgação das principais linhas do orçamento de capital que suporte esta Retenção		

ANEXO 4

TABELA MANN-WHITNEY PARA AMOSTRAS PEQUENAS

Fonte: Massad e Silveira (2003)

$\alpha = .10$											$\alpha = .05$										
n_1^a											n_1										
n_2^b	4	5	6	7	8	9	4	5	6	7	8	9	4	5	6	7	8	9			
4	11-25	17-33	24-42	32-52	41-63	51-75	10	26	16-34	23-43	31-53	40-64	49-77	10	26	16-34	23-43	31-53	40-64	49-77	
5	12-28	19-36	26-46	34-57	44-68	54-81	11	29	17-38	24-48	33-58	42-70	52-83	11	29	17-38	24-48	33-58	42-70	52-83	
6	13-31	20-40	28-50	36-62	46-74	57-87	12	32	18-42	26-52	34-64	44-76	55-89	12	32	18-42	26-52	34-64	44-76	55-89	
7	14-34	21-44	29-55	39-66	49-79	60-93	13	35	20-45	27-57	36-69	46-82	57-96	13	35	20-45	27-57	36-69	46-82	57-96	
8	15-37	23-47	31-59	41-71	51-85	63-99	14	38	21-49	29-61	38-74	49-87	60-102	14	38	21-49	29-61	38-74	49-87	60-102	
9	16-40	24-51	33-63	43-76	54-90	66-105	14	42	22-53	31-65	40-79	51-93	62-109	14	42	22-53	31-65	40-79	51-93	62-109	
10	17-43	26-54	35-67	45-81	56-96	69-111	15	45	23-57	32-70	42-84	53-99	65-115	15	45	23-57	32-70	42-84	53-99	65-115	
11	18-46	27-58	37-71	47-86	59-101	72-117	16	48	24-61	34-74	44-89	55-105	68-121	16	48	24-61	34-74	44-89	55-105	68-121	
12	19-49	28-62	38-76	49-91	62-106	75-123	17	51	26-64	35-79	46-94	58-110	71-127	17	51	26-64	35-79	46-94	58-110	71-127	
13	20-52	30-65	40-80	52-95	64-112	78-129	18	54	27-68	37-83	48-99	60-116	73-134	18	54	27-68	37-83	48-99	60-116	73-134	
14	21-55	31-69	42-84	54-100	67-117	81-135	19	57	28-72	38-88	50-104	62-122	76-140	19	57	28-72	38-88	50-104	62-122	76-140	
15	22-58	33-72	44-88	56-105	69-123	84-141	20	60	29-76	40-92	52-109	65-127	79-146	20	60	29-76	40-92	52-109	65-127	79-146	
16	24-60	34-76	46-92	58-110	72-128	87-147	21	63	30-80	42-96	54-114	67-133	82-152	21	63	30-80	42-96	54-114	67-133	82-152	
17	25-63	35-80	47-97	61-114	75-133	90-153	21	67	32-83	43-101	56-119	70-138	84-159	21	67	32-83	43-101	56-119	70-138	84-159	
18	26-66	37-83	49-101	63-119	77-139	93-159	22	70	33-87	45-105	58-124	72-144	87-165	22	70	33-87	45-105	58-124	72-144	87-165	
19	27-69	38-87	51-105	65-124	80-144	96-165	23	73	34-91	46-110	60-129	74-150	90-171	23	73	34-91	46-110	60-129	74-150	90-171	
20	28-72	40-90	53-109	67-129	83-149	99-171	24	76	35-95	48-114	62-134	77-155	93-177	24	76	35-95	48-114	62-134	77-155	93-177	
21	29-75	41-94	55-113	69-134	85-155	102-177	25	79	37-98	50-118	64-139	79-161	95-184	25	79	37-98	50-118	64-139	79-161	95-184	
22	30-78	43-97	57-117	72-138	88-160	105-183	26	82	38-102	51-123	66-144	81-167	98-190	26	82	38-102	51-123	66-144	81-167	98-190	
23	31-81	44-101	58-122	74-143	90-166	108-189	27	85	39-106	53-127	68-149	84-172	101-196	27	85	39-106	53-127	68-149	84-172	101-196	
24	32-84	45-105	60-126	76-148	93-171	111-195	27	89	40-110	54-132	70-154	86-178	104-202	27	89	40-110	54-132	70-154	86-178	104-202	
25	33-87	47-108	62-130	78-153	96-176	114-201	28	92	42-113	56-136	72-159	89-183	107-208	28	92	42-113	56-136	72-159	89-183	107-208	
26	34-90	48-112	64-134	81-157	98-182	117-207	29	95	43-117	58-140	74-164	91-189	109-215	29	95	43-117	58-140	74-164	91-189	109-215	
27	35-93	50-115	66-138	83-162	101-187	120-213	30	98	44-121	59-145	76-169	93-195	112-221	30	98	44-121	59-145	76-169	93-195	112-221	
28	36-96	51-119	67-143	85-167	103-193	123-219	31	101	45-125	61-149	78-174	96-200	115-227	31	101	45-125	61-149	78-174	96-200	115-227	
29	37-99	53-122	69-147	87-172	106-198	126-225	32	104	47-128	63-153	80-179	98-206	118-233	32	104	47-128	63-153	80-179	98-206	118-233	
30	38-102	54-126	71-151	89-177	109-203	129-231	33	107	48-132	64-158	82-184	101-211	121-239	33	107	48-132	64-158	82-184	101-211	121-239	
31	39-105	55-130	73-155	92-181	111-209	132-237	34	110	49-136	66-162	84-189	103-217	123-246	34	110	49-136	66-162	84-189	103-217	123-246	
32	40-108	57-133	75-159	94-186	114-214	135-243	34	114	50-140	67-167	86-194	106-222	126-252	34	114	50-140	67-167	86-194	106-222	126-252	
33	41-111	58-137	77-163	96-191	117-219	138-249	35	117	52-143	69-171	88-199	108-228	129-258	35	117	52-143	69-171	88-199	108-228	129-258	
34	42-114	60-140	78-168	98-196	119-225	141-255	36	120	53-147	71-175	90-204	110-234	132-264	36	120	53-147	71-175	90-204	110-234	132-264	
35	43-117	61-144	80-172	100-201	122-230	144-261	37	123	54-151	72-180	92-209	113-239	135-270	37	123	54-151	72-180	92-209	113-239	135-270	
36	44-120	62-148	82-176	102-206	124-236	148-266	38	126	55-155	74-184	94-214	115-245	137-277	38	126	55-155	74-184	94-214	115-245	137-277	
37	45-123	64-151	84-180	105-210	127-241	151-272	39	129	57-158	76-188	96-219	117-251	140-283	39	129	57-158	76-188	96-219	117-251	140-283	
38	46-126	65-155	85-185	107-215	130-246	154-278	40	132	58-162	77-193	98-224	120-256	143-289	40	132	58-162	77-193	98-224	120-256	143-289	
39	47-129	67-158	87-189	109-220	132-252	157-284	41	135	59-166	79-197	100-229	122-262	146-295	41	135	59-166	79-197	100-229	122-262	146-295	
40	48-132	68-162	89-193	111-225	135-257	160-290	41	139	60-170	80-202	102-234	125-267	149-301	41	139	60-170	80-202	102-234	125-267	149-301	
41	49-135	69-166	91-197	114-229	138-262	163-296	42	142	61-174	82-206	104-239	127-273	151-308	42	142	61-174	82-206	104-239	127-273	151-308	
42	50-138	71-169	93-201	116-234	140-268	166-302	43	145	63-177	84-210	106-244	129-279	154-314	43	145	63-177	84-210	106-244	129-279	154-314	
43	51-141	72-173	95-205	118-239	143-273	169-308	44	148	64-181	85-215	108-249	132-284	157-320	44	148	64-181	85-215	108-249	132-284	157-320	
44	52-144	74-176	96-210	120-244	146-278	172-314	45	151	65-185	87-219	110-254	134-290	160-326	45	151	65-185	87-219	110-254	134-290	160-326	
45	53-147	75-180	98-214	123-248	148-284	175-320	46	154	66-189	88-224	112-259	137-295	163-332	46	154	66-189	88-224	112-259	137-295	163-332	
46	55-149	77-183	100-218	125-253	151-289	178-326	47	157	68-192	90-228	114-264	139-301	165-339	47	157	68-192	90-228	114-264	139-301	165-339	
47	56-152	78-187	102-222	127-258	154-294	181-332	48	160	69-196	92-232	116-269	141-307	168-345	48	160	69-196	92-232	116-269	141-307	168-345	
48	57-155	79-191	104-226	129-263	156-300	184-338	48	164	70-200	93-237	118-274	144-312	171-351	48	164	70-200	93-237	118-274	144-312	171-351	
49	58-158	81-194	106-230	132-267	159-305	187-344	49	167	71-204	95-241	120-279	146-318	174-357	49	167	71-204	95-241	120-279	146-318	174-357	
50	59-161	82-198	107-235	134-272	162-310	190-350	50	170	73-207	97-245	122-284	149-323	177-363	50	170	73-207	97-245	122-284	149-323	177-363	

^a n_1 = minimum of the two sample sizes.
^b n_2 = maximum of the two sample sizes.

$\ast T_1$ = lower critical value for the rank sum in the first sample.
 $\ast T_2$ = upper critical value for the rank sum in the first sample.