

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DO OESTE DO PARANÁ
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTABILIDADE (PPGC)
MESTRADO ACADÊMICO**

SAMUEL LYNCON LEANDRO DE LIMA

**FATORES QUE INFLUENCIAM A PROBABILIDADE DAS PRÁTICAS DE
DISCLOSURE DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS**

CASCADEL-PR

2018

SAMUEL LYNCON LEANDRO DE LIMA

**FATORES QUE INFLUENCIAM A PROBABILIDADE DAS PRÁTICAS DE
DISCLOSURE DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS**

**FACTORS THAT INFLUENCE THE PROBABILITY OF THE DISCLOSURE
PRACTICES OF THE COMPANY'S FINANCIAL INFORMATION**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade (PPGC) da Universidade Estadual do Oeste do Paraná, como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Contabilidade**.

Linha de Pesquisa: Contabilidade Financeira e Finanças

Orientadora: Doutora Maria da Piedade Araújo

CASCADEL-PR

2018

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(Sistema de Bibliotecas - UNIOESTE)

L696f	<p>Lima, Samuel Lyncon Leandro de. Fatores que influenciam a probabilidade das práticas de <i>disclosure</i> de informações financeiras das empresas / Samuel Lyncon Leandro de Lima. --- Cascavel (PR), 2018. 125 f.</p> <p>Orientadora: Doutora Maria da Piedade Araújo Dissertação (Mestrado em Contabilidade) Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Campus de Cascavel, 2018, Centro de Ciências Sociais Aplicadas, Programa de Pós- Graduação em Contabilidade. Inclui Bibliografia</p> <p>1. Teoria da divulgação voluntária. 2. Teoria das escolhas contábeis. 3. Modelo <i>logit</i>. 4. Desempenho econômico e financeiro. 5. Governança Corporativa. I. Araújo, Maria da Piedade. II. Universidade Estadual do Oeste do Paraná. III. Título.</p> <p style="text-align: right;">657.839</p>
-------	--



unioeste

Universidade Estadual do Oeste do Paraná

Campus de Cascavel CNPJ 78680337/0002-65
Rua Universitária, 2069 - Jardim Universitário - Cx. P. 000711 - CEP 85819-110
Fone:(45) 3220-3000 - Fax:(45) 3324-4566 - Cascavel - Paraná

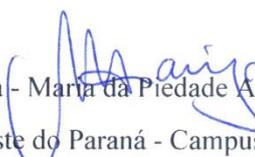


PARANÁ
GOVERNO DO ESTADO

SAMUEL LYNCON LEANDRO DE LIMA

FATORES QUE INFLUENCIAM A PROBABILIDADE DAS PRÁTICAS DE DISCLOSURE DE INFORMAÇÕES FINANCEIRAS DAS EMPRESAS.

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Contabilidade em cumprimento parcial aos requisitos para obtenção do título de Mestre em Contabilidade, área de concentração Controladoria, linha de pesquisa Contabilidade Financeira e Finanças, APROVADO pela seguinte banca examinadora:

Orientadora -  Maria da Piedade Araujo Dr.^a

Universidade Estadual do Oeste do Paraná - Campus de Cascavel (UNIOESTE)


Aladio Zanchet Dr.

Universidade Estadual do Oeste do Paraná - Campus de Marechal Cândido Rondon (UNIOESTE)


Fernando Dal-Ri Murcia Dr.

Universidade de São Paulo (USP)

Cascavel, 6 de abril de 2018

Dedico este trabalho a minha querida esposa, Sara Talitiane, pela cumplicidade e confiança, tornando esse projeto de vida realidade.

AGRADECIMENTOS

A DEUS, pela oportunidade de vida, pelo auxílio nos momentos de dificuldades e por me proteger nas viagens semanais para Cascavel, permitindo chegar a este momento, buscado com muita dedicação e empenho.

À minha esposa, Sara Talitiane, pela cumplicidade nesse processo e compreensão nas minhas ausências, enquanto estive em Cascavel.

Aos meus pais, Davi e Elenir, por terem ensinado a importância da educação na minha formação como cidadão e por terem me apoiado em mais esse processo.

Aos meus irmãos, Abner Augusto e Andrey Thiago, pelo estímulo através dos sábios conselhos que muito me motivaram nessa jornada.

À minha família, meus avós, sogros, tios e tias, principalmente, meus avós Carlos Augusto e Almira, pelo suporte para que esse projeto profissional tornasse realidade.

À Professora Doutora Maria da Piedade Araújo, minha orientadora, pela paciência, respeito e sabedoria na condução das orientações, sempre me encorajando e iluminando novos caminhos para trabalhar com a temática discutida nesta pesquisa. É imprescindível destacar que ao final dessa breve temporada de convívio, o notável avanço que obtive em relação ao conhecimento de econometria sob a orientação da Professora, com certeza foi um dos fatores determinantes na execução desta pesquisa. Tenho certeza que essa formação proporcionará um significativo diferencial no decorrer da minha vida acadêmica e profissional.

Ao Professor Doutor Denis Dall'Asta, pelos ricos apontamentos na banca de qualificação, dedicando ao trabalho uma perspectiva construtiva.

Ao Professor Doutor Aládio Zanchet, pelo carinho concedido à pesquisa, tanto na banca de qualificação quanto na banca de defesa, cujos direcionamentos nos permitiram enxergar melhor o percurso rumo ao êxito.

Ao Professor Doutor Fernando Dal-Ri Murcia, por ter aceitado participar na banca de defesa e pelas preciosas contribuições consoantes à temática, foi uma honra tê-lo em minha banca.

Aos Professores do Programa de Pós-Graduação em Contabilidade – PPGC, da Universidade Estadual do Oeste do Paraná – UNIOESTE, em particular, aos Professores Doutores Aládio Zanchet, Delci Grapégia Dal Vesco, Denis Dall'Asta, Geysler Rogis Flor Bertolini, Gilmar Ribeiro de Mello, Jerry Adrian Johann, Maria da Piedade Araújo, Sidnei Celerino da Silva, Silvana Anita Walter e Udo Strassburg, que com muito esmero foram responsáveis pelas disciplinas cursadas.

À secretária do PPGC, Maria Lúcia, pela presteza sobre as demandas burocráticas relacionadas aos assuntos acadêmicos.

À Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES, pela contribuição financeira, proporcionando melhor dedicação à pesquisa.

Ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade – PPGCC, da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade – FEA, da Universidade de São Paulo - USP, pela singular experiência vivenciada na condição de aluno especial.

Aos Professores Doutores, Andson Braga de Aguiar e Jeremy Brandon Lill, pelos conhecimentos compartilhados com admirável diligência, na disciplina de Métodos Quantitativos para Contabilidade Gerencial.

Ao Professor Doutor Nilton Facci, orientador na graduação, ao Professor Ricardo Dantas Lopes, orientador na especialização, e à Professora Doutora Simone Leticia Raimundini Sanches, pelos incontáveis incentivos recebidos formados por palavras sábias ao longo da minha vida acadêmica. Jamais me esquecerei de cada um desses ensinamentos, pois todos me fortaleceram a buscar esse grande sonho que se realiza.

Aos meus colegas, alunos do Mestrado, pela parceria e o compartilhamento de novos conhecimentos. Nessa fase da minha vida, foram tantos os novos colegas, e por questão de maior convivência, agradeço imensamente pelo carinho e acolhimento na minha estadia em Cascavel aos meus amigos: Adhmir Renan Voltolini Gomes, Rafael Maximiano Ferreira e Roberto Francisco de Souza, três irmãos que ganhei em Cascavel.

**Ensina-nos a contar os nossos dias,
de tal maneira que alcancemos
corações sábios.**
(Salmos 90:12)

RESUMO

Lima, S. L. L. (2018). *Fatores que influenciam a probabilidade das práticas de disclosure de informações financeiras das empresas*. Dissertação de Mestrado, Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel, PR, Brasil.

A divulgação voluntária de informações financeiras consiste em uma temática com papel fundamental na Contabilidade, e nesse sentido, vem sendo discutida há algumas décadas, principalmente com os estudos dos autores Verrecchia (1983) e Dye (1985). Dentre os aspectos trabalhados na questão da divulgação voluntária de informações financeiras está a redução da assimetria informacional. Nessa perspectiva, considerando-se a importância pela maximização da transparência, decorrente da prática de evidencição de informações financeiras voluntária, buscou-se empreender análises com oito modelos de regressão *logit*, com base nas companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na Brasil Bolsa Balcão, no exercício de 2016. O diferencial de pesquisa, aqui proposto, foi distinguir as respectivas variáveis dependentes, com o auxílio de uma métrica de qualidade para a comparação entre a publicação de informações das companhias em questão. O estudo de Murcia (2009) foi utilizado como referência para se estabelecer quais as variáveis, que em princípio, mais explicam a disposição das empresas a publicarem informações voluntárias. Diante disso, buscou-se responder à seguinte questão de pesquisa: “Qual a probabilidade das variáveis explicativas selecionadas influenciarem as práticas de *disclosure* voluntário de informações financeiras das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na Brasil Bolsa Balcão no ano de 2016?”. Assim sendo, a análise dos dados foi realizada em duas etapas, de modo que a primeira consistiu no levantamento em profundidade sobre o conteúdo das publicações realizadas pelas companhias da amostra, objetivando qualificar, comparativamente, as informações evidenciadas pelas empresas, sob o parâmetro de uma métrica construída contemplando a qualidade da informação. Essa primeira etapa da análise prestou-se para além de identificar o nível de divulgação voluntária das empresas, por segmento de atuação e setor econômico, também para construção das variáveis dependentes. Por conseguinte, na segunda etapa da análise dos dados, trabalhou-se com os modelos de regressão *logit* propostos na pesquisa, com o objetivo de estimar a probabilidade da prática do *disclosure* voluntário de informações financeiras. Como principais achados da pesquisa, quando verificado os resultados apresentados pelos modelos de regressão estimados, constatou-se que os coeficientes associados à governança corporativa e auditoria apresentaram uma significativa influência positiva sobre a probabilidade de divulgação das informações, sendo que os coeficientes da primeira variável foram estatisticamente significantes na integralidade dos modelos estimados. Ademais, quanto aos resultados apresentados pelos coeficientes associados às variáveis explicativas relacionadas ao desempenho econômico e financeiro das companhias, nenhum apresentou significância estatística. Por fim, embora a temática da divulgação voluntária seja extensivamente discutida na literatura, ainda possui lacunas a serem exploradas, que contribuiriam com o avanço dessas discussões.

Palavras-chave: Teoria da divulgação voluntária; Teoria das escolhas contábeis; Governança Corporativa; Modelo *logit*; Desempenho econômico e financeiro.

ABSTRACT

Lima, S. L. L. (2018). *Factors that influence the probability of the disclosure practices of the company's financial information*. Master dissertation, State University of Western Paraná, Cascavel, PR, Brazil.

Voluntary disclosure of financial information consists of a theme with a fundamental role in Accounting, and in this sense, many authors have discussed for some decades, mainly with the studies of Verrecchia (1983) and Dye (1985). Among the aspects worked on the issue of voluntary disclosure is the reduction of informational asymmetry. From this perspective, considering the importance of maximizing transparency, arising from the practice of voluntary disclosure, sought to perform analyzes with eight logit regression models, based on Brazilians non-financial companies listed on the Brazil Bolsa Balcão S.A., in 2016. The research differential was to distinguish the respective dependent variables with the aid of a quality metric for the comparison amongst published information of the companies in question. We have Murcia's study (2009) as a reference to establish which variables, in principle, more explain the willingness of companies to publish voluntarily information. Therefore, we tried to answer the following research question: "What is the probability of the explanatory variables selected influence the practices of voluntary disclosure in Brazilian non-financial companies listed on the Brazil Bolsa Balcão S.A, in 2016?". Thereby, we have carried out the analysis of the data in two stages. The first one consisted of an in-depth survey on the content of the publications carried out by the sample companies, aiming to qualify, comparatively, the information evidenced by the companies, under the parameter of a metric constructed contemplating the quality of the information. This first stage of the analysis was performed in addition to identifying the level of voluntary disclosure of companies, by segment of activity and economic sector for the construction of dependent variables. Therefore, in the second stage of the data analysis, we worked with the logit regression models proposed in the research, with the objective of estimating the probability of practicing the voluntary disclosure of financial information. As the main results, when verified the data presented by the estimated regression models, it was found that the coefficients associated with corporate governance and audit have a positive influence expressive on a probability of disclosure of information, so coefficients of the first variable were statistically significant in the integral of the estimated models. In addition, regarding the results presented by the coefficients associated with the explanatory variables related to the economic and financial performance of the companies, none presented statistical significance. Finally, although the theme of voluntary disclosure has been, extensively, discussed in the literature, it still has gaps to be explored that would contribute to the advancement of these discussions.

Keywords: Theory of voluntary disclosure; Theory of accounting choices; Corporate Governance; Logit model; Economic and financial performance.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	14
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	15
1.2 QUESTÃO DA PESQUISA.....	18
1.3 OBJETIVO	18
1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA	18
1.5 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DA PESQUISA	19
1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO	21
2 BASE TEÓRICA	22
2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO	22
2.1.1 Divulgação Obrigatória.....	24
2.1.2 Divulgação Voluntária	27
2.2 TEORIA DAS ESCOLHAS CONTÁBEIS	30
2.3 CONTABILIDADE	32
2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	35
2.4.1 Governança Corporativa no Brasil.....	38
2.4.2 Níveis de Governança Corporativa da Brasil Bolsa Balcão	39
2.5 AUDITORIA INDEPENDENTE.....	44
2.6 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO	46
2.7 ESTUDOS ANTERIORES	51
2.7.1 Estudos anteriores nacionais	51
2.7.2 Estudos anteriores internacionais	60
2.8 DEFINIÇÕES DAS VARIÁVEIS E A FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA COM BASE NA LITERATURA.....	67
3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA.....	69
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA E PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS	69
3.2. POR QUE UTILIZAR A MODELAGEM <i>LOGIT</i> ?	70
3.3 CATEGORIA DE ANÁLISE, UNIDADE DE ANÁLISE, POPULAÇÃO E AMOSTRA	72
3.4 CONSTRUTO METODOLÓGICO DA PESQUISA	73
3.5 CONSTRUTO TEÓRICO DA PESQUISA	75
3.6 ANÁLISE DOS DADOS E LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	76
3.7 ESTIMAÇÃO DO MODELO PROPOSTO NA PESQUISA.....	78

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	81
4.1 ANÁLISE DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DAS EMPRESAS POR SETOR ECONÔMICO	81
4.2 ESTIMAÇÃO DA MODELAGEM PROPOSTA NA PESQUISA.....	90
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	102
REFERÊNCIAS	106
APÊNDICE 1 – DISCLOSURE VOLUNTÁRIO POR SEGMENTO DE ATUAÇÃO	112
APÊNDICE 2 – EMPRESAS DA AMOSTRA POR SEGMENTO DE ATUAÇÃO	121

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Conjunto completo das demonstrações exigidas no CPC 26 (R1).....	25
Tabela 2 - Informações exigidas no CPC 40(R1).....	27
Tabela 3 – Motivação das escolhas contábeis	32
Tabela 4 - Comparação entre os segmentos de listagem da Brasil Bolsa Balcão	40
Tabela 5 - Comparação das exigências pela divulgação adicional de informações entre os segmentos de listagem da Brasil Bolsa Balcão	43
Tabela 6 - Lei Sarbanes-Oxley	45
Tabela 7 - Indicadores de desempenho econômico e financeiro	47
Tabela 8 - Resumo das variáveis encontradas nos estudos anteriores nacionais.....	59
Tabela 9 - Estudos anteriores internacionais apresentados por Murcia (2009).....	60
Tabela 10 - Resumo das variáveis encontradas nos estudos anteriores internacionais	66
Tabela 11 - Categoria e unidades de análise	72
Tabela 12 - Constructo metodológico da pesquisa.....	74
Tabela 13 - Nível de divulgação voluntária por segmento	81
Tabela 14 - Estatística descritiva das variáveis explicativas contínua	91
Tabela 15 – Informações relativas às variáveis explicativas binárias	92
Tabela 16 - Estimação dos modelos de regressão <i>logit</i>	93
Tabela 17 - Validade preditiva dos modelos estimados (Hosmer-Lemeshow).....	96
Tabela 18 - Probabilidade dos coeficientes estimados obtida pelo efeito marginal.....	97

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Tipos de Mecanismos de Governança Corporativa	35
Figura 2 - Benefícios da Governança Corporativa	37
Figura 3 - Constructo teórico da pesquisa	75
Figura 4 - Qualidade das informações publicadas por setor econômico	89

1 INTRODUÇÃO

A função-objetivo das empresas direcionam os gestores à tomada de decisões (Gama Boaventura, Rodrigues Cardoso, Simoni da Silva & Santos da Silva, 2009). Nessa perspectiva, para atingir o objetivo da organização e evidenciar aos interessados as informações da empresa, constitui-se em uma parte crítica. Isto, em razão da expectativa dos interessados em um ambiente formado pela livre concorrência, percebendo as organizações como um dos fatores mais relevantes para progresso econômico (Madden, 2017).

A expectativa dos participantes desse mercado, segundo Asay, Elliott e Rennekamp (2016) ao acessarem as informações das empresas e, se perceberem superficialidade no conteúdo divulgado, sentem-se menos confortáveis para avaliar a respectiva organização, adotando uma postura cautelosa quanto ao seu desempenho futuro.

Destaca-se nesse contexto, o crescimento em relação ao desenvolvimento das pesquisas científicas voltadas ao campo de conhecimento da contabilidade, no intuito de solucionar as inquietações emergentes encontradas nos ambientes cotidianos das organizações. Com isso, na medida em que os aspectos teóricos estejam atrelados com a prática, constitui-se um avanço significativo para a contabilidade enquanto ciência (Iudícibus, Martins, & Carvalho, 2005).

Destaca-se também, que a contabilidade possui um aspecto prático histórico relevante, caracterizado como instrumento de *accountability*, de controle da organização e de seus usuários, da prestação de conta desses agentes e, fornecimento de informações direcionadas para tomada de decisão por parte dos diversos agentes interessados pelas informações contábeis (Iudícibus *et al.*, 2005).

Consoante ao crescimento das pesquisas contábeis, emergem os estudos voltados à compreensão dos aspectos relacionados à divulgação voluntária de informações contábeis, que segundo Verrecchia (2001) consiste em uma temática com papel central na contabilidade. A discussão em torno da Teoria da Divulgação possui uma significativa relação com os aspectos voltados à redução da assimetria informacional, iniciadas com os trabalhos tradicionais encontrados na literatura de Verrecchia (1983) e Dye (1985).

Essa discussão consiste no pressuposto de que os gestores providos de informações particulares sobre as organizações, cuja divulgação não está classificada em caráter obrigatório, decide evidenciar determinadas informações aos investidores e interessados, reduzindo conseqüentemente a assimetria de informações entre os agentes participantes da organização (Verrecchia, 1983).

Assim sendo, evidencia-se uma questão estrutural crítica relacionada às organizações, trabalhada por Jensen e Meckling (1976) que é o relacionamento entre os gestores e investidores. Isto é, entra em cena a teoria da agência, que avalia o relacionamento sendo construído por situações de conflitos, uma vez que existe uma separação de propriedade e controle (Jensen & Meckling, 1976).

Esse problema de relacionamento torna-se crítico, na medida em que o agente, exercendo seu papel de gestor, adota um comportamento de tomar decisões no sentido de maximizar o bem-estar do principal investidor. Cabe ressaltar, que esse comportamento pode ser estimulado por incentivos de compensação, no propósito de assegurar a prática de gestão direcionada a priorizar os interesses do principal investidor (Jensen & Meckling, 1976).

Entende-se nesse sentido, que a assimetria de informação está atrelada à circunstância em que determinados agentes de uma empresa, possuem informações significativas que não são fornecidas aos demais agentes (Rodrigues & Galdi, 2017).

Diante disso, de acordo com Alves, Canadas e Rodrigues (2015), tem crescido a importância sobre o tratamento da divulgação de informações, como um mecanismo de transmitir segurança aos investidores. Aliado a isso, a prática da divulgação está intimamente associada ao interesse dos gestores em promover a transparência entre a organização e o mercado (Alves *et al.*, 2015). Isto posto, a seguir é discutido a problemática da pesquisa.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Destaca-se que a presente pesquisa possui uma abordagem direcionada à divulgação de informações voluntárias de natureza financeira. Diante disso, estudos nacionais buscaram analisar os aspectos relacionados à temática da pesquisa como: a associação entre as características das empresas e a disseminação voluntária de informações financeiras (Mendes-da-Silva & Magalhães Filho, 2005), e a disseminação voluntária de informações em sites corporativos e o desempenho financeiro (Luz, Camargo & Lima, 2006).

Foram publicados também estudos sobre os motivos da divulgação voluntária da Demonstração do Fluxo de Caixa no mercado de capitais brasileiro (Salotti & Yamamoto, 2008), os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil (Murcia & Santos, 2009b), e a reputação corporativa e o nível de *disclosure* (Cruz & Lima, 2010).

Além desses, foram desenvolvidos estudos voltados a verificar as principais práticas de *disclosure* voluntário das empresas do setor elétrico (Silva, Alberton, Vicente, 2013), os

fatores determinantes do nível de divulgação de informação voluntária das empresas (Rufino & Monte, 2014), e o valor de mercado e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais (Sousa, Silva, Ribeiro & Weffort, 2014).

Ainda, estudos nacionais, analisaram o nível de *disclosure* voluntário referente à divulgação das informações estratégicas e dos índices financeiros de empresas situadas no Nordeste do Brasil (Forte, Perez, Bessa & Oliveira, 2015), os fatores que influenciam o nível de *disclosure* voluntário das empresas do setor bancário brasileiro (Forte, Santos Neto, Nobre, Nobre & Queiroz, 2016), e o nível de *disclosure* voluntário das companhias brasileiras de capital aberto, por meio da rede social Twitter (Mota & Pinto, 2017).

Já no cenário internacional, estudos que trabalharam a temática da divulgação voluntária segundo Murcia (2009) concentraram em Bangladesh (Ahmed & Nicholls, 1994, Akhtaruddin, 2005), na França (Depoers, 2000), em Hong Kong (Wallace & Naser, 1995), no Japão (Cooke, 1992), na Malásia (Hossain, Tan & Adams, 1994), no México (Cho & Wong-Boren, 1997), na República Checa (Patton & Zelenka, 1997), na Suécia (Cooke, 1989) e na Suíça (Raffounier, 1995).

Recentemente, foram desenvolvidos estudos na Arábia Saudita (Al-Janadi, Rahman & Omar, 2013), na Croácia (Barac, Granic & Vuko, 2014), na França (Kateb, 2012), na Indonésia (Adam, Mukhtaruddin & Putri, 2014), no Kuwait (Alfaraih & Alanezi, 2011), na Malásia (Zaini, Sharma & Samkin, 2017), na Suécia (Niléhn & Thoresson, 2014), no Tehran (Birjandi, 2015) e no Vietnã (Hieu & Lan, 2015).

Entretanto, apesar de um notável volume de estudos sobre a divulgação voluntária de informações financeiras, Dye (2017) um dos principais autores sobre o tema, pontua que a temática é relevante e ainda há muitas lacunas a serem preenchidas sobre os mecanismos da sistemática em torno da Teoria da Divulgação Voluntária.

Assim sendo e, considerando a relevância da temática, verificou-se uma lacuna de pesquisa, pois não se encontrou trabalhos que avaliassem a variável dependente (publicar ou não informações voluntárias) qualitativamente. Nesse sentido, a partir do estudo desenvolvido por Murcia (2009), essa pesquisa propôs estimar a probabilidade da divulgação voluntária de informações financeiras nas companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na Brasil Bolsa Balcão no ano de 2016, por meio do modelo logit.

Destaca-se ainda, a oportunidade dessa pesquisa explorar a respectiva lacuna verificada nos estudos anteriores, com a introdução de informações qualitativas para a questão de publicação ou não de informações financeiras voluntárias. Assim sendo, com a modelagem

proposta nesse estudo, busca-se avançar a questão de publicar ou não determinada informação, por meio da caracterização de qualidade da informação publicada.

Essa pretensão se dá, pois segundo Murcia (2009) é uma questão fundamental a necessidade de avançar a discussão sobre a qualidade das informações publicadas pelos gestores das organizações, na medida em que estimula um conteúdo informacional que satisfaça ao interesse dos usuários, uma vez que o usuário avalia a companhia com base no desempenho futuro. Nessa perspectiva, o *disclosure* detalhado das informações das organizações possibilita um cenário mais confortável para que os usuários possam avaliar a companhia e conseqüentemente tomar uma decisão mais confiante (Murcia, 2009).

Embora seja considerado um pré-requisito definido na divulgação obrigatória, a de fornecer as informações financeiras básicas de uma companhia, essas podem variar de acordo com o nível de obrigatoriedade, bem como de um segmento de atuação para outro, possibilitando nesse contexto, a perspectiva de escolha sobre fornecer ou não determinadas informações (Lang & Lundholm, 1993).

Diante disso, o *disclosure* praticado pelos gestores de algumas organizações, sobressai àquelas informações obrigatórias. Ou seja, voluntariamente os gestores dessas empresas adotam uma política de disponibilizar um nível maior de informação para os usuários externos, além de oportunizar diferentes alternativas de acesso a essas informações (Lang & Lundholm, 1993).

Esse comportamento discricionário dos gestores dificulta os pesquisadores a construir métricas apropriadas para mensurar a divulgação voluntária das organizações, e nesse sentido optam por desenvolverem seus próprios métodos de mensuração, como é o caso dessa pesquisa (Consoni, Colauto & Lima, 2017). Ainda, cabe ressaltar que essa dificuldade pela construção de uma métrica para a divulgação voluntária de informações também está associada a não exigência legal para se realizar (Murcia, 2009).

Na perspectiva de Core (2001), dentre os estudos elaborados sobre o tema, as pesquisas tradicionais apontam que a escolha pela divulgação está associada à redução da assimetria informacional (Evans e Sridhar, 1996), custo de litígio (Skinner, 1994) e custo de propriedade (Verrecchia, 1983). Nesse sentido, Healy e Palepu (2001) como Dye (2017) também comentam que embora a discussão sobre a temática esteja em evidência há algum tempo, ainda existem algumas questões a serem respondidas.

1.2 QUESTÃO DA PESQUISA

Dada a proposta de analisar a questão da divulgação de natureza voluntária de informações financeiras, a presente pesquisa é norteada pela seguinte questão:

Qual a probabilidade de as variáveis explicativas selecionadas influenciarem as práticas de *disclosure* voluntário de informações financeiras das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto listadas na Brasil Bolsa Balcão no ano de 2016?

1.3 OBJETIVO

O objetivo da pesquisa consiste em analisar os coeficientes associados às variáveis explicativas selecionadas, no intuito de encontrar os fatores determinantes que influenciaram a probabilidade das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na Brasil Bolsa Balcão a realizarem a prática de *disclosure* de informações financeiras voluntárias no ano de 2016. Especificamente pretende-se:

- a) identificar setorialmente o comportamento das organizações com relação a prática de *disclosure* de informações financeiras voluntárias;
- b) estimar a probabilidade da prática do *disclosure* de informações voluntárias por meio de variáveis selecionadas;
- c) analisar as variáveis explicativas que mais apresentaram significância estatística sobre a realização da prática do *disclosure* de informações financeiras voluntárias.

1.4 DELIMITAÇÃO DA PESQUISA

A presente pesquisa tem como delimitação teórica o objetivo proposto, analisar por meio dos dados e relatórios contábeis, os fatores determinantes que influenciaram a probabilidade das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na Brasil Bolsa Balcão a realizarem a prática de *disclosure* de informações financeiras voluntárias no ano de 2016.

Para isso, parte-se do pressuposto de que as variáveis mais utilizadas para explicar a prática de *disclosure* de informações financeiras voluntárias são aquelas apresentadas no estudo de Murcia (2009).

Em se tratando da delimitação empírica, a pesquisa é desenvolvida com uma amostra de 267 companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na Brasil Bolsa Balcão no ano de 2016. Salienta-se que foram excluídas as companhias do setor financeiro pelas peculiaridades de suas operações (Murcia, 2009). Além disso, o corte temporal relativo ao ano de 2016 deu-se pelo propósito do estudo.

Para análise da divulgação voluntária de informações financeiras, utiliza-se uma variável *dummy*, isto é, 1 para a publicação da respectiva informação de forma detalhada e, 0 caso contrário. Ressalta-se na construção da respectiva variável, a introdução da qualidade da informação divulgada, sendo assim, na metodologia da pesquisa será apresentado com detalhamento à escolha e a definição de cada variável utilizada no modelo, bem como explicado cada modelo utilizado para análise dos resultados.

Destarte, a delimitação social da pesquisa é um aspecto imprescindível, que por se tratar de um estudo envolvendo organizações, e nesse sentido considera-se a diversidade de agentes interessados nas informações publicadas, tanto internos quanto externos, como por exemplo, os fornecedores, o governo, os concorrentes, os gestores e os investidores.

Com base nisso, faz-se necessário indicar o direcionamento do estudo, pautado dessa maneira, em discutir o objetivo sobre a perspectiva do investidor, isto é, aquele que demanda as informações de determinada organização no intuito de decidir sobre a realização ou não de investir seus recursos.

1.5 JUSTIFICATIVA E CONTRIBUIÇÃO DA PESQUISA

A divulgação de informação voluntária como já discutido, é uma temática relevante, pois relaciona as necessidades dos usuários pelas informações das organizações, que com a internacionalização dos mercados de investimento aumentaram consideravelmente (Ferreira, 2005). Além disso, considera-se a importância da divulgação de informações a busca pela transparência, em um cenário pós-crise causada pelos efeitos da perda de confiança dos investidores, nos mercados de capitais no ano de 2001 (Gondrige, 2010).

Ainda, a oportunidade que a prática da divulgação de informações possibilita sobre a redução da assimetria informacional poderá proporcionar relevantes benefícios para as organizações (Lima, 2007). Destarte, estudos vêm sendo desenvolvidos com o propósito de

identificar os fatores determinantes da prática do *disclosure* de informação voluntária, entretanto ainda permeiam sobre a temática algumas questões não solucionadas (Healy & Palepu, 2001).

Nesse sentido, a justificativa sob o enfoque empírico, se dá pela busca do estudo em realizar a análise da divulgação de informações financeiras voluntárias das companhias brasileiras, listadas na Brasil Bolsa Balcão no ano de 2016, para além de identificar os fatores determinantes da divulgação, verificar também considerando a relevância da temática, o atual tratamento das organizações sobre a temática.

Além disso, a justificativa sob a abordagem teórica se dá com o emprego da modelagem probabilística proposta na pesquisa, na medida em que se busca com os resultados característicos dessa modelagem, avançar as discussões sobre a temática, evidenciando as principais variáveis determinantes da prática do *disclosure* voluntário de informações financeiras, bem como identificar a presença do isomorfismo no comportamento dos gestores sobre realizar ou não a divulgação de informações financeiras das empresas, por meio da comparação entre os setores das companhias analisadas na amostra.

Diante disso, sob a abordagem social, a justificativa se dá pela importância dessas informações trabalhadas na pesquisa para o investidor, na medida em que é por meio delas que os investidores farão a análise para compreender o desempenho da organização e conseqüentemente, realizar ou não o investimento de seus recursos nessa empresa.

Com isso, o estudo contribui proporcionando uma análise sobre a prática dessas informações evidenciadas pelas companhias brasileiras de capital aberto, listadas na Brasil Bolsa Balcão no ano de 2016, possibilitando aos investidores e demais interessados pelas informações financeiras, a oportunidade de identificarem o atual estado de tratamento dessas companhias sobre a temática.

Por fim, esse estudo busca contribuir com os estudos futuros, na medida em que como já tratado anteriormente, a temática possui uma relevante discussão na academia, muito embora como também discutido, há diversas lacunas e questões a serem respondidas ainda, principalmente no que se refere aos fatores determinantes da divulgação voluntária.

Cabe salientar que no Brasil, a temática sobre a divulgação voluntária de informações financeiras ainda tem relativamente pouca discussão, além de que em sua maioria trabalharam a análise dos resultados com a modelagem de dados em painel. Ademais, acredita-se que o estudo possa contribuir com as discussões futuras, uma vez que com a introdução de variáveis de categorias, possibilitarão estimar a probabilidade da divulgação de informações voluntárias com informações qualitativas, uma das restrições apresentadas nos estudos anteriores.

1.6 ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

A pesquisa está estruturada em cinco capítulos. No primeiro capítulo são apresentados uma contextualização sobre a temática, bem como o respectivo estado da arte na academia. No segundo capítulo, são evidenciados os aspectos que fundamentam o estudo, definidos principalmente pela Teoria da Divulgação Voluntária, Teoria das Escolhas Contábeis, Contabilidade, Governança Corporativa, Auditoria Independente, Desempenho Econômico e Financeiro e Estudos anteriores.

No terceiro capítulo são apresentados e detalhados os procedimentos metodológicos empregados na pesquisa. No quarto capítulo são analisados e discutidos os resultados obtidos por meio da modelagem econométrica proposta na pesquisa. Por fim, no quinto capítulo são apresentadas as considerações finais da pesquisa.

2 BASE TEÓRICA

Nessa seção da pesquisa é discutida a fundamentação teórica utilizada como base para elaboração da pesquisa, direcionada pela Teoria da Divulgação, Teoria das Escolhas Contábeis, Contabilidade, Governança Corporativa, Auditoria Independente, Desempenho Econômico e Financeiro e estudos anteriores.

2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO

Pesquisas como a de Verrecchia (1983) buscaram estudar a divulgação voluntária de informações, com o intuito de identificar quais os fatores determinantes no comportamento dos gestores ao realizar a divulgação ou não de informações particulares de determinada organização.

Diante disso, em sua pesquisa Verrecchia (1983) observou que essas práticas de divulgação dos gestores estão associadas ao efeito da informação sobre o valor da empresa. Destaca-se também que a retenção de informações, considerando que os investidores são racionais, pode estimular uma série de interpretações negativas sobre o desempenho da organização (Verrecchia, 1983).

Acredita-se, segundo Dye (1985), que os gestores detenham conhecimento sobre as informações das organizações pelas quais são responsáveis pela gestão, como por exemplo, aquelas relacionadas aos ganhos anuais e, na medida em que forem evidenciadas, causam um impacto direto no valor das ações, sem afetar, no entanto, a distribuição de lucros futuros dessas organizações. Dessa forma, assim como Verrecchia (1983), Dye (1985) buscou identificar em sua pesquisa os aspectos relacionados ao comportamento dos investidores em divulgar ou não as informações das empresas.

Assim, a discussão sobre a retenção de informações particulares de uma organização segundo Dye (1985) é caracterizada como uma inquietação, de maneira que se os investidores identificarem que os gestores possuem determinadas informações sobre a empresa, eles irão realizar a divulgação.

Além disso, cabe salientar que os investidores preferem que os gestores adotem um comportamento de tomada de decisões direcionadas para maximização do valor da companhia, haja vista que esse valor é publicamente observável nas demonstrações da empresa. Entretanto, na eventualidade de o investidor identificar a não evidenciação de uma informação desfavorável, passará a interferir no volume de ações negociadas e,

consequentemente, o valor da organização poderá ser reduzido, até que os gestores tornem pública essa informação Dye (1985).

Todavia, em um estudo posterior, Dye (1990) pontuou que o impacto da divulgação varia de acordo com a informação publicada, uma vez que existem informações mais propensas a influenciar o comportamento do mercado. Essas informações que mais influenciam o mercado são aquelas relacionadas a previsões de ganhos futuros, referente aos custos e a rentabilidade e desempenho das atividades da empresa, isto é, com potenciais reflexos na geração de fluxo de caixa da organização (Dye, 1990).

É importante destacar que os investidores possuem uma inquietação relacionada à liquidez da organização, por esse motivo, demandam informações que estejam relacionadas ao desempenho da empresa (Diamond & Verrecchia, 1991).

Quanto ao tratamento dado à divulgação de informações, Verrecchia (2001), pautado em estudos anteriores, propôs três abordagens distintas sobre a característica de realizar a divulgação de determinada informação de uma organização. Essas abordagens são conceituadas como: (i) divulgação baseada em associação, (ii) divulgação baseada em julgamento e (iii) divulgação baseada na eficiência.

Nesse sentido, a primeira abordagem, definida como divulgação baseada em associação, refere-se ao impacto da evidenciação de informações sobre respectivo valor e o volume de negociação de determinado ativo. Assim, a divulgação de informações está associada ao estímulo de se verificar como a divulgação está relacionada com o interesse de mudança no comportamento dos investidores, que buscam no mercado de capitais um meio de maximização de valor (Verrecchia, 2001).

A segunda abordagem é conceituada como divulgação baseada em julgamento, por meio da qual se busca verificar o poder discricionário dos gestores sobre as informações pelo qual detenham conhecimento, isto é, de que maneira se orientam por um comportamento de realizar a divulgação dessas informações (Verrecchia, 2001).

Nessa perspectiva, considera-se que um investidor racional compreende uma informação retida como sendo uma informação desfavorável sobre o desempenho da organização. Além disso, há um ponto de equilíbrio observado pelos gestores, concernente aos benefícios da divulgação e os respectivos custos associados (Verrecchia, 2001).

Por fim, a terceira abordagem apresentada é definida como "divulgação baseada na eficiência", uma vez que parte do pressuposto da discussão sobre os fatores que influenciam no comportamento em analisar a eficiência das informações a serem evidenciadas. Além disso, considera-se sobre essa abordagem que o comportamento dos gestores sobre realização

da divulgação é direcionado pela publicação antes mesmo de conhecê-la previamente (Verrecchia, 2001).

Destarte, essa pesquisa está delimitada sobre a abordagem baseada na divulgação por julgamento, isto é, a divulgação de informações voluntárias fundamentada no aspecto discricionário dos gestores. Nessa perspectiva, cabe ressaltar que segundo Verrecchia (2001) o objetivo de um gestor é a maximização de valor da empresa. Com isso, o julgamento entre a divulgação ou não de informações particulares está associado aos fatores determinantes que influenciam positivamente a percepção dos investidores sobre o desempenho e consequentemente o valor da organização.

Cabe ressaltar, diante disso, que os gestores das organizações estão em uma posição favorável à obtenção de informações significantes sobre as quais são participantes. Essas informações incluem aquelas atreladas às projeções futuras, pelas quais possuem um impacto decisivo no valor dessas organizações, sem obrigatoriamente, refletir na distribuição dos dividendos (Dye, 1985).

Assim, emergem duas perspectivas de evidenciação das informações pelas organizações, caracterizadas como obrigatória e voluntária. A evidenciação obrigatória está associada a uma estrutura pré-definida de elaboração e divulgação. Já a divulgação voluntária está associada ao comportamento dos gestores em buscar realizá-la ou não (Rufino & Monte, 2014). Com isso, se faz necessária a discussão para distinguir entre ambas as formas de divulgação.

2.1.1 Divulgação Obrigatória

A contabilidade segundo Murcia (2010) é alvo de regulação, e sobre a perspectiva normativa, os agentes reguladores estabelecem as leis pelas quais as organizações são submetidas. Assim, a regulação sobre as informações contábeis está associada à existência da assimetria informacional, e com isso, os agentes reguladores buscam assegurar que as organizações prestem contas sobre informações particulares (Murcia, 2010). Essa assimetria de informações conforme Core, Hail e Verdi (2015) ocorre na medida em que gestores detiverem uma alta concentração de informações particulares da organização.

Todavia, a divulgação obrigatória, proporciona a vantagem da padronização de informações, partindo do pressuposto de uma análise comparativa do investidor antes de tomar decisões sobre a realização de um investimento (Murcia, 2009). Além disso, cabe salientar que investidores menos informados, demandam uma taxa maior de retorno sobre

seus recursos a serem investidos (Core, *et al.*, 2015). Assim, além dos aspectos referentes à assimetria informacional, a regulação sobre a divulgação contábil contempla a proteção desses investidores menos informados (Murcia, 2010).

Em 13 de dezembro de 2011, por meio da Deliberação nº 676, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aprovou o Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da Apresentação das Demonstrações Contábeis. Nesse sentido, a CVM, fundamentada na Lei no 6.404, deliberou aprovar e tornar obrigatório para as companhias de capital aberto, o CPC 26 (R1) sobre a Apresentação das Demonstrações Contábeis, revogando a Deliberação CVM nº 595, de 15 de setembro de 2009.

Com isto, o objetivo do CPC 26 (R1) é definir uma estrutura para a apresentação das demonstrações contábeis, com o intuito de proporcionar aos usuários dessas informações a comparabilidade tanto entre os períodos anteriores de uma determinada companhia, quanto com demonstrações de outras companhias. Além disso, o respectivo pronunciamento técnico estabelece alguns requisitos fundamentais para a evidenciação das informações, relacionados ao conteúdo informacional (CVM, 2017).

Destaca-se conforme disposto no CPC 26 (R1), a finalidade das demonstrações contábeis é representar de forma estruturada a posição patrimonial, financeira e o desempenho da organização. Assim sendo, os relatórios precisam proporcionar aos usuários informações úteis acerca dessas questões, que possibilitem as análises para tomada de decisões.

Cabe ressaltar que as demonstrações também têm por objetivo a prestação de conta por parte dos gestores, sobre o desempenho da administração, mediante a responsabilidade confiada pelos proprietários (CVM, 2017). Com isso a Tabela 1 apresenta o conjunto completo das demonstrações exigidas no CPC 26 (R1).

Tabela 1
Conjunto completo das demonstrações exigidas no CPC 26 (R1)

Demonstrações Contábeis
Balanco Patrimonial ao final do período;
Demonstração do Resultado do período;
Demonstração do Resultado Abrangente do período;
Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido do período;
Demonstração dos Fluxos de Caixa do período;
Notas Explicativas, compreendendo um resumo das políticas contábeis significativas e outras informações elucidativas;
Balanco Patrimonial do início do período mais antigo, comparativamente apresentado, quando a entidade aplica uma política contábil retrospectivamente ou procede à reapresentação retrospectiva de itens das demonstrações contábeis, ou ainda quando procede à reclassificação de itens de suas demonstrações contábeis;
Demonstração Do Valor Adicionado do período, conforme Pronunciamento Técnico CPC 09, se exigido legalmente ou por algum órgão regulador ou mesmo se apresentada voluntariamente

Fonte: CVM (2017)

Além das demonstrações apresentadas na Tabela 1, as organizações podem evidenciar outros relatórios ou demonstrações, por exemplo, sobre aspectos ambientais e sociais. Entretanto, essas informações são consideradas complementares ao CPC 26 (R1), haja vista que aquelas dispostas no respectivo pronunciamento técnico têm a mesma importância e obrigatoriedade de evidenciação (CVM, 2017).

Destarte, em 30 de agosto de 2012, por meio da Deliberação nº 684, a CVM aprovou e tornou obrigatório, para as companhias abertas, o Pronunciamento Técnico CPC 40(R1) emitido pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC, que trata de Instrumentos Financeiros: Evidenciação.

Além disso, alterou a Deliberação CVM nº 604, de 19 novembro de 2009, relativa ao Pronunciamento Técnico CPC 40 – Instrumentos Financeiros: Evidenciação. O respectivo Pronunciamento foi elaborado a partir do IFRS 7 – *Financial Instruments: Disclosures* (IASB), versão do BV 2012 (*without early application*) e sua aplicação, evidencia a correlação às normas internacionais de contabilidade (CVM, 2017).

O objetivo do CPC 40(R1) é exigir que as organizações evidenciassem nas suas demonstrações contábeis, informações que possibilitem aos usuários avaliarem dois aspectos considerados fundamentais. O primeiro refere-se à evidenciação de informações para que os usuários possam avaliar a significância dos instrumentos financeiros, e conseqüentemente a posição patrimonial e financeira e o desempenho da companhia.

Já o segundo refere-se à divulgação de informações que oportunizem aos usuários a análise da natureza e da extensão dos riscos resultantes dos instrumentos financeiros, pelos quais a organização está exposta na data da respectiva evidenciação contábil, bem como a maneira com que a entidade realiza o gerenciamento desses riscos (CVM, 2017). Em síntese, as informações exigidas são apresentadas na Tabela 2.

Pontua-se que as exigências apresentadas na Tabela 2 evidenciam algumas questões negativas, envolvendo os derivativos no mercado nacional, como por exemplo, as companhias Sadia e Aracruz que na perspectiva de Murcia e Santos (2009a) pelo tratamento indevido aos derivativos obtiveram prejuízos significativos.

Assim, esses prejuízos afetaram as operações das respectivas empresas, haja vista que na Sadia atingiu o maior resultado negativo no período histórico da companhia e a Aracruz teve por parte da empresa responsável pela auditoria a informação sobre a possível descontinuidade (Murcia & Santos, 2009a). A seguir, é apresentada a Tabela 2.

Tabela 2
Informações exigidas no CPC 40(R1)

Significância dos instrumentos financeiros para a posição patrimonial e performance da entidade

A entidade deve evidenciar o valor contábil das categorias de instrumentos financeiros, como definido no Pronunciamento Técnico CPC 38 no balanço patrimonial ou em notas explicativas: (i) ativos financeiros mensurados pelo valor justo por meio do resultado, (ii) investimentos mantidos até o vencimento, (iii) empréstimos e recebíveis, (iv) ativos financeiros disponíveis para a venda, (v) passivos financeiros mensurados pelo valor justo por meio do resultado, e (vi) passivos financeiros mensurados pelo custo amortizado;

Se a entidade tiver classificado empréstimos e recebíveis como mensurados pelo valor justo por meio do resultado ela deve realizar evidenciações relacionadas ao risco de crédito das operações, bem como dos derivativos de crédito usados para mitigar esses riscos, entre outras;

Se a entidade tiver designado um passivo financeiro como mensurado pelo valor justo por meio do resultado, ela deve evidenciar o impacto de variações no risco de crédito;

A entidade deve fornecer evidenciações detalhadas para as reclassificações realizadas de acordo com o previsto no Pronunciamento Técnico CPC 38;

A entidade deve fornecer informações sobre ativos financeiros usados como garantia;

Evidenciações também precisam ser fornecidas quando a entidade efetuar provisão para perdas por perda na recuperação do valor dos ativos;

A entidade deve evidenciar as características de derivativos embutidos em instrumentos financeiros compostos;

O Pronunciamento também estabelece diretrizes para a evidenciação de elementos componentes do resultado relacionados a instrumentos financeiros, como receitas, despesas, ganhos e perdas;

Evidenciações detalhadas também são necessárias para as operações de hedge, de acordo com o disposto no Pronunciamento Técnico CPC 38 para cada categoria de hedge realizada;

Natureza e extensão dos riscos oriundos dos instrumentos financeiros

Para se atingir o objetivo de possibilitar aos usuários a avaliação da natureza e da extensão dos riscos oriundos dos instrumentos financeiros, a entidade deve realizar evidenciações qualitativas e quantitativas;

A entidade deve fornecer informações quantitativas e qualitativas a respeito dos riscos de crédito, de liquidez, de mercado e outros. Deve ainda fornecer uma análise de sensibilidade para os riscos de mercado;

A entidade deve fornecer as divulgações requeridas para todos os ativos financeiros transferidos desconhecidos ou não e para qualquer envolvimento contínuo em ativo transferido, existente na data das demonstrações contábeis, independentemente de quando a respectiva transação de transferência ocorreu. Deve ainda divulgar informações que possibilite compreender: a relação entre ativos financeiros transferidos, desconhecidos ou não em sua totalidade e os passivos associados; avaliar a natureza e os riscos associados do envolvimento contínuo da entidade em ativos financeiros desconhecidos.

Fonte: Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC (2017)

Observa-se mediante essas ocorrências, discutidas pelos autores Murcia e Santos (2009a), que os maiores prejudicados foram os investidores das respectivas companhias e, nesse sentido emerge a importância da evidenciação de informações sobre as operações das organizações. Com isso, na próxima seção são apresentados os aspectos relacionados à divulgação voluntária.

2.1.2 Divulgação Voluntária

A divulgação voluntária, segundo Murcia (2009), é um mecanismo que proporciona uma melhor eficiência na tomada de decisões de investimento nos mercados de capitais. Afinal, auxilia os usuários externos a identificarem as políticas de gestão das organizações.

Além disso, pode ser considerada uma vantagem competitiva para as entidades, já que influencia positivamente o desempenho das ações no mercado de capitais.

Destaca-se que quando os investidores percebem a ausência de informações, buscam proteger-se de respectivos riscos sobre os investimentos, e nessa perspectiva, se propõem a dispendir menos recursos pelos ativos das companhias, circunstância essa que afeta consequentemente a liquidez das ações (Murcia, 2009).

Nesse cenário, os autores Clinch e Verrecchia (2015) destacam que os investidores com um comportamento definido pela maior aversão ao risco, intensificam o ambiente de seleção adversa, propiciando uma elevação na demanda por um retorno maior ao risco relativo ao investimento.

Em consequência do aumento dessa seleção adversa, Clinch e Verrecchia (2015) sugerem que essa atuação influenciará o aumento na divulgação. Apesar disso, ocasionará um problema para os gestores, uma vez que uma maior demanda pela divulgação de informações, não satisfará a condição anterior de reivindicação dos investidores pelo retorno maior ao risco.

Entretanto, Murcia (2009) pontua que o fator relacionado ao custo pode ser um determinante para a retenção da divulgação voluntária, partindo do pressuposto de que o aumento no volume de informação evidenciada, consequentemente aumentarão os custos associados à evidenciação.

Cabe ressaltar que esses custos associados à divulgação de informações, ocorrem pela sistemática desse processo, considerando os indivíduos envolvidos na elaboração, certificação e evidenciação dos relatórios informacionais. Destaca-se que particularmente no Brasil, há existência do custo relativo à divulgação de informações para as companhias de capital aberto, em meios de comunicação com relevante abrangência e no Diário Oficial dos Estados (Murcia, 2009).

Em se tratando dos custos associados à divulgação de informações, Verrecchia (2001) pondera que o mais dispendioso para uma organização é aquele associado ao custo de propriedade. Nesse sentido, Verrecchia (1983) salienta que os concorrentes podem apropriar-se das informações evidenciadas voluntariamente com o propósito de maximizar seus próprios interesses.

Nessa perspectiva, Dye (1985) afirma que um concorrente, influenciado pelas informações divulgadas sobre as organizações de determinado setor, pode estar disposto a concorrer também no respectivo mercado. Fundamentado nessas contribuições, Murcia (2009) sugere que esse seja um dos motivos para que os gestores das companhias brasileiras optem

por uma política de não realizar o detalhamento de determinadas informações particulares nas publicações.

Para Murcia (2009), além dos concorrentes, há outros custos de propriedades que influenciam a divulgação de informações voluntárias como, por exemplo, os sindicatos, fornecedores, governo e clientes. Observa-se que a divulgação detalhada sobre os resultados da empresa, poderá proporcionar um cenário de influência desses agentes em busca de maximizar seus interesses particulares. Entretanto, ressalta-se que a divulgação voluntária não está condicionada à obrigatoriedade de realização, ficando sob julgamento dos gestores das organizações a publicação ou não (Murcia, 2009).

Destarte, segundo Dye (2017), até meados de 1970 acreditava-se que as organizações divulgariam voluntariamente uma quantidade relativamente baixa de informações que maximizasse o interesse social. Essa vertente de pensamento embasou-se na perspectiva de que as informações particulares são consideradas como um bem público, e por isso, como todo bem público, não seriam produzidas em um nível suficiente para satisfação das necessidades dos usuários.

Assim sendo, seria necessária uma regulamentação no mercado de capitais para que as organizações estivessem sujeitas à obrigatoriedade de fornecimento dessas informações. Dessa forma, na medida em que essa abordagem fosse verificada, poderia ser uma justificativa intelectual para a regulamentação da divulgação das informações financeiras (Dye, 2017).

Todavia, no mercado de capitais, Shin (2003) propõe que a publicação das informações seja realizada à medida que os agentes interessados esperam determinadas reações nesse mercado, com base na nova informação disponibilizada. Nessa perspectiva, os gestores de uma organização adotarão uma postura cautelosa com a prática da divulgação, uma vez que qualquer informação disponibilizada ao público poderá impactar no valor da organização (Shin, 2003).

Assim, os autores Kumar, Langberg, Oded, e Sivaramakrishnan (2017) ponderam que as informações consideradas privadas, as quais os gestores detêm, poderão ser utilizadas para controlar de maneira estratégica, com o emprego de múltiplos mecanismos, o fluxo de informação nos mercados de capitais.

Nos últimos anos, Alves *et al.* (2015) apontaram que os governos e as autoridades reguladoras do mercado consideraram a divulgação como um dos instrumentos primordiais para assegurar a proteção dos investidores, bem como as movimentações no mercado financeiro. Essa prática está atrelada ao esforço e à responsabilidade dos gestores em

promover um melhor nível de transparência, entre a organização e o mercado (Alves *et al.*, 2015).

Desse modo, Bruslerie e Gabteni (2014) salientam que a prática de realizar a divulgação voluntária, poderá apresentar as projeções da empresa de longo prazo, dentre outras informações úteis que proporcionará uma redução na assimetria informacional. É importante ressaltar que a divulgação voluntária possui uma característica de complementar a divulgação de informações obrigatórias (Bruslerie & Gabteni, 2014).

Isto posto, considerando a associação da divulgação voluntária com a redução na assimetria informacional entre os agentes, na próxima seção são discutidos os aspectos relacionados à Teoria das Escolhas Contábeis.

2.2 TEORIA DAS ESCOLHAS CONTÁBEIS

Considerando que os mercados são constituídos de fatores imperfeitos e incompletos, Fields, Lys e Vicent (2001) ponderam que a demanda pela regulação contábil, faz com que a divulgação de informações e os contratos com base na Contabilidade sejam considerados mecanismos eficientes para enfrentar esses fatores de imperfeições dos mercados.

Diante disso, ao se tratar da Contabilidade, emerge uma questão fundamental caracterizada pelas escolhas contábeis, isto é, qualquer decisão tomada pelos gestores visando o principal propósito de influenciar o resultado de uma determinada organização (Fields *et al.*, 2001).

Destarte, além das escolhas contábeis influenciarem os resultados das organizações, pode dentre outros fatores, induzir o comportamento dos gestores sobre a prática da divulgação de informações (Fields *et al.*, 2001). Assim, evidencia-se a necessidade de compreender a motivação dos gestores sobre a prática das escolhas contábeis, considerando que não são adotadas sem nenhuma finalidade, uma vez que os indivíduos são estimulados por incentivos econômicos (Murcia, Souza, Wuergues & Duarte, 2013).

Na perspectiva de Watts (1992) a escolha contábil, está relacionada ao comportamento do gestor em adotar a prática de um determinado procedimento contábil em detrimento de outro. Assim, Watts (1992) considera que a Teoria das Escolhas Contábeis é o principal assunto a ser estudado na Contabilidade. Nesse sentido, para que a Contabilidade seja compreendida com clareza, é imprescindível satisfazer a necessidade de explicar e prever as variações nas contas contábeis (Watts, 1992).

Dentre as motivações sobre uma escolha contábil, segundo os autores Murcia *et al.* (2013) caracterizam-se o aumento nos lucros visando: (i) maximizar a remuneração, (ii) satisfazer as projeções do mercado e (iii) melhorar a associação entre as contas do passivo e o patrimônio líquido. Além disso, a diminuição dos lucros buscando: (i) recolher menos impostos e (ii) minimizar a atenção dos *stakeholders*.

Entretanto, a questão central para identificar a motivação dos gestores, em se tratando das práticas sobre as escolhas contábeis, está associada à discricionariedade na tomada de decisões para atingir no intuito de maximizar seus propósitos particulares (Murcia *et al.*, 2013).

Todavia, Paulo (2007) afirma que as informações contábeis são requeridas pelos usuários principalmente por dois fatores: assimetria informacional e conflitos de agência. Nessa perspectiva, de acordo com Paulo (2007), a literatura apresenta que os gestores buscam entre os mecanismos contábeis válidos, escolherem práticas visando duas vertentes: oportunista e eficiência.

A vertente oportunista é caracterizada pela busca dos gestores em maximizar seus interesses. Por outro lado, a vertente relativa à eficiência é pautada pelo direcionamento dos gestores quanto às escolhas que minimizam os custos de capital, custo contratual e o risco da organização (Paulo, 2007).

Em uma análise sobre os estudos desenvolvidos na década de 1990, os autores Fields *et al.* (2001) examinaram os determinantes sobre as consequências das escolhas contábeis, sistematizando a pesquisa em três características que influenciam o comportamento dos gestores: (i) custo de agência, (ii) assimetria informacional e, (iii) externalidades.

Os custos de agência estão relacionados às questões contratuais. Já a assimetria informacional está associada à relação entre os gestores (mais informados) e os investidores (menos informados). Por conseguinte, as externalidades referem-se às relações contratuais e não contratuais com terceiros (Fields *et al.*, 2001). Na Tabela 3 são detalhadas as principais motivações para as escolhas contábeis.

Tabela 3
Motivação das escolhas contábeis

Motivação	Fator
Custo de agência	Conflito interno de agência (compensação dos executivos);
	Conflito externo de agência (contratos com investidores);
Assimetria informacional	Políticas de divulgação;
	Gerenciamento de resultados;
	Mercado eficiente;
Externalidades	Tributos;
	Regulamentação.

Fonte: adaptado de Fields *et al.* (2001)

Fundamentados nas perspectivas motivacionais detalhadas na Tabela 3, Fields *et al.* (2001) consideram que ainda há lacunas a serem exploradas sobre as escolhas contábeis, entretanto, o progresso obtido com os estudos desenvolvido na década de 1990 diminuiu. Os principais determinantes, segundo os autores Fields *et al.* (2001) são as dificuldades em trabalhar com um cenário constituído pela possibilidade de múltiplas escolhas, múltiplos objetivos e complicações econométricas.

Sendo assim, a abordagem das escolhas contábeis nessa pesquisa, está associada à inquietação de identificar e analisar os fatores determinantes na influência sobre o comportamento dos gestores em realizar a prática de divulgação voluntária de informações financeiras.

Com base nisso, considera-se que ao adotar a prática por evidenciar um volume maior de informações, poderá reduzir a assimetria informacional. A seguir, na próxima seção é discutido sobre a contabilidade, abordando desde os aspectos conceituais, até o tratamento dado pela área contábil com relação à pesquisa.

2.3 CONTABILIDADE

A primeira abordagem na intenção de propor o conceito dos objetivos da contabilidade, na perspectiva de Hendriksen e Van Breda (1999), norteou-se pelo enfoque no cálculo e evidenciação do lucro líquido, de modo que fosse apresentado em um relatório que possibilitasse a relação do período em questão, com períodos futuros.

Posteriormente, o enfoque foi semântico, direcionado na mensuração e na evidenciação da maximização do valor econômico (Hendriksen & Van Breda, 1999). Essa essência econômica é considerada um dos principais fundamentos da contabilidade, e com

isso, a preocupação em compreendê-la em sua integridade será um notável avanço na área contábil (Iudícibus, 2007).

Desde o período compreendido pelas décadas de 1960 e 1970, sob o âmbito do cenário internacional, segundo Salotti e Yamamoto (2005) os estudos científicos relacionados à pesquisa contábil foram submetidos ao processo de significantes transformações, no tocante ao caráter metodológico.

Anteriormente, a pesquisa contábil concentrava-se no enfoque normativo, por meio de uma abordagem prescritiva, proporcionando resultados teóricos e estabelecendo regras, de modo a fornecer orientações sobre a adoção das práticas contábeis (Salotti & Yamamoto, 2005).

Destarte, Watts e Zimmerman (1978) propuseram uma análise sobre os mecanismos de gerenciamento utilizados no intuito de maximizar a riqueza dos gestores, pautados em duas abordagens, definida pelos respectivos aumentos nos preços das ações e nos bônus e incentivos.

Diante disso, compreende-se que a escolha por esses mecanismos é significativamente influenciada pelas normas contábeis, particularmente por meio dos impostos, normas e procedimentos regulatórios, custos operacionais, custos de produção, além do próprio plano de remuneração dos gestores (Watts & Zimmerman, 1978).

Nessa perspectiva, com o desenvolvimento das pesquisas empíricas, as explicações para as escolhas contábeis tornaram-se mais ricas e sofisticadas (Watts & Zimmerman, 1978). Com isso, a maioria desses estudos empíricos associados às escolhas contábeis evidenciou que os gestores escolhem os procedimentos contábeis que oportunizam a maximização de seus interesses em detrimento ao principal, na medida em que podem observar os contratos definidos e posteriormente determinar os incentivos para a escolha contábil (Watts & Zimmerman, 1990).

Mediante isso, Iudícibus (2007) pontua que a Contabilidade evoluiu de maneira significativa, buscando nesse processo sempre a associação com a realidade econômica, organizacional, legal e social do contexto em questão. Nessa perspectiva, torna-se uma tarefa difícil prever qual será o tratamento da Contabilidade sobre uma ótica futura, isto é, prever até que ponto ela poderá chegar (Iudícibus, 2007).

Entretanto, considerando os mecanismos possíveis no gerenciamento de uma organização, principalmente, com relação à adoção de políticas de tomada de decisões por parte dos gestores, Jensen (2001) defende a maximização dos interesses dos acionistas,

considerando além dos aspectos de responsabilidade legais destes agentes, a continuidade dos negócios.

Entretanto, Rufino e Machado (2015) ponderam que, por um longo período de tempo, as organizações eram conhecidas como sociedades econômicas, com o particular propósito de maximizar os resultados financeiros para satisfazer o principal interesse dos acionistas, em busca de uma remuneração atrativa sobre o capital investido.

No entanto, considerando a realidade contemporânea, essa abordagem tradicional, fundamentada principalmente na remuneração do capital dos acionistas, deixa de ser adotada como uma verdade absoluta, uma vez que sem os recursos naturais e o capital humano não há geração ou maximização de valor (Rufino & Machado, 2015).

O desenvolvimento das pesquisas contábeis, no intuito de solucionar as questões observadas no ambiente cotidiano das organizações, isto é, reunindo os aspectos teóricos com a prática, potencializa a Contabilidade enquanto ciência. É importante ressaltar que a Contabilidade possui um relevante aspecto prático, definido como instrumento de *accountability*, de controle da organização e de seus usuários, da prestação de conta desses agentes como informação para tomada de decisão, por parte dos diversos agentes interessados pela informação contábil (Iudícibus *et. al.*, 2005).

Nesse processo, os autores Hemmer e Labro (2008) contribuem que tanto a Contabilidade Financeira, por meio da disponibilidade dos relatórios financeiros, quanto a Contabilidade Gerencial, por meio dos mecanismos de controle e gerenciamento, constituem-se como instrumentos contábeis fundamentais para as organizações.

Essa proposição se alicerça na perspectiva de que os investidores de uma determinada empresa buscam extrair informações, disponibilizadas por meio da divulgação dos relatórios financeiros, para que, de certa forma, os auxiliem a avaliar o desempenho gerencial dessa empresa. Além disso, os gestores podem utilizar dos mecanismos gerenciais, como sustentação para informar suas tomadas de decisões (Hemmer & Labro, 2008).

Assim, segundo Murcia e Wuerges (2011), as informações disponibilizadas nos relatórios contábeis, decorrem de um julgamento dos gestores, mediante as práticas contábeis pré-definidas, uma vez que essas informações são intrínsecas aos usuários internos da organização. Assim, considerando os mecanismos e práticas para redução de assimetria informacional e, conseqüentemente o conflito entre os agentes das organizações, na próxima seção são discutidos os aspectos relacionados à Governança Corporativa.

2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa na visão de Silveira (2004) pode ser compreendida como um conjunto de mecanismos com o propósito de assegurar aos investidores das organizações, na condição de provedores dos recursos, o respectivo retorno desse capital empregado na empresa.

Cabe ressaltar que o gerenciamento desses recursos é responsabilidade dos gestores, e com isso, emerge as questões de risco relativo a esse gerenciamento. Nesse contexto, esse conjunto de mecanismos visa principalmente à redução do conflito entre os gestores e acionistas, por meio de políticas de gestão que estejam consoantes e possam garantir os seus interesses (Silveira, 2004).

Destaca-se ainda que segundo Iudícibus (2007), a Contabilidade possui uma função primordial que é também a prestação de contas para os usuários sobre a origem e a aplicação dos recursos investidos nas organizações. Essa publicação de informações contábeis relativas à gestão, possui dentre outras finalidades, o objetivo de evidenciar ao investidor a política de gestão da organização (Iudícibus, 2007).

Diante disso, observa-se a proximidade entre a Contabilidade e a Governança Corporativa, como mecanismos de redução de assimetria informacional e conflito de interesses entre os agentes participantes de uma organização. Assim, na Figura 1 são detalhados os tipos de mecanismos de Governança Corporativa.

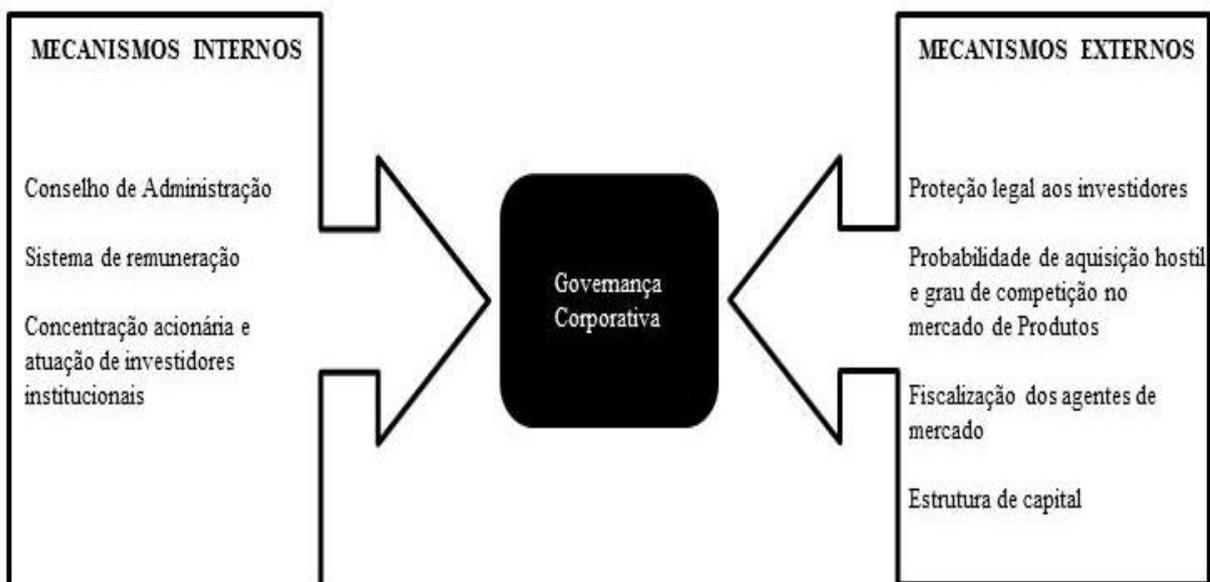


Figura 1 - Tipos de Mecanismos de Governança Corporativa
Fonte: adaptado de Silveira (2010)

Observa-se, de acordo com Silveira (2010), que para o funcionamento adequado de um sistema de governança é necessário que os mecanismos internos estejam em consonância com os externos. Isso tem o intuito de garantir uma política de tomada de decisões pelos gestores que maximize em longo prazo, o interesse dos investidores.

Destaca-se com isso, mediante os mecanismos apresentados na Figura 1, que o conselho de administração é compreendido como o principal, uma vez que esse conselho tem por propósito fundamental a representatividade dos interesses dos investidores, por meio do acompanhamento das estratégias de gestão adotadas pelos executivos (Silveira, 2010).

No tocante ao sistema de remuneração, Silveira (2010) propõe que é um mecanismo chave de governança, haja vista que o plano estabelecido para remunerar os executivos, pode estimular um comprometimento com a política de tomada de decisões a favor dos interesses dos investidores.

Ainda como mecanismo interno, Silveira (2010) define que a concentração acionária e atuação de investidores institucionais referem-se à estrutura de propriedade da organização, e com isso, de acordo com a composição acionária da companhia, haverá a participação dos investidores no sentido de influenciar o comportamento dos gestores, ocorrência que minimizará ou maximizará o conflito de interesses.

Diante disso, com relação aos mecanismos externos, Silveira (2010) comenta que a proteção legal aos investidores, está associada à segurança dos investidores relativo aos conflitos de interesses, na medida em que considerando o cenário institucional pelo qual a empresa está estabelecida, emergem a existência de potenciais influências exercidas pelos participantes desse mercado.

Já a possibilidade de aquisição hostil e grau de competição no mercado de produtos, na perspectiva de Silveira (2010) parte do pressuposto da inquietação dos executivos sobre o afastamento da companhia na eventualidade de uma possível aquisição hostil. Nesse sentido é definido pela literatura como um relevante mecanismo, no intuito de disciplinar o comportamento dos gestores.

Além disso, outro mecanismo externo de governança proposto por Silveira (2010) é a fiscalização dos agentes de mercado, considerado como um fator benéfico para a organização, decorrente da prática dos gestores da evidenciação das informações particulares da companhia, fomentando assim, a fiscalização por parte dos diversos agentes participantes do mercado de capitais.

Por conseguinte, a estrutura de capital evidencia as fontes de financiamento das organizações, isto é, a composição de endividamento das empresas, que na visão de Silveira

(2010) é compreendido como um importante mecanismo para minimizar a destruição do valor da empresa, pela tomada de recursos pelos executivos visando a maximização de seus interesses particulares.

Todavia, os autores Giroud e Mueller (2011) encontraram que em um ambiente não competitivo, isto é, quando a participação de mercado das companhias é concentrada, mensuração realizada por meio do índice de Herfindahl; as organizações com governança corporativa fraca apresentaram desempenho operacional, valor de mercado e retorno sobre o capital aos investidores menores.

Cabe ressaltar que os principais fatores determinantes dessa ineficiência foram a baixa produtividade e o custo dos insumos elevados, além de tomada de decisões destruidoras de valor da empresa (Giroud & Mueller, 2011). Diante disso, Silveira (2010) propõe que a Governança Corporativa poderá proporcionar à organização, tanto benefícios internos quanto externos. Esses benefícios são apresentados na Figura 2.

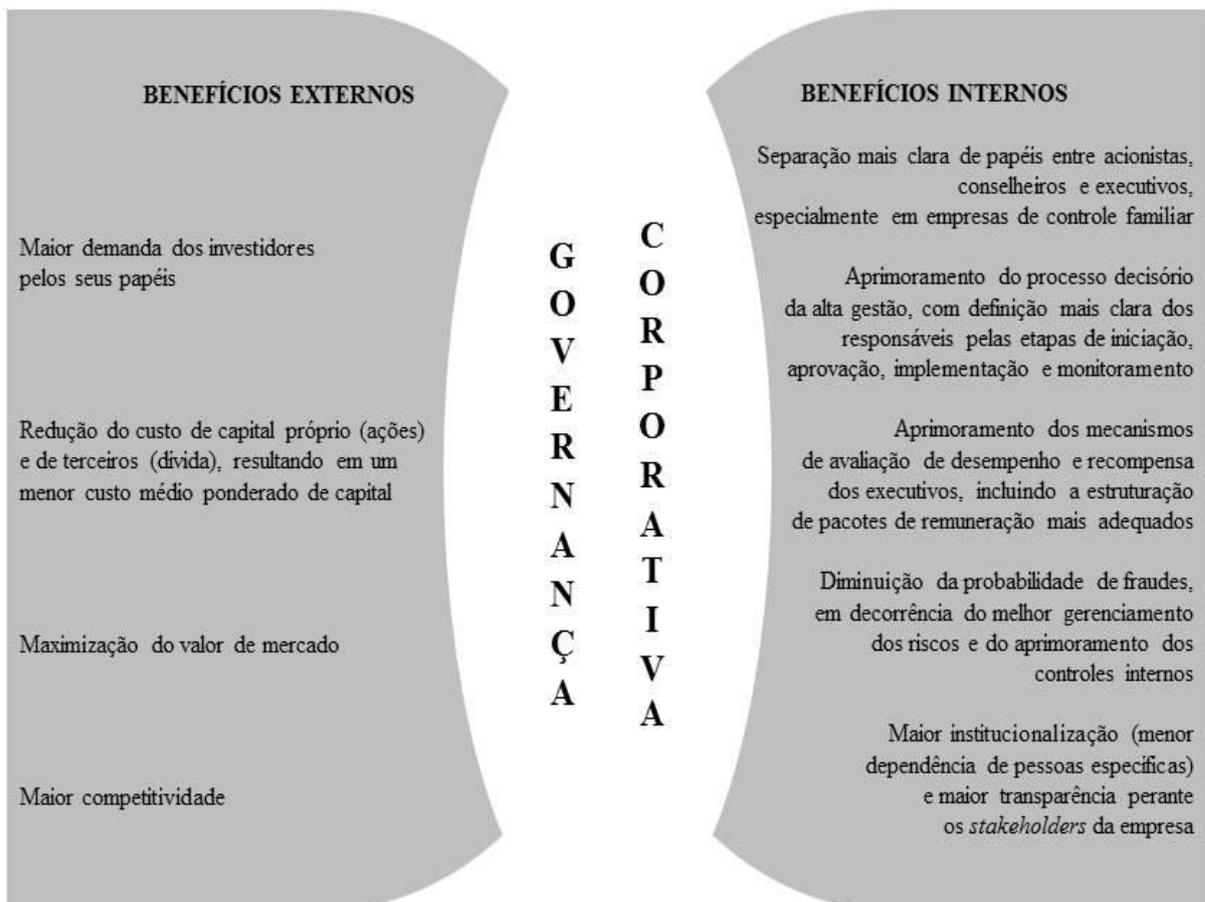


Figura 2 - Benefícios da Governança Corporativa
Fonte: adaptado de Silveira (2010)

Os benefícios externos, segundo Silveira (2010), estão associados à perspectiva de que uma organização com boa governança poderá melhorar a captação de recursos, reduzindo assim o custo de capital, fatores que fomentarão a maximização do valor e a participação de mercado da empresa. Já com relação aos benefícios internos, Silveira (2010) pontua que promoverão a transparência quanto aos papéis dos agentes participantes, dado a possibilidade de monitoramento da tomada de decisões dos gestores.

Destaca-se que, com a maior transparência nos processos internos, a boa governança poderá minimizar as possibilidades de fraudes ou desvio de finalidades relativas aos interesses dos investidores (Silveira, 2004).

Considerando os benefícios consoantes à boa Governança Corporativa para as organizações, principalmente para os investidores, na medida em que estão posicionados em um ambiente externo a rotina de tomada de decisão dos executivos, na próxima seção são apresentados alguns dos principais aspectos históricos sobre a temática no cenário brasileiro.

2.4.1 Governança Corporativa no Brasil

No cenário brasileiro, de acordo com Silveira (2010), a temática sobre a Governança Corporativa ganhou expressividade a partir de 1998, motivado pelos recorrentes conflitos entre os agentes das organizações sobre determinadas práticas particulares de gestão, adotadas pelos executivos, consideradas pelos investidores como destruidoras de valor.

Com base nisso, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) desenvolveu em 1999 a primeira versão do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, iniciando assim as discussões no cenário nacional em torno da temática (Silveira, 2010).

Por conseguinte, em 2000 ocorreu a disposição na Brasil Bolsa Balcão dos níveis de Governança Corporativa diferenciado, sendo definidos por Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (Silveira, 2010). Essa segmentação diferenciada entre os Níveis de Governança da Brasil Bolsa Balcão na visão de Silveira (2010) proporcionou uma nova perspectiva relativa à temática no cenário brasileiro, uma vez que a exigência para a adoção das boas práticas de governança provoca uma crescente busca pela segmentação nos respectivos níveis.

Cabe ressaltar, que também houve mudanças nos aspectos legais, como por exemplo, a reforma da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 10.303/2001) que segundo Silveira (2010) passou a contemplar mais direitos para os investidores minoritários.

Destaca-se que a Governança Corporativa, por meio de seus mecanismos possui uma abordagem fundamental em relação à garantia dos direitos desses investidores. Entretanto, é somente por meio da transparência que os investidores poderão avaliar as práticas de Governança Corporativa da empresa (Silveira, 2010).

Os problemas de conflito de agência, isto é, entre o acionista principal e os acionistas minoritários na perspectiva de Silveira (2010) é significativamente recorrente nos países emergentes, como é o caso do Brasil, uma vez que as companhias apresentam uma estrutura com uma alta concentração acionária, além do controle definido sobre um acionista majoritário.

Essa composição estrutural é complementada pela presença dos acionistas minoritários, os quais constituem o maior número de acionistas. Contudo, a partir de 2005, esse cenário começou a se modificar, tendo em vista o advento da presença de companhias com a estrutura de propriedade mais dispersa (Silveira, 2010).

Diante disso, Silveira (2010) pontua que em 2002 as companhias CCR Rodovias e Sabesp constituíram-se como as primeiras organizações a fazerem parte da listagem do Novo Mercado da Brasil Bolsa Balcão. Mais tarde, ao longo do ano de 2004, outras cinco companhias também passaram a integrar a listagem do Novo Mercado (Silveira, 2010).

No ano seguinte, em 2005, a Lojas Renner passou a ser a primeira *corporation* brasileira, caracterizada pela pulverização das ações na bolsa de valores e a indefinição do controle. Ainda, em 2006, foi registrada a primeira tentativa de aquisição hostil no país, quando a Sadia tentou adquirir a Perdigão (Silveira, 2010). Assim, na próxima seção serão apresentados os níveis de Governança Corporativa dispostos na listagem da Brasil Bolsa Balcão.

2.4.2 Níveis de Governança Corporativa da Brasil Bolsa Balcão

No intuito de fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, a Brasil Bolsa Balcão criou os segmentos especiais de listagem, para classificar as companhias de acordo com os diferentes perfis, definidos como Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 (Brasil Bolsa Balcão, 2017).

Esses níveis são fundamentados nos princípios de Governança Corporativa diferenciados, isto é, sobressaem as obrigações dispostas na Lei das Sociedades por Ações, na perspectiva de oportunizar uma maior transparência e conseqüentemente a melhor avaliação

das companhias que aderirem voluntariamente aos respectivos níveis de Governança Corporativa (Brasil Bolsa Balcão, 2017).

Assim, o nível de exigência sobre as práticas de Governança Corporativa, dispostos nos segmentos de listagem da Brasil Bolsa Balcão, tem como propósito atrair os investidores no mercado de capitais. Tendo em vista que essa exigência pela transparência dos gestores das organizações, sobre os fatores associados à tomada de decisões, possa além de reduzir a assimetria informacional, assegurar o direito dos investidores (Brasil Bolsa Balcão, 2017).

Essa segurança ocorre, uma vez que os gestores poderão ser monitorados com maior profundidade, por meio das informações que deverão se tornar públicas aos participantes do mercado de capitais (Silveira, 2010). Na Tabela 4 são apresentados alguns dos fatores que diferenciam os segmentos de listagem da Brasil Bolsa Balcão.

Tabela 4
Comparação entre os segmentos de listagem da Brasil Bolsa Balcão

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Capital Social	Somente ações ON	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% a partir do 7º ano de listagem	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$25 milhões	25%	25%
Ofertas Públicas de Distribuição de ações	Não há regra específica	Não há regra específica	Esforços de dispersão acionária, exceto para ofertas ICVM 476	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária
Vedação a disposições estatutárias	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra específica
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos

	Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra específica	Não há regra específica	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa. Em caso de vacância que culmine em acumulação de cargos, são obrigatórias determinadas divulgações.	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)
Obrigações do conselho de administração	Não há regra específica	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação

Fonte: Brasil Bolsa Balcão (2017)

Considerando os aspectos apresentados na Tabela 4, observa-se que a classificação Bovespa Mais, foi criada para favorecer as organizações que estão interessadas em ingressar no mercado de capitais de forma progressiva, na medida em que a respectiva segmentação tem como principal propósito, possibilitar o crescimento das pequenas e médias empresas, por meio do mercado de capitais.

Cabe destacar que essa sistemática progressiva, oportuniza a companhia a ingressar no mercado de forma responsável, considerando os requisitos de governança exigido da organização, atrelados à transparência da gestão; visando buscar o interesse do investidor sobre a companhia (Brasil Bolsa Balcão, 2017).

Nesse sentido, o segmento Bovespa Mais Nível 2 possui uma similaridade com o segmento Bovespa Mais, entretanto apresentam dois aspectos particulares, como a possibilidade de as organizações manterem além das ações ordinárias (ON), as ações preferenciais (PN) (Brasil Bolsa Balcão, 2017).

Além disso, na eventualidade de ocorrer a transferência do controle da companhia é garantido aos investidores tanto os possuidores de ações ordinárias quanto os de ações preferenciais, o mesmo tratamento dado ao acionista majoritário; incluindo o direito de *tag*

along de 100% relativo ao valor de aquisição das ações ordinárias pertencentes ao, até então, acionista majoritário (Brasil Bolsa Balcão, 2017).

Já o Novo Mercado, possibilita a ascensão da organização ao mais elevado nível de governança corporativa, porém as companhias segmentadas no Novo Mercado deverão possuir apenas ações ordinárias. Nesse sentido, o respectivo segmento como foi possível verificar na Tabela 4, possui uma diversidade de padrões a serem observados no propósito de maximizar e assegurar o direito dos investidores.

Esses mecanismos exigidos das organizações visam promover a transparência e o aumento da oportunidade do monitoramento às práticas de gestão (Brasil Bolsa Balcão, 2017). É fundamentado, nesse conjunto de exigências aos fatores relacionados à transparência, principalmente quanto aos níveis informacionais; que a pesquisa busca direcionar o foco da análise para as organizações listadas no segmento do Novo Mercado, em comparação às listadas nos demais segmentos de Governança Corporativa da Brasil Bolsa Balcão.

No tocante ao segmento Nível 2, verifica-se uma similaridade, ainda assim, é possível constatar determinadas exceções, a exemplo disso, a possibilidade de a organização emitir ações preferenciais (Brasil Bolsa Balcão, 2017).

Ademais, como na listagem Bovespa Mais Nível 2, na eventualidade de transferência de controle da organização, é assegurado tanto aos investidores proprietários de ações ordinárias quanto de ações preferenciais, o mesmo tratamento dado ao acionista controlador. Esse procedimento garante inclusive o direito de *tag along* de 100%, pago pela aquisição das ações ordinárias do acionista majoritário (Brasil Bolsa Balcão, 2017).

Com relação às empresas listadas no Nível 1, essas podem emitir além das ações ordinárias as ações preferenciais. Entretanto, dentre outros aspectos, quando observado na Tabela 4, relativos à vedação das disposições estatutárias e obrigação do conselho de administração, não há uma regra específica definida para as empresas listadas nesse segmento. Outro fator divergente dos demais segmentos é a questão do pagamento de *tag along* que, no segmento Nível 1, o percentual é definido em 80% para ações ordinárias.

Com isso, na Tabela 5 são apresentadas as exigências sobre cada um dos segmentos de listagem de Governança Corporativa da Brasil Bolsa Balcão, relacionadas à divulgação adicional de informações, isto é, além das demonstrações financeiras obrigatórias dispostas no CPC 26 e detalhadas na Tabela 1.

Tabela 5
Comparação das exigências pela divulgação adicional de informações entre os segmentos de listagem da Brasil Bolsa Balcão

Bovespa Mais	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Política de negociação de valores mobiliários	Política de negociação de valores mobiliários	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado Código de conduta (com conteúdo mínimo) Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta

Fonte: Brasil Bolsa Balcão (2017)

É possível observar na Tabela 5 que a exigência pela divulgação adicional de informações dos segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 está associada à política de negociação de valores mobiliários e os segmentos Nível 1 e Nível 2. Além desses requisitos ao código de conduta, o Novo Mercado possui uma exigência pela divulgação de um maior nível informacional.

Observa-se que para as organizações listadas no Novo Mercado há uma exigência de informações relacionadas a políticas de remuneração, composição do Conselho de Administração, gerenciamento de risco e negociação dos valores mobiliários.

Além desses aspectos destacados, consiste em requisitos para as companhias do Novo Mercado a divulgação anual do relatório com informações relativas ao comitê de auditoria estatutário, evidenciando as questões tratadas no regulamento. Considerando essa exigência, as companhias podem fazer a opção de realizar a divulgação trimestral da ata de reunião do Conselho de Administração, ressaltando as informações relativas ao comitê de auditoria não estatutário.

Assim, considerando que os mecanismos da Governança Corporativa possuem um enfoque para maximizar a segurança, e conseqüentemente possibilitar o monitoramento das práticas de tomada de decisões dos gestores visando os interesses dos investidores, na

próxima seção são tratados os aspectos referentes ao papel da auditoria independente para as organizações.

2.5 AUDITORIA INDEPENDENTE

Uma das principais inquietações no campo do mercado de capitais consiste na busca pela identificação de fraudes, haja vista eventos ocorridos nesse sentido com grandes organizações e plenamente divulgados por meio das mídias (Assing, Alberton & Tesch, 2008).

Cabe ressaltar que essas práticas obscuras adotadas pelos gestores, como por exemplo, o gerenciamento dos resultados com o propósito de tentar ocultar a ineficiência da gestão reflete em significativos prejuízos futuros aos agentes, tanto interno quanto externos, e principalmente aos investidores (Assing *et al.*, 2008).

Consoante aos propósitos dos mecanismos de Governança Corporativa apresentados anteriormente, pautados na maximização da transparência e segurança aos investidores. Os autores, Zagonov, Pettinicchio e Salganik-Shoshan (2017) afirmam que os auditores possuem a responsabilidade de supervisionar as práticas de gestão adotadas pelos gestores e emitir com base nisso, os pareceres aos usuários dessas informações.

Os investidores por sua vez, avaliam as opiniões e recomendações dos auditores com base na qualidade da auditoria, considerando as características relacionadas ao tamanho e a marca (Zagonov *et al.*, 2017).

Destaca-se que segundo Zagonov *et al.* (2017), o prêmio exigido pelo risco sobre o investimento está associado à qualidade da auditoria percebida pelos investidores, isto é, diminuindo ou aumentando de acordo com a reputação dos auditores.

Nesse sentido, as quatro principais empresas de auditoria reconhecidas em nível mundial são a Deloitte, Ernst & Young, KPMG e Pricewaterhouse Coopers, conhecidas como as “*Big Four*” (Francis & Wang, 2008). Observa-se que segundo Francis e Wang (2008) além da questão de qualidade da auditoria inerentes às “*Big Four*”, os países possuem uma política de proteção ao investidor diferenciada, que influencia significativamente na maneira de trabalhar dessas empresas de auditoria.

Nos Estados Unidos, por exemplo, considerando os eventos relacionados às fraudes envolvendo grandes organizações norte-americanas, o congresso aprovou em 2002 a Lei Sarbanes-Oxley, com o propósito definido sobre minimizar a prática de fraudes nas organizações (Assing, Alberton & Tesch, 2008). Na Tabela 6 são apresentados e detalhados

os principais aspectos do conteúdo da Lei Sarbanes-Oxley conforme os autores Assing *et al.* (2008).

Tabela 6
Lei Sarbanes-Oxley

I	responsabilidade do CEO (Chief Executive Officer) e CFO (Chief Financial Officer) pelas divulgações da empresa e pela certificação das demonstrações contábeis;
II	imediata divulgação de transações de administradores com ações da empresa;
III	criação do comitê de auditoria, composto por membros não executivos do conselho da administração;
IV	especificação dos serviços que não podem ser realizados pelas empresas de auditoria;
V	maior transparência na divulgação das informações financeiras e dos atos da administração;
VI	devolução de participação nos lucros ou bônus pelo CFO, no caso de prejuízos decorrentes de erros contábeis;
VII	a criação de novos tipos de penas e aumento da penalidade para crimes listados;
VIII	a redução de prazos para divulgação dos relatórios anuais;
IX	a adoção de práticas mais rígidas de governança, como o código de ética para os administradores, novos padrões de conduta e maior responsabilidade dos advogados;
X	aprovação de stock options pelos acionistas.

Fonte: adaptado de Assing, Alberton e Tesch (2008)

Verificando a Tabela 6 é possível compreender que a Lei Sarbanes-Oxley ampliou a responsabilidade dos gestores e a independência dos auditores externos.

Destaca-se que esses escândalos envolvendo grandes empresas, como por exemplo, Enron, WorldCom, Parmalat e Lehman Brothers, segundo os autores García Blandón e Argilés Bosch (2013), fomentaram uma inquietação nos investidores com relação à confiabilidade dos relatórios financeiros das organizações. Essa preocupação consiste na perspectiva de que nenhuma dessas companhias apresentou a real situação nas demonstrações publicadas aos usuários de suas informações (García Blandón & Argilés Bosch, 2013).

Diante disso, os investidores ficam expostos a esse fator de risco relativo a real situação dos ativos das organizações. Entretanto, o papel dos auditores independentes é garantir a qualidade das informações publicadas pelas organizações aos seus usuários, por meio dos pareceres e recomendações, comportamento que contribui com os mecanismos da Governança Corporativa das empresas (García Blandón & Argilés Bosch, 2013).

Cabe ressaltar, que na eventualidade da ocorrência de fraudes nas companhias auditadas, a reputação da empresa de auditoria poderá comprometer sua continuidade, como no caso da Arthur Andersen em 2002 (Francis & Wang, 2008).

É fundamentado nessa preocupação com a reputação e continuidade entre as grandes empresas de auditoria, que a pesquisa adota as “*Big Four*” como um dos critérios que poderão fomentar transparência e redução da assimetria informacional, por meio das práticas de evidenciação das informações voluntárias.

Ainda, considerando o interesse dos investidores sobre as organizações, na próxima seção são discutidos os fatores referentes ao desempenho das organizações, bem como os respectivos indicadores de desempenho utilizados na modelagem proposta nessa pesquisa.

2.6 DESEMPENHO ECONÔMICO E FINANCEIRO

Os gestores das sociedades por ações, segundo Gitman (2010), em sua maioria não são os seus proprietários, dessa forma, espera-se que suas tomadas de decisões estejam direcionadas para a maximização desses acionistas. À medida que os gestores, por meio de suas tomadas de decisões consigam atingir o interesse dos acionistas, isto é, a maximização do lucro da empresa, conseqüentemente estará atingindo seus objetivos profissionais.

É importante ressaltar que o lucro é frequentemente mensurado por meio do lucro por ação, no qual o lucro líquido do período é dividido pelo total de ações ordinárias da organização (Gitman, 2010).

Todavia, Gitman (2010) orienta que o lucro não está associado obrigatoriamente à distribuição de recursos financeiros para os investidores, ou até mesmo a maximização do valor das ações. Essa elevação no preço das ações poderá ocorrer à medida que o lucro da empresa estiver atrelado com a capacidade de geração de caixa futuro, e nessa perspectiva os gestores devem tomar suas decisões visando os fatores que influenciem esses aspectos (Gitman, 2010).

Observa-se que as empresas possuem uma diversidade de participantes com seus propósitos particulares, entretanto os gestores deverão adotar como meta principal a maximização dos interesses dos investidores (Gitman, 2010).

Os gestores devem considerar que os principais determinantes do valor da ação da empresa, segundo Gitman (2010) está vinculado aos fatores de risco e retorno e diante disso, os investidores buscarão a compensação pelo risco assumido por determinado investimento. Essa medida é proporcional, isto é, os investimentos que representem maior risco para os investidores, exigirão uma taxa de retorno maior e os investimentos com menor risco, serão consideradas taxas de retorno mais baixas (Gitman, 2010).

Além da medida de desempenho da organização por meio do lucro por ação, há diversidade de outros indicadores de desempenho econômico e financeiro. Dentre esses indicadores disponíveis para mensuração do desempenho das companhias, na Tabela 7 são apresentados alguns dos índices trabalhados sobre a perspectiva de Gitman (2010).

Tabela 7
Indicadores de desempenho econômico e financeiro

Medida	Indicadores	Descrição	Equação	Legenda
Risco	Liquidez	Capacidade de a empresa cumprir com as suas obrigações, e nesse sentido divide-se basicamente em corrente e seca.	$LC = \frac{AC}{PC}$ $LS = \frac{AC - EST}{PC}$	LC = Liquidez corrente LS = Liquidez seca AC = Ativo Circulante PC = Passivo Circulante EST = Estoques
	Atividade	Tempo em que as operações da empresa levam para ser convertidas em venda ou caixa, e com isso podem medir também a eficiência de utilização dos ativos totais. Divide-se em giro dos estoques, prazo médio de recebimento, prazo médio de pagamento e giro do ativo total.	$GE = \frac{CPV}{EST}$ $PMR = \frac{CR}{VM}$ $PMP = \frac{CP}{CM}$ $GT = \frac{VEN}{AT}$	GE = Giro do estoque PMR = Prazo médio de recebimento PMP = Prazo médio de pagamento GT = Giro do ativo total CPV = Custo dos produtos vendidos EST = Estoques CR = Contas a receber VM = Vendas médias CP = Contas as pagar CM = Compras médias VEN = Vendas AT = Ativo total
	Endividamento	Evidencia o nível de recursos obtidos por meio de capitais de terceiros que uma organização está utilizando para financiar suas operações no intuito de gerar fluxo de caixa futuro. Observa-se que quanto maior o endividamento, maior será o risco da empresa.	$EG = \frac{PT}{AT}$ $CJ = \frac{LAIR}{JR}$ $CP = \frac{LAIR + AL}{JR + AL}$	EG = Endividamento geral PT = Passivo total AT = Ativo Total CJ = Cobertura de juros LAIR = Lucro antes do imposto de renda JR = Juros CP = Cobertura de pagamentos fixos AL = Aluguel
Retorno	Rentabilidade	Avalia o lucro da empresa sobre determinadas perspectivas, como por exemplo, pelo nível do ativo (ROA) e pelo volume do capital investido (ROE). Considera-se que o lucro é um dos principais fatores de atração do investimento externo.	$ROA = \frac{LL}{AT}$ $ROE = \frac{LL}{PL}$	ROA = Retorno sobre o ativo ROE = Retorno sobre o patrimônio líquido LL = Lucro líquido AT = Ativo Total PL = Patrimônio líquido

Fonte: adaptado de Gitman (2010)

A avaliação dos indicadores de desempenho econômico e financeiro das organizações, como por exemplo, os apresentados na Tabela 7, poderá contribuir para os usuários verificarem se a organização está sendo dirigida no intuito de atingir seus principais objetivos, isto é, preservar e maximizar o valor dos investidores (Gitman, 2010).

Cabe ressaltar que segundo os autores Chen, Harford e Kamara (2017) a partir do momento em que uma organização constitui sua estrutura de capital, por consequência os custos operacionais serão estabelecidos como uma espécie de parcelas fixas e perpétuas.

Com isso, a empresa deverá possuir capacidade de pagamento desses custos operacionais, as demais despesas inerentes a suas operações e ter a capacidade de gerar lucros (Chen *et al.*, 2017).

Observa-se que estas questões demandam um constante monitoramento, uma vez que de acordo com Chen *et al.* (2017) mesmo em uma situação adversa, a organização terá a obrigação de honrar os seus custos operacionais, ocorrência que pode acelerar o processo de falência da empresa. É nesse sentido, que Gitman (2010) recomenda que os indicadores de liquidez apresentado na Tabela 7 seja superior a 1, pois os índices evidenciam a capacidade de cumprimento das obrigações da empresa.

No tocante aos indicadores de atividade, conforme apresentado na Tabela 7, Gitman (2010) propõe dentre os diversos índices para a mensuração desse desempenho, os índices referentes ao giro do estoque, prazo médio de recebimento, prazo médio de pagamento e giro do ativo total.

O giro do estoque representa o tempo médio de duração dos produtos no estoque da empresa, e diante disso, espera-se que quanto menor o giro do estoque, melhor para a organização (Gitman, 2010). Essa perspectiva esperada para o giro do estoque, segundo Gitman (2010) também é aplicável para o prazo médio de recebimento, isto é, o tempo que a empresa leva para receber suas vendas.

Já em se tratando do prazo médio de pagamento das compras, espera-se que um tempo maior seja melhor para a organização, haja vista que um prazo considerável pode significar que a empresa possui boas perspectivas de créditos junto aos fornecedores, o que possibilita financiar suas operações (Gitman, 2010).

Por conseguinte, o giro do ativo total segundo Gitman (2010) demonstra a eficiência da empresa, no que se refere a utilização dos seus ativos para a geração de fluxo de caixa, e com isso, a expectativa dos agentes é de que quanto maior o giro do ativo total, maior a eficiência da organização em utilizar seu ativo na geração de fluxo de caixa futuro.

Entretanto, sobre os indicadores relativos ao endividamento das empresas, Gitman (2010) apresentou para a mensuração desse desempenho os índices definidos como endividamento geral, cobertura de juros e cobertura de pagamentos fixos.

Cabe ressaltar, que o endividamento de uma organização é um ponto crítico segundo Jensen (1986), pois consiste em um fator que estimula o conflito de interesses dos agentes participantes dessa empresa. Principalmente na circunstância da organização dispor de um fluxo de caixa favorável, uma vez que o grande problema nessa questão é saber como incentivar os gestores a distribuir o fluxo de caixa aos investidores, ao invés de investir a uma baixa taxa de retorno ou até mesmo dispendir recursos com ineficiências.

O nível de endividamento de acordo com Gitman (2010) evidencia o montante de recursos advindo do capital de terceiros que determinada organização está utilizando para financiar suas operações no intuito de gerar fluxo de caixa futuro. Observa-se com isso, que quanto maior o montante de recursos aplicados na organização, advindos do capital de terceiros, maior a alavancagem financeira da empresa (Gitman, 2010).

Assim, à medida que a alavancagem financeira aumenta, os custos associados também aumentam e as obrigações atreladas ao descumprimento dos pagamentos dessa dívida podem estimular os gestores a adotarem uma política eficiente de gestão (Jensen, 1986).

Destarte, na medida em que o endividamento aumenta, os investidores tendem a aumentar a pressão sobre os gestores, pois segundo Gitman (2010) a empresa precisa primeiramente cumprir com suas obrigações relativas aos terceiros para posteriormente realizar a distribuição dos lucros.

Dessa forma, de acordo com Gitman (2010) há dois tipos de mensuração da utilização do capital de terceiros, sendo conhecidos como o grau de endividamento (índice de endividamento geral) e as medidas de capacidade para cumprir as obrigações pela captação desses recursos externos (índice de cobertura de juros e índice de cobertura de pagamentos fixos).

Esses indicadores podem ser interpretados de acordo com Gitman (2010) da seguinte maneira:

(i) índice de endividamento geral - quanto maior o endividamento geral da empresa, maior o montante de capital de terceiros aplicado para o financiamento das operações da empresa no intuito de gerar fluxo de caixa futuro;

(ii) índice de cobertura de juros – quanto maior o índice de cobertura de juros, maior a capacidade da organização para quitar as suas obrigações relacionadas aos juros estabelecidos em contratos e;

(iii) índice de cobertura de pagamentos fixos – quanto maior o índice de cobertura de pagamentos fixos, maior a capacidade da empresa para pagar as suas obrigações fixas, como por exemplo, juros, amortizações, aluguéis e os dividendos referentes as ações preferenciais.

Além disso, na perspectiva de Gitman (2010) outra medida de desempenho importante aos participantes do mercado de capitais consiste nos indicadores de rentabilidade, de modo que por meio dessa medida é possível avaliar os lucros da empresa sobre os níveis de vendas, ativo ou capital investido.

Dentre os indicadores de rentabilidade existentes, Gitman (2010) apresenta o retorno sobre o ativo e o retorno sobre o patrimônio líquido, e nesse sentido observa-se a importância dos respectivos indicadores aos acionistas, uma vez que o principal interesse dos investidores é a maximização da sua riqueza.

Diante disso, Gitman (2010) pondera que o retorno sobre o ativo mensura a capacidade da organização em gerar lucro por meio dos seus ativos, e nessa perspectiva espera-se que quanto maior o percentual obtido, melhor para os proprietários. Entretanto, Soares e Galdi (2011) pontuam que o respectivo indicador não distingue se a participação desse lucro advém da rentabilidade com as vendas ou pela eficiência sobre a utilização dos ativos.

Assim sendo, para identificar esses aspectos e facilitar a compreensão do resultado relativo ao índice de retorno sobre o ativo, faz-se necessário a decomposição em margem líquida. Essa é uma maneira de mensurar a rentabilidade considerando as vendas; e no giro do ativo total, uma forma de medir a eficiência, dado que considera as vendas sobre a utilização do ativo total da empresa (Soares & Galdi, 2011).

Já o retorno sobre o patrimônio líquido segundo Gitman (2010), mensura o retorno obtido em relação ao capital dos acionistas da organização, e como no retorno sobre o ativo, espera-se que quanto maior, melhor para os proprietários.

O respectivo indicador evidencia o resultado produzido em determinado período para o investidor, tendo em vista cada unidade monetária investida na companhia (Gitman, 2010). Destaca-se diante disso, a importância desse indicador para os acionistas, pois o maior interesse dos acionistas é a maximização do retorno pelo seu capital investido (Silveira, 2010).

É nessa perspectiva que essa pesquisa busca adotar como medida de desempenho o índice de retorno sobre o patrimônio líquido, considerando a importância do indicador para o investidor, uma vez que apresenta o resultado relativo ao seu principal propósito. É importante ressaltar que essa escolha se dá pelo direcionamento da pesquisa ao investidor.

Além disso, por meio da inquietação dos acionistas no que se refere ao endividamento da empresa, o estudo busca abordar também essa medida de desempenho na modelagem proposta.

Ainda, tendo em vista a composição do endividamento das organizações, cabe destacar que os autores Diamond e Verrecchia (1991) verificaram que a evidenciação de informações visando minimizar a assimetria informacional é um fator relevante para a redução do custo de capital das organizações, pois atraem os interesses dos investidores.

Assim, na próxima seção são apresentados os estudos anteriores encontrados que trabalharam a temática, destacando as abordagens econométricas empregadas, bem como os principais achados dessas pesquisas.

2.7 ESTUDOS ANTERIORES

Os estudos anteriores desenvolvidos e encontrados sobre a temática proposta nessa pesquisa são apresentados e discutidos em duas seções, classificadas por estudos nacionais e estudos internacionais. Assim sendo, a seguir são apresentados os objetivos, os procedimentos metodológicos e os principais achados dos estudos nacionais.

2.7.1 Estudos anteriores nacionais

Em um levantamento bibliográfico realizado sobre a temática junto a base de dados nacional foi possível encontrar os estudos descritos nesta seção. No intuito de verificar a existência de associação entre as características das empresas e a disseminação voluntária de informações financeiras, os autores Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005) desenvolveram uma pesquisa, por meio de um recorte *cross section*, realizado a partir de dados referentes a 291 empresas não financeiras listadas na Bovespa em 2002.

Para análise dos resultados, foi desenvolvida uma modelagem utilizando regressão logística, e nesse sentido, como variáveis dependentes foram adotadas três métricas: com base em listagens construídas para os arquivos requeridos (REQ), disseminação voluntária (VOL) e na soma dos valores obtidos para as variáveis REQ e VOL (INDICE) (Mendes-da-Silva & Magalhães Filho, 2005).

Já para as variáveis independentes Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005) empregaram: (i) a alavancagem financeira, (ii) o retorno anual das ações, (iii) logaritmo natural do valor contábil do ativo (como tamanho da empresa), (iv) retorno anual sobre o

ativo total, (v) Q de Tobin (valor de mercado) e (vi) adoção aos níveis de governança da Brasil Bolsa Balcão.

Os achados da pesquisa evidenciaram que o tamanho da companhia e o retorno anual das ações mais baixo, caracterizaram-se como determinantes para a divulgação de um volume maior de informações no site das respectivas empresas (Mendes-da-Silva & Magalhães Filho, 2005).

Outro estudo encontrado, desenvolvido pelos autores Luz *et al.* (2006), teve como objetivo analisar a associação entre a disseminação voluntária de informações em sites corporativos e o desempenho financeiro. A amostra da pesquisa abrangeu 40 empresas, sendo 24 listadas no Novo Mercado da Bovespa (N1, N2 ou NM). Para a análise dos resultados foram utilizadas três modelagens de regressão múltipla.

Além disso, as variáveis dependentes foram as mesmas utilizadas na pesquisa de Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005) discutidas anteriormente. Contudo, por se tratar de modelagem de regressão múltipla as variáveis dependentes (contínuas), relativas à divulgação de informações, foram construídas e analisadas por meio de uma métrica pré-estabelecida (Luz *et al.*, 2006).

Entretanto, as variáveis explicativas consistiram em: (i) alavancagem financeira, (ii) margem líquida, (iii) logaritmo natural do valor contábil do ativo (como tamanho da empresa), (iv) o retorno anual das ações, (v) retorno anual sobre o capital investido e (vi) retorno anual sobre o ativo total (Luz *et al.*, 2006).

Dessa forma, verificou-se que a disseminação voluntária de informações nos sites corporativos das empresas pesquisadas está associada diretamente ao tamanho da empresa, ao retorno acionário e ao retorno sobre o ativo total. Além disso, diferente do que se esperava, foi encontrada uma associação negativa entre o retorno sobre o patrimônio líquido e a disseminação voluntária de informações na internet (Luz *et al.*, 2006).

No intuito de avaliar os motivos da divulgação voluntária da Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) no mercado de capitais brasileiro, Salotti e Yamamoto (2008) propuseram-se a testar cinco hipóteses desenvolvidas com base no estudo de Verrecchia (2001). Fizeram parte da amostra, as companhias abertas com ações listadas na Brasil Bolsa Balcão, que divulgaram voluntariamente a DFC no período de 2000 a 2004.

Para análise dos resultados, foram realizados testes estatísticos univariados de diferenças de médias, e multivariados por meio do modelo de regressão logística. Foi considerada como variável dependente, o nível de divulgação da DFC, mensurado por divulgou (1) ou não divulgou (0) a DFC (Salotti & Yamamoto, 2008).

Como variáveis independentes foram utilizadas: (i) desempenho da empresa (retorno sobre o capital investido e logaritmo do retorno das ações), (ii) custos de divulgação (tamanho da firma, medido pelo total dos ativos, e tamanho da firma, medido pela multiplicação do preço de encerramento da ação por ações em circulação) e (iii) nível de assimetria informacional (desvio padrão, obtido pelo logaritmo das variações das cotações diárias das ações) (Salotti & Yamamoto, 2008).

Além dessas, foram utilizadas: (iv) percepção dos outsiders (variável *dummy*, dada por ter ou não ter debêntures não vencidas; presença do papel em bolsa, medido pela divisão do total de dias em que houve negociação do papel pelo número de dias de negociação em um ano e; *Free Float* medido pela divisão da quantidade de ações em poder de acionistas detentores de pequenas quantias de ações, pela quantidade total de ações) e, (v) nível de divulgação passada da DFC (divulgou ou não divulgou a DFC no ano anterior) (Salotti & Yamamoto, 2008).

Os achados da pesquisa evidenciaram que a divulgação voluntária da DFC tem forte correlação positiva com a divulgação voluntária passada da DFC, com a importância dada pela empresa às percepções dos *outsiders* e com o desempenho da empresa. Contudo, verificou-se correlação negativa com os custos de divulgação e com o nível de assimetria informacional (Salotti & Yamamoto, 2008).

Dessa forma, os autores Salotti e Yamamoto (2008) concluíram que as organizações em questão, divulgaram voluntariamente a DFC principalmente por: (i) já terem divulgado anteriormente, (ii) pela importância das percepções dos seus *outsiders*, (iii) ter melhor desempenho, (iv) ter menor custos de divulgação e por (v) ter maior níveis de assimetria informacional. Ainda, no tocante a assimetria, constatou-se que a prática de divulgação provoca uma diminuição do nível (Salotti & Yamamoto, 2008).

Com relação a identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil, os autores Murcia e Santos (2009b) desenvolveram um estudo fundamentado na Teoria do *Disclosure* Voluntário de Verrecchia (2001). A composição da amostra foi determinada pelas 100 maiores companhias abertas, não financeiras, listadas na Brasil Bolsa Balcão no ano de 2007.

Para análise dos dados foi empregada a modelagem de regressão múltipla. Diante disso, para medir o nível de *disclosure* das empresas foi proposta uma métrica definida por seis categorias e 43 subcategorias (Murcia & Santos, 2009b).

Essa classificação deu-se da seguinte maneira: (i) Ambiente de Negócios (8), (ii) Atividade Operacional (8), (iii) Aspectos Estratégicos (8), (iv) Informações Financeiras (7),

(v) Índices Financeiros (4) e (vi) Governança Corporativa (8). Para avaliação da divulgação de informações, utilizou-se de variável *dummy*, isto é, 1 para divulgação e 0, se caso contrário. Posteriormente, adotou-se como valor da variável dependente, o resultado obtido por meio de uma métrica definida como o nível de divulgação voluntária (Murcia & Santos, 2009b).

As variáveis independentes trabalhadas na modelagem foram: (i) auditoria (variável *dummy*, dada por 1 para as empresas auditadas por Big Four, 0 caso contrário), (ii) rentabilidade (retorno sobre o patrimônio líquido), (iii) internacionalização (variável *dummy*, dada por 1 caso a empresa emitisse *American Depositary Receipts (ADR)* nos Níveis II e III, 0 caso contrário), (iv) tamanho (logaritmo natural(ln) da receita bruta) e (v) governança corporativa (variável *dummy*, dada por 1 quando a empresa estivesse nos níveis de governança corporativa da Brasil Bolsa Balcão, 0 caso contrário) (Murcia & Santos, 2009b).

Além dessas foram utilizadas: (vi) endividamento (divisão do passivo exigível pelo ativo total das empresas), (vii) controle acionário (variável *dummy*, dada por 1 caso o principal acionista da empresa detivesse menos de 50% das ações com direito ao voto na empresa, 0 caso contrário), (viii) emissão de ações (variável *dummy*, dada por 1 caso a empresa tivesse emitido ações, 0 caso contrário) e (ix) setor (variável *dummy*, dada por 1 caso a empresa estivesse listada no setor elétrico, 0 caso contrário) (Murcia & Santos, 2009b).

Os achados da pesquisa demonstraram que os fatores associados ao tamanho da empresa, setor, internacionalização, governança corporativa possuem em média, um maior nível de *disclosure* voluntário. As demais variáveis analisadas no respectivo estudo não tiveram coeficientes significantes no teste *t*, e o poder explicativo do modelo foi de aproximadamente 33%, de acordo com o R^2 ajustado (Murcia & Santos, 2009b).

No intuito de analisar se a reputação corporativa poderia ser um determinante para o nível de *disclosure* voluntário para as companhias de capital aberto no Brasil, os autores Cruz e Lima (2010) elaboraram uma pesquisa com 115 observações relativas a 23 companhias brasileiras no período de 2000 a 2004.

A análise dos dados ocorreu com a utilização de regressões com dados em painel com efeitos aleatórios, estimada por meio do *software* EViews. Como variável dependente utilizou-se uma medida de nível de *disclosure* (construída por meio de percentual obtido por meio de métricas dicotômicas, sob uma listagem de determinadas informações, isto é, 1 para divulgação e 0 caso contrário) (Cruz & Lima, 2010).

Já as variáveis explicativas foram: (i) reputação corporativa (variável *dummy*, medida por 1 para as companhias que estiverem entre as melhores empresas brasileiras da Exame, 0

caso contrário), (ii) tamanho da empresa (logaritmo da receita bruta), (iii) desempenho da empresa (retorno sobre o patrimônio líquido) e (iv) internacionalização (variável *dummy*, medida por 1 para as companhias que possuíam *American Depositary Receipt - ADR*, 0 caso contrário) (Cruz & Lima, 2010).

Os resultados obtidos evidenciaram que a reputação corporativa e o tamanho da empresa possuem uma associação positiva, estatisticamente significativa com a quantidade de *disclosure* voluntário (Cruz & Lima, 2010).

Com o objetivo de analisar se as características como tamanho, setor de atividade e desempenho econômico-financeiro influenciam as empresas a realizarem o seu *disclosure* voluntário de indicadores de desempenho, em seus relatórios anuais; Klann e Beuren (2011) desenvolveram uma pesquisa com 90 empresas listadas no segmento do Novo Mercado de Governança Corporativa da Brasil Bolsa Balcão no ano de 2008.

Para analisar os dados foi utilizada a modelagem de Regressão Logística *Stepwise*. Nesse sentido, como variável dependente foi utilizada uma variável *dummy*, sendo 1 para a divulgação dos indicadores contábeis e 0 caso contrário (Klann & Beuren, 2011).

As variáveis independentes foram: (i) lucratividade (margem operacional e o retorno sobre o capital investido), (ii) retorno sobre o investimento (dividendo por ação), (iii) alavancagem (relação entre as dívidas e o patrimônio líquido), (iv) liquidez (taxa de liquidez corrente), (v) eficiência (giro do ativo) e (vi) tamanho da empresa (valor total dos ativos) (Klann & Beuren, 2011).

Além dessas foram consideradas: (vii) setor de atividade (variável *dummy*, medida por 1 para as empresas classificadas em determinados segmentos da Brasil Bolsa Balcão e, 0 caso contrário). Os resultados evidenciaram que a lucratividade e o setor de atividade são as variáveis que mais influenciam o *disclosure* voluntário (Klann & Beuren, 2011).

Com o propósito de verificar as principais práticas de *disclosure* voluntário das empresas do setor elétrico, Silva, Alberton e Vicente (2013) elaboraram uma pesquisa com 65 companhias listadas no setor elétrico da Brasil Bolsa Balcão no ano de 2010.

Para analisar os resultados foi construída uma métrica composta por seis categorias e trinta e nove subcategorias, contendo os seguintes aspectos: (i) ambiente de negócios (8), (ii) atividade operacional (7), (iii) aspectos estratégicos (8), (iv) informações financeiras (5), (v) índices financeiros (4) e (vi) governança corporativa (7) (Silva, Alberton & Vicente, 2013).

Fundamentado nos resultados, foi possível verificar que as informações com maior nível de evidenciação foram: (i) principais mercados de atuação (62), (ii) principais acionistas (61) e (iii) identificação dos riscos do negócio (59) (Silva, Alberton & Vicente, 2013).

Por conseguinte, os itens menos divulgados foram: (i) indicadores de liquidez (5), (ii) projeções (6), (iii) perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar (6) e (iv) discussão da concorrência (7). Além disso, observou-se uma relevante variabilidade quanto ao nível de *disclosure* voluntário entre as empresas do setor elétrico (Silva, Alberton & Vicente, 2013).

Outro estudo com o propósito de analisar os fatores determinantes do nível de divulgação de informação voluntária das empresas, elaborado pelos autores Rufino e Monte (2014) considerou as 100 empresas não financeiras com ações mais negociadas em 2012. Para analisar o resultado foi utilizada a modelagem de regressão linear múltipla. Como variável a ser explicada adotou-se o Índice de Divulgação Voluntária (IDV), proposto por Murcia e Santos (2009b) (Rufino & Monte, 2014).

Já as variáveis independentes foram: (i) rentabilidade (retorno sobre o capital investido), (ii) sustentabilidade (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa estivesse listada no ISE, 0 caso contrário), (iii) tamanho da empresa (logaritmo natural do ativo total), (iv) endividamento (divisão do passivo exigível pelo ativo total das empresas) e (v) concentração acionária (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa tivesse menos de 50% de suas ações ordinárias pertencente a um único acionista, 0 caso contrário) (Rufino & Monte, 2014).

Além dessas foram empregadas: (vi) internacionalização (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa tivesse títulos e valores mobiliários negociados na Brasil Bolsa Balcão e na NYSE, 0 caso contrário) e (vii) empresas regulamentadas (variável *dummy*, medida por 1 para as empresas sujeitas a regulamentação específica, 0 caso contrário) (Rufino & Monte, 2014).

Os achados apontaram que a rentabilidade, o tamanho das empresas e a sustentabilidade foram fatores determinantes da divulgação voluntária. Além disso, os coeficientes associados às demais variáveis analisadas, não foram estatisticamente significantes e o poder explicativo do modelo foi de aproximadamente 35%, de acordo com o R^2 ajustado (Rufino & Monte, 2014).

Sobre o objetivo de investigar a relação entre o valor de mercado e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais, os autores Sousa *et al.* (2014) elaboraram uma pesquisa com base nos relatórios de 97 companhias listadas na Brasil Bolsa Balcão no período de 2007 a 2011. Para análise dos resultados utilizou-se um modelo de regressão com dados em painel.

O valor de mercado foi definido como variável dependente, mensurado pelo Q de Tobin. As variáveis explicativas foram: (i) tamanho da empresa (ativo total), (ii) índice de *disclosure* econômico (adaptado de Murcia (2009)), (iii) índice de *disclosure* social, adaptado

de Murcia (2009), (iv) índice de *disclosure* ambiental, adaptado de Murcia (2009) e (v) índice de *disclosure* total, adaptado de Murcia (2009) (Sousa *et al.*, 2014).

Além disso, os autores utilizam outras nove variáveis denominadas de controle, definidas por: (i) setor de atividade (variável *dummy*, medida por 1 para as empresas classificadas em determinados segmentos da Brasil Bolsa Balcão e, 0 caso contrário); (ii) ano (variável *dummy*, para controlar a variação de efeitos macroeconômicos) e (iii) tamanho (logaritmo natural do ativo total) (Sousa *et al.*, 2014).

Além dessas, foram empregadas as variáveis: (iv) crescimento (variação da receita líquida apurada em percentual pela diferença entre o ano posterior e o ano anterior), (v) grau de endividamento (divisão do passivo exigível pelo ativo total das empresas) e (vi) internacionalização (variável *dummy*, medida por 1 para as empresas listadas na *American Depositary Receipt - ADR*, níveis II e III na NYSE e, 0 caso contrário) (Sousa *et al.*, 2014).

Ainda, foram considerados: (vii) índice de sustentabilidade empresarial (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa estivesse listada no ISE, 0 caso contrário), (viii) governança corporativa (variável *dummy*, dada por 1 quando a empresa estivesse nos níveis de governança corporativa da Brasil Bolsa Balcão, 0 caso contrário) e (ix) controle acionário (variável *dummy*, dada por 1 quando a empresa estivesse o controle acionário público, 0 caso contrário) (Sousa *et al.*, 2014).

Os achados evidenciaram a existência de relação positiva estatisticamente significativa entre a divulgação voluntária econômica e o valor de mercado das empresas. Além de uma relação negativa estatisticamente significativa entre o valor de mercado e a divulgação voluntária ambiental. Entretanto, em relação à divulgação social voluntária, os resultados não apresentaram relação estatística significativa (Sousa *et al.*, 2014).

Destarte, buscando analisar o nível de *disclosure* voluntário referente à divulgação das informações estratégicas e dos índices financeiros de empresas situadas no Nordeste do Brasil; os autores, Forte *et al.* (2015) desenvolveram um estudo com sete empresas delimitadas por estarem sediadas na região Nordeste e listadas nos níveis diferenciados (N1, N2 ou Novo Mercado) da Brasil Bolsa Balcão, além de estarem entre as maiores empresas do Nordeste pelo critério do ativo total referente ao ano 2013.

A coleta de dados foi com base nas demonstrações contábeis concluídas em 2013 (Forte *et al.*, 2015). Para análise dos aspectos estratégicos foi elaborada uma métrica com oito itens e, quanto à divulgação de índices financeiros, foram verificados os indicadores de rentabilidade, liquidez, endividamento e EBITDA (Forte *et al.*, 2015).

Posteriormente, foram somados os doze itens analisados e aplicado uma escala percentual para nivelamento das empresas. Diante disso, os resultados apontaram um baixo índice de *disclosure* voluntário, e que as informações internas (estratégicas) são mais divulgadas do que as externas (índices financeiros). Ademais, verificou-se a inexistência de relação entre o *disclosure* voluntário com níveis diferenciados de governança corporativa, porte e retorno sobre o investimento (Forte *et al.*, 2015).

No propósito de analisar os fatores que influenciam o nível de *disclosure* voluntário das empresas do setor bancário brasileiro, os autores Forte *et al.* (2016) trabalharam com uma amostra composta pelos 100 maiores bancos brasileiros, considerando o seu ativo total no ano de 2012. Para análise dos resultados, empregou-se a modelagem de regressão linear múltipla.

Com relação às variáveis utilizadas na modelagem, tanto a variável dependente quanto as variáveis independentes foram as mesmas utilizadas por Cruz e Lima (2010). Destaca-se que os achados evidenciaram uma relação positiva estatisticamente significativa entre a reputação corporativa e o tamanho das empresas com o nível de *disclosure* voluntário. Entretanto, o desempenho e internacionalização não apresentaram significância estatística (Forte *et al.*, 2016).

Por fim, no intuito de analisar o nível de *disclosure* voluntário das companhias brasileiras de capital aberto, por meio da rede social Twitter, os autores Mota e Pinto (2017) buscaram na listagem do índice Ibovespa, as empresas que possuíam contas oficiais na rede social Twitter, no período de janeiro a junho de 2016, resultando numa amostra de 64 observações.

Para análise dos resultados, adotou-se o modelo logístico ordinal, cuja variável dependente foi nível de *disclosure*, obtido pelos índices de *disclosure* voluntário e sustentabilidade, construído com base em estudos anteriores (Mota & Pinto, 2017).

Como variável explicativa consistiu no Nível de Governança (medido por 1 para mercado tradicional de governança corporativa e 2, 3 e 4 para os níveis diferenciados de governança corporativa da Brasil Bolsa Balcão; N1, N2 e Novo Mercado, respectivamente) (Mota & Pinto, 2017).

Além disso, foram inseridas no modelo variáveis de controle, definidas por: (i) tamanho da empresa (logaritmo do ativo total), (ii) alavancagem (divisão do passivo exigível pelo patrimônio líquido) e (iii) setor (variável dummy, medida por 1 se a empresa estivesse listada no setor elétrico e, 0 caso contrário) (Mota & Pinto, 2017).

Os achados evidenciaram associação estatisticamente significativa apenas entre o tamanho da empresa e o nível de divulgação de informações voluntárias (Mota & Pinto,

2017). Diante desses estudos analisados, na Tabela 8 são detalhadas as variáveis encontradas, de acordo com cada estudo discutido nessa seção.

Tabela 8
Resumo das variáveis encontradas nos estudos anteriores nacionais

Variáveis	Autores
Auditoria	Murcia (2009)
Assimetria informacional	Salotti e Yamamoto (2008)
Controle Acionário	Murcia (2009)
Custo de divulgação	Salotti e Yamamoto (2008)
Desempenho	Salotti e Yamamoto (2008) Murcia (2009)
Divulgação anterior	Salotti e Yamamoto (2008)
Endividamento	Murcia (2009)
Internacionalização	Murcia e Santos (2009b)
Lucratividade	Klann e Beuren (2011)
Níveis de governança corporativa	Murcia (2009)
Percepção dos <i>outsiders</i>	Salotti e Yamamoto (2008)
Porte da empresa	Forte, Perez, Bessa e Oliveira (2015)
Ramo de atividade	Murcia e Santos (2009b) Klann e Beuren (2011)
Rentabilidade	Luz, Camargo e Lima (2006) Murcia (2009) Rufino e Monte (2014) Forte, Perez, Bessa e Oliveira (2015)
Reputação corporativa	Cruz e Lima (2010)
Sustentabilidade	Rufino e Monte (2014)
Tamanho da empresa	Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005) Luz, Camargo e Lima (2006) Murcia e Santos (2009b) Cruz e Lima (2010) Rufino e Monte (2014) Forte, Santos Neto, Nobre, Nobre e Queiroz (2016) Mota e Pinto (2017)
Valor de mercado	Sousa, Silva, Ribeiro e Weffort (2014)

Fonte: dados da pesquisa (2017)

As variáveis evidenciadas na Tabela 8 são aquelas que apresentaram significância estatística e influenciaram positivamente o nível de divulgação voluntária das empresas. Destaca-se que foi desconsiderado da Tabela 8 o estudo de Silva, Alberton e Vicente (2013), por não utilizar a modelagem de regressão para análise dos resultados.

Antes da discussão dos estudos internacionais, na próxima seção, cabe destacar que com base nos trabalhos pesquisados, mesmo diante da construção de métricas que atribuíam peso à quantidade das informações publicadas voluntariamente, em nenhum deles se observou

a análise da qualidade da informação divulgada. Esse é o avanço que se propõe por meio da presente pesquisa.

Com isso, na próxima seção são apresentados e discutidos os aspectos relacionados aos objetivos, procedimentos metodológicos e principais achados dos estudos anteriores desenvolvidos sobre a temática no cenário internacional.

2.7.2 Estudos anteriores internacionais

No cenário internacional, Murcia (2009) encontrou e destacou em sua pesquisa estudos que buscaram analisar o nível de divulgação voluntária e, nessa perspectiva, na Tabela 9 são destacados esses estudos.

Tabela 9
Estudos anteriores internacionais apresentados por Murcia (2009)

País	Autores	Ano
Bangladesh	Ahmed e Nicholls	1994
	Akhataruddin	2005
França	Depoers	2000
Hong Kong	Wallace e Naser	1995
Japão	Cooke	1992
Malásia	Hossain, Tan e Adams	1994
México	Cho e Wong-Boren	1997
República Checa	Patton e Zelenka	1997
Suécia	Cooke	1989
Suíça	Raffounier	1995

Fonte: Murcia (2009)

Posteriormente aos trabalhos apresentados na Tabela 9, no Kuwait, Alfaraih e Alanezi (2011) elaboraram uma pesquisa com o propósito de analisar se o nível de divulgação voluntária afeta a relevância do valor da informação contábil da perspectiva do investidor na Bolsa de Valores do Kuwait. A amostra foi composta de 119 companhias listadas na respectiva bolsa de valores no ano de 2007. Dessa forma, o modelo de preços analisado foi o de Ohlson (1995) e o modelo de retornos foi o de Easton e Harris (1991) (Alfaraih & Alanezi, 2011).

Cabe ressaltar que o modelo de preços considera as variáveis: (i) dependente; o preço das ações três meses após o exercício contábil final; e (ii) independentes, o lucro por ação e o valor de mercado. O modelo de retornos tem como variável dependente o retorno da ação

(medido pela somatória do preço da ação e os dividendos, menos o preço da ação nove meses antes do final do exercício, divididos pelo preço da ação nove meses antes do final do exercício) (Alfaraih & Alanezi, 2011).

Como variáveis explicativas, o lucro por ação e a variação do lucro por ação. Os resultados dos modelos de preços evidenciaram que o lucro por ação, o valor de mercado, e a listagem da empresa tanto no segmento da indústria quanto de serviços foram fatores estatisticamente significantes. Já no modelo de retornos, o lucro por ação e a empresa estar listada no segmento industrial foram estatisticamente significantes (Alfaraih & Alanezi, 2011).

Na França, Kateb (2012) elaborou uma pesquisa no intuito de analisar as características da divulgação voluntária do capital estrutural e identificar os fatores que explicam a divulgação de tais informações. As companhias analisadas foram coletadas do índice 120 da bolsa de valores francesa em 2006. Para análise dos dados foi empregado o modelo de regressão múltipla. A variável dependente foi o nível de divulgação voluntária (número de palavras ou grupos de palavras divulgadas no capital estrutural) (Kateb, 2012).

As variáveis independentes foram: (i) estrutura de propriedade (parte do capital detida pelos administradores), (ii) tamanho da empresa (logaritmo do ativo total), (iii) endividamento (divisão do passivo total pelo ativo total), (iv) valor de mercado (Q de Tobin), (v) retorno sobre o patrimônio líquido (divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido), (vi) idade da empresa (desde a sua criação até o ano 2006) e (vii) internacionalização (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa estivesse listada em bolsa de valores francesa e americana e, 0 caso contrário) (Kateb, 2012).

Além dessas foram empregadas também: (viii) partes interessadas (quantidade de agentes contratuais interessados mencionados na mensagem do presidente), (ix) partes interessadas (quantidade de agentes difusos interessados mencionados na mensagem do presidente), (x) setor (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa estivesse listada no setor de alta tecnologia e, 0 caso contrário), (xi) concorrência (quantidade de concorrentes que operam no mesmo setor), (xii) capital intangível (ativos intangíveis) e (xiii) expectativa futura (divisão do goodwill pelo ativo total) (Kateb, 2012).

Os achados evidenciaram que a estrutura de propriedade, tamanho da empresa, endividamento e a expectativa futura foram os determinantes da divulgação voluntária do capital estrutural. As demais variáveis explicativas não tiveram coeficientes estatisticamente significantes; e o poder explicativo do modelo dado pelo R² foi de 36% (Kateb, 2012).

Na Arábia Saudita, foi desenvolvido pelos autores Al-Janadi *et al.* (2013) um estudo no intuito de examinar o impacto dos mecanismos internos e externos de governança corporativa sobre a divulgação voluntária.

Perfez a amostra 87 empresas listadas na *Saudi Stock Market* nos anos de 2006 e 2007. Como variável dependente utilizou-se uma escala percentual do total de pontos concedidos para divulgação voluntária de informações financeiras e não financeiras (Al-Janadi *et al.*, 2013).

As variáveis explicativas foram: (i) proporção de administradores não executivos no conselho (total de administradores não executivos no conselho, sobre o total de participantes do conselho), (ii) proporção de membros da família no conselho (total de membros da família no conselho, sobre o total de participantes do conselho) e (iii) tamanho do conselho (total de participantes do conselho) (Al-Janadi *et al.*, 2013).

Além dessas foram consideradas: (iv) membros do comitê de auditoria independente (total de membros independentes do comitê de auditoria dividido pelo total de membros do comitê de auditoria), (v) separação do CEO e presidência do conselho (variável *dummy*, medida por 1 se houvesse separação entre o CEO e a posição de presidente do conselho e, 0 caso contrário) e (vi) qualidade da auditoria (variável *dummy*, dada por 1 para as empresas auditadas por *Big Four*, 0 caso contrário) (Al-Janadi *et al.*, 2013).

Foram empregadas também: (vii) propriedade do governo (soma da porcentagem de ações de capital de propriedade do governo) e (viii) propriedade estrangeira (soma da porcentagem de ações de capital próprio de investidores estrangeiros) (Al-Janadi *et al.*, 2013).

Além disso, foram utilizadas variáveis de controle, tais como: (i) tamanho da empresa (logaritmo do total do ativo), (ii) setor financeiro (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa estivesse listada no setor de finanças ou seguros e, 0 caso contrário), (iii) setor industrial (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa estivesse listada nos setores de indústria ou cimento e, 0 caso contrário), (iv) setor de serviços (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa estivesse listada em outros setores e, 0 caso contrário) e (v) rentabilidade (retorno sobre o patrimônio líquido) (Al-Janadi *et al.*, 2013).

Diante disso, os achados evidenciaram que a proporção de administradores não executivos no conselho, tamanho do conselho, dualidade do CEO, qualidade da auditoria e a propriedade do governo foram fatores determinantes para estimular as empresas a praticarem a divulgação voluntária (Al-Janadi *et al.*, 2013).

Na Indonésia, os autores Adam, Mukhtaruddin e Putri (2014) desenvolveram uma pesquisa com o objetivo de analisar o efeito do gerenciamento de resultados e o nível de

divulgação voluntária sobre o custo do capital social. Foram selecionadas por conveniência 22 empresas listadas na Bolsa de Valores da Indonésia, segmentadas no Índice LQ-45 no ano de 2009-2010.

Para análise dos resultados, foi utilizada a modelagem de regressão linear múltipla. Como variável dependente, foi utilizado o custo de capital (Adam *et al.*, 2014). Já as variáveis explicativas foram: (i) gerenciamento de resultados (*accruals* discricionários), (ii) nível de divulgação (medido pelo score de uma listagem de critérios divulgados), (iii) Beta (CAPM) e (iv) tamanho da empresa (valor de mercado, dado pela multiplicação da quantidade ações e o preço das ações) (Adam *et al.*, 2014).

Os resultados mostraram que o gerenciamento de resultados independente de ganhos e o beta influenciaram significativamente o custo do capital próprio. As outras variáveis não tiveram coeficientes estatisticamente significantes (Adam *et al.*, 2014).

Na Croácia, os autores Barac *et al.* (2014) investigaram o nível e o volume da prática de divulgação voluntária, em uma amostra composta por 130 médias e grandes empresas, no ano de 2012, selecionadas aleatoriamente. Para analisar os resultados foi utilizado o modelo de regressão múltipla. Como variável dependente foi desenvolvida uma medida com 38 elementos para verificar os níveis de divulgação nos relatórios anuais (Barac *et al.*, 2014).

Já as variáveis explicativas foram: (i) tamanho da firma (divisão da receita total pelo total de empregados), (ii) tamanho da firma (logaritmo do total do ativo), (iii) listagem em bolsa de valores (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa estivesse listada em bolsa de valores e, 0 caso contrário), (iv) rentabilidade do ativo (divisão do lucro líquido pelo ativo total) e, (v) rentabilidade do patrimônio líquido (divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido) (Barac *et al.*, 2014).

Foram consideradas também: (vi) rentabilidade das vendas (divisão do lucro líquido pela receita total), (vii) estrutura de capital (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa tivesse mais de 50% das ações de propriedade privada e, 0 caso contrário), (viii) propriedade (variável *dummy*, medida por 1 se a empresa tivesse propriedade estrangeira e, 0 caso contrário) e (ix) setor (10 variáveis *dummy*, medida por 1 se a empresa estivesse listada em determinados setores e, 0 caso contrário) (Barac *et al.*, 2014).

Dessa maneira, os resultados apontaram que os fatores como o tamanho da empresa, a empresa estar listada em bolsa de valores e estar segmentada no setor industrial, influenciaram de forma estatisticamente significativa e positiva o nível e o volume da divulgação voluntária das empresas croatas (Barac *et al.*, 2014).

Na Suécia, Niléhn e Thoresson (2014) elaboraram uma pesquisa para analisar o nível de informações voluntárias, em relatórios anuais corporativos do ano de 2012. A amostra foi composta por 70 empresas listadas na bolsa de valores. Como variável dependente foi construída uma listagem estruturada de informações - baseada em Adrem (1999) - (Niléhn & Thoresson, 2014).

Já as variáveis explicativas consistiram: (i) na estrutura de propriedade (a porcentagem de direitos de voto controlada pelos cinco maiores acionistas), (ii) desempenho (retorno sobre o patrimônio líquido), e (iii) tamanho da empresa (total da receita) (Niléhn & Thoresson, 2014).

Os achados da pesquisa evidenciaram que o fator tamanho da empresa foi o único a apresentar significância estatística, isto é, quanto maior o tamanho da empresa, maior o volume de informações divulgadas voluntariamente. Por outro lado, as variáveis associadas ao desempenho e a estrutura de propriedade, não foram estatisticamente significantes (Niléhn & Thoresson, 2014).

No Tehran, Birjandi (2015) buscou analisar os efeitos da teoria da agência e da teoria da sinalização no nível da divulgação voluntária, por meio de dados coletados de 45 empresas no Tehran Security Exchange (TSE) durante 2008-2013.

Utilizou-se para análise dos resultados dois modelos de regressão múltipla. No primeiro modelo, a variável dependente foi o nível de divulgação voluntária (pontuação com base em um relatório estruturado). Já as variáveis independentes foram: (i) alavancagem financeira (a divisão do passivo total pelo total de ativos) e (ii) ativo imobilizado (a divisão do ativo imobilizado pelo total de ativos) (Birjandi, 2015).

Com relação ao segundo modelo testado, a variável dependente foi a mesma variável utilizada no primeiro modelo, contudo as variáveis explicativas foram: (i) liquidez (a divisão do ativo circulante pelo passivo total) e (ii) retorno sobre o patrimônio líquido (lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido). Os resultados apontaram que os fatores relacionados ao ativo imobilizado e a liquidez estão associados positivamente e estatisticamente significantes com o nível de divulgação voluntária (Birjandi, 2015).

Já no Vietnã, os autores Hieu e Lan (2015) desenvolveram um estudo para analisar os fatores que afetam o nível da divulgação voluntária, examinando os relatórios anuais de 205 empresas listadas na Ho Chi Minh Stock Exchange (HSX) e Hanoi Stock Exchange (HNX) no ano de 2012.

Para analisar os resultados utilizaram a modelagem de regressão múltipla. Como variável dependente foi o nível de divulgação voluntária (construído por meio de uma

listagem estruturada, caracterizando 1 para divulgação e 0 caso contrário; e posteriormente dividindo a quantidade de divulgação pelo número de informações estabelecidos) (Hieu & Lan, 2015).

Como variáveis independentes foram testadas: (i) tamanho da empresa (logaritmo do total de ativo), (ii) rentabilidade, (iii) alavancagem, (iv) propriedade estatal, (v) propriedade gerencial, (vi) propriedade estrangeira, (vii) independência do conselho, (viii) dualidade de função (variável *dummy*, dada por 1 para dualidade de função do CEO com a presidência do conselho, 0 caso contrário), (ix) auditoria (variável *dummy*, dada por 1 para as empresas auditadas por *Big Four*, 0 caso contrário) (Hieu & Lan, 2015).

Os resultados evidenciaram que os fatores associados à participação estrangeira e ao tamanho da empresa possuem uma influência positiva estatisticamente significativa com o nível de divulgação voluntária. No entanto, as demais variáveis testadas não tiveram coeficientes estatisticamente significantes (Hieu & Lan, 2015).

Por fim, na Malásia foi desenvolvido pelos autores Zaini, Sharma & Samkin (2017) uma pesquisa com o objetivo de analisar o nível de divulgação voluntária em relatórios anuais entre empresas listadas na Malásia examinando o impacto da estrutura de propriedade.

Foram coletados dados primários e secundários, por meio de uma abordagem mista. A análise do conteúdo e o nível de informações foram divulgados voluntariamente no relatório anual das empresas e uma análise secundária no intuito de investigar a divulgação voluntária por meio de sessões de entrevista com usuários do relatório anual (Zaini *et al.*, 2017).

A amostra foi composta por 30 empresas listadas na bolsa de valores, no período de 2009 a 2013. Para analisar o nível de divulgação voluntária das empresas, foi estabelecida uma métrica definida por um conjunto de informações estruturadas (baseada na responsabilidade social corporativa) (Zaini *et al.*, 2017).

Assim, o nível de informação voluntária das empresas foi o percentual total obtido pela evidenciação das informações contidas nessa listagem. Com isso, os achados apontaram que as empresas controladas pela família tendem a divulgar mais informações voluntariamente em relação a fatores externos e condições globais (Zaini *et al.*, 2017).

Além disso, observou-se que a divulgação de informações corporativas e estratégicas em geral, informações financeiras e responsabilidade social corporativa estão entre as categorias de informações mais evidenciadas pelas empresas familiares. Essas práticas são percebidas pelos participantes do mercado, que consideram uma relevante progressão nas divulgações voluntárias nessas empresas (Zaini *et al.*, 2017).

Na Tabela 10 são detalhadas as variáveis encontradas nos estudos anteriores apresentados nesta seção, que utilizaram a modelagem de regressão como mecanismo de análise dos resultados.

Tabela 10
Resumo das variáveis encontradas nos estudos anteriores internacionais

Variáveis	País	Autores
Ativo imobilizado	Tehran	Birjandi (2015)
Auditoria (Big Four)	Arábia Saudita	Al-Janadi, Rahman e Omar (2013)
Dualidade de função (CEO)	Arábia Saudita	Al-Janadi, Rahman e Omar (2013)
Endividamento	França	Kateb (2012)
Estrutura de propriedade	França	Kateb (2012)
Expectativa futura	França	Kateb (2012)
Independência do conselho	Arábia Saudita	Al-Janadi, Rahman e Omar (2013)
Liquidez	Tehran	Birjandi (2015)
Listada em bolsa de valores	Croácia	Barac, Granic e Vuko (2014)
Lucro por ação	Kuwait	Alfaraih e Alanezi (2011)
Participação estrangeira	Vietnã	Hieu e Lan (2015)
Propriedade estatal	Arábia Saudita	Al-Janadi, Rahman e Omar (2013)
Segmento de serviços	Kuwait	Alfaraih e Alanezi (2011)
Segmento industrial	Kuwait Croácia	Alfaraih e Alanezi (2011) Barac, Granic e Vuko (2014)
Tamanho da empresa	França Croácia Suécia Vietnã	Kateb (2012) Barac, Granic e Vuko (2014) Niléhn e Thoresson (2014) Hieu e Lan (2015)
Tamanho do conselho	Arábia Saudita	Al-Janadi, Rahman e Omar (2013)
Valor de Mercado	Kuwait	Alfaraih e Alanezi (2011)

Fonte: dados da pesquisa (2017)

As variáveis expostas na Tabela 10 foram as que apresentaram significância estatística, e influenciaram positivamente o nível de divulgação voluntária das empresas. Cabe ressaltar que não foram considerados na Tabela 10 o estudo de Adam *et al.* (2014), por utilizar o nível de divulgação como variável explicativa e o estudo de Zaini *et al.* (2017), por não utilizar modelo de regressão na análise dos resultados.

Consoante aos estudos discutidos nessa seção verifica-se também a ausência da abordagem aos aspectos de qualidade, nos estudos internacionais, sobre a divulgação apresentada pelas empresas aos usuários. Diante do exposto, acentua-se ainda mais a relevância da proposta dessa pesquisa, visando apresentar uma discussão sobre a temática, pautada na modelagem construída contemplando uma análise em profundidade sobre o conteúdo informacional divulgado pelas companhias brasileiras de capital aberto.

Com isso, na próxima seção são apresentadas as definições das variáveis analisadas na modelagem proposta, bem como a formulação das hipóteses baseada na literatura discutida nesta seção.

2.8 DEFINIÇÕES DAS VARIÁVEIS E A FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES DA PESQUISA COM BASE NA LITERATURA

Com base nos estudos prévios, discutidos nas seções anteriores foi possível verificar as variáveis que influenciaram positivamente o nível de divulgação voluntária das empresas. Considerando o enfoque da pesquisa no investidor, bem como seus interesses sobre as informações das organizações, optou-se pela utilização como variável dependente, a divulgação voluntária de informações financeiras detalhadas.

Para análise da divulgação voluntária dessas informações foram considerados oito dos critérios mais representativos da métrica trabalhada por Murcia (2009).

Esses critérios foram: (i) informações detalhadas sobre os custos dos produtos, (ii) preço ou valorização (desvalorização) das ações por tipo, (iii) valor de mercado, (iv) projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros), (v) indicadores de rentabilidade (ROA/ROE), (vi) indicadores de liquidez (liquidez seca, liquidez corrente), (vii) indicadores de endividamento (pl/passivo, pc/pelp) e (viii) EBITDA (Murcia, 2009).

Nesse sentido, como variáveis explicativas considerou-se: (i) a rentabilidade (divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido), (ii) o endividamento (divisão do passivo total pelo ativo total), (iii) tamanho da empresa (logaritmo do ativo total) (iv) governança corporativa (variável *dummy*, 1 para empresa listada no novo mercado e, 0 caso contrário) e (v) auditoria (variável *dummy*, 1 para empresa auditada pelas Big Four e, 0 caso contrário). Isso posto, chegou-se às seguintes hipóteses para a pesquisa:

H₁: a rentabilidade influencia positivamente a probabilidade de as empresas realizarem a prática da divulgação voluntária de informações financeiras.

H₂: o endividamento influencia positivamente a probabilidade de as empresas realizarem a prática da divulgação voluntária de informações financeiras.

H₃: o tamanho da empresa influencia positivamente a probabilidade de as empresas realizarem a prática da divulgação voluntária de informações financeiras.

H₄: o nível de governança corporativa influencia positivamente a probabilidade de as empresas realizarem a prática da divulgação voluntária de informações financeiras.

H₅: a auditoria influencia positivamente a probabilidade de as empresas realizarem a prática da divulgação voluntária de informações financeiras.

3 MÉTODO E PROCEDIMENTOS DA PESQUISA

Nesta seção são apresentados os procedimentos metodológicos empregados para o desenvolvimento da pesquisa, com o propósito de atingir o objetivo e responder à questão do estudo. Diante disso, a seguir, são apresentados o delineamento da pesquisa e os procedimentos de coleta de dados.

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA E PROCEDIMENTOS DE COLETA DE DADOS

A pesquisa possui uma abordagem quantitativa, tendo em vista o emprego de ferramentas e instrumentos estatísticos que serão utilizados para o tratamento e análise dos resultados. A abordagem quantitativa dá-se na medida em que a pesquisa busca estimar a probabilidade da divulgação ou não divulgação de informações financeiras, bem como verificar as hipóteses propostas pela pesquisa por meio de instrumentos estatísticos e econométricos (Richardson, 1999).

Além disso, o estudo é classificado como descritivo e experimental. Com relação ao objetivo da pesquisa, visto que busca por meio da formulação de um problema de pesquisa, foi desenvolver hipóteses no intuito de analisar as variáveis definidas e, conseqüentemente, ampliar a discussão sobre o assunto proposto. Nessa tipologia de investigação, o pesquisador busca, por meio da experimentação, analisar relação de causalidade entre as variáveis trabalhadas (Hair Jr., Babin, Money, & Samouel, 2005).

Para analisar estatisticamente a relação entre as variáveis explicativas com a probabilidade de as empresas realizarem ou não a prática da divulgação voluntária de informações financeiras, utilizou-se a modelagem econométrica *logit*, considerando o ano de 2016 e a quantidade de 267 observações na amostra. Destaca-se que havia 306 companhias, entretanto, quatro dessas não tinham publicado ainda seus relatórios financeiros no período da coleta de dados e, 35 companhias, por apresentar um índice de rentabilidade não condizente com a realidade (explicado em detalhes na seção 3.3), foram retiradas da amostra.

As análises foram realizadas com o auxílio do *software Microsoft Excel 2010* para a organização das informações coletadas e do *software estatístico Stata/IC 15* para testar a modelagem proposta na pesquisa. As coletas de dados da pesquisa foram direcionadas com base em dados caracterizados como secundários, por serem definidos como aqueles coletados por fonte pública ou privada (Hair Jr *et al.*, 2005).

Quanto à coleta de dados, para a variável dependente de cada um dos modelos (divulgação ou não de informações voluntária) foi junto aos relatórios financeiros divulgados voluntariamente nos *websites* das empresas selecionadas na amostra. Essas publicações foram consideradas em sua maioria pelas companhias como “*press release*” ou “*earnings release*”.

É importante ressaltar, que os relatórios divulgados voluntariamente analisados neste estudo, não se referem àqueles exigidos pelas normas aplicáveis às respectivas companhias, como por exemplo, as Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP. Por não serem obrigatórios, os relatórios são elaborados de forma estrutural e informacional sob a perspectiva de cada organização e disponibilizados em seus *websites* como informações complementares.

Com relação às variáveis explicativas, a coleta de dados para o índice de rentabilidade, índice de endividamento e o tamanho da empresa foi na base de dados da Economatica®, do Programa de Pós-graduação *Strito Sensu* em Contabilidade, da Universidade Estadual do Oeste do Paraná e os dados referentes à auditoria e ao nível de governança corporativa, foram na base de dados da Brasil Bolsa Balcão.

Destaca-se, que para a construção das variáveis independentes associadas à rentabilidade, ao nível de endividamento e ao tamanho da empresa, foram coletados os valores brutos e não esses índices já calculados, isto é, foram coletados os valores para cálculo dos respectivos indicadores no *software* estatístico *Stata/IC 15*. Assim, na seção seguinte é explicada a escolha pela modelagem de regressão *logit*, bem como destacada a importância da utilização de variáveis *dummy*.

3.2. POR QUE UTILIZAR A MODELAGEM *LOGIT*?

A modelagem de regressão *logit* segundo Gujarati e Porter (2011) é utilizada para analisar variáveis dependentes que não são contínuas, isto é, variáveis dicotômicas (com duas respostas) representadas pelos valores 1 ou 0 ou multicotômicas (mais de duas respostas), definidas por valores discretos. Nesse sentido, o modelo de regressão *logit* é recomendado para mensurar a relação entre o efeito das variáveis explicativas na probabilidade (ou chances) de ocorrer determinado evento (variável dependente) (Gujarati & Porter, 2011).

Para analisar variáveis dicotômicas, Greene (2003) sugere a utilização da modelagem *probit* ou *logit*, modelos que permitem realizar estimativas de probabilidade, efeitos marginais, além de uma série de resultados auxiliares. Entretanto, o que diferencia a utilização

de cada um dos respectivos modelos, são os pressupostos fundamentais, definido pela distribuição normal ou logística dos dados (Greene, 2003).

Nessa perspectiva, os dados para utilização do modelo *probit* conforme Greene (2003), deve apresentar distribuição normal com a $\text{Prob}[y_1 = 1] = \text{Prob}[x'_i\beta + \varepsilon_i > 0]$, em que $\varepsilon_i \sim N[0,1]$. Já para o modelo *logit* os dados devem seguir a distribuição logística, dado por $\text{Prob}(Y_1 = 1 | x) = \frac{e^{x'\beta}}{1+e^{x'\beta}} \Lambda(x'\beta)$. Assim, utiliza-se $\Lambda(x'\beta)$ para evidenciar a função de distribuição logística (Greene, 2003).

O modelo *logit* de acordo com Gujarati e Porter (2011) é estimado pela seguinte equação:

$$L_i = \ln \left(\frac{P_i}{1-P_i} \right) = \beta_1 + \beta_2 X_i + u_i \quad (1)$$

Em que:

L_i refere-se ao regressando ou *logit*;

X_i é uma matriz de variáveis explicativas, com dados em nível ou individuais (cada empresa);

β_1 e β_2 são parâmetros a serem estimados;

u_i refere-se ao termo de erro.

Assim, na medida em que as variáveis dependentes são definidas, tem-se que:

$$L_i = \ln \left(\frac{1}{0} \right) \text{ quando } P_i = 1 \quad (2)$$

$$L_i = \ln \left(\frac{0}{1} \right) \text{ quando } P_i = 0 \quad (3)$$

Destaca-se, que um aspecto fundamental da utilização de variável *dummy* é a oportunidade de qualificar as variáveis, pela ausência do atributo caracterizado na outra categoria. Esse procedimento, se realizado pela atribuição de valores aleatórios estaria equivocado, uma vez que os pesos estariam sendo definidos arbitrariamente (Fávero, Belfiore, Silva, & Chan, 2009).

Além disso, destaca-se que os recursos das variáveis *dummy* permitem ao pesquisador trabalhar com variáveis de categorias, mecanismos que possibilitam a distribuição dos dados em um conjunto de classes (Fávero *et al.*, 2009). Na próxima seção são apresentadas as

características relativas à categoria de análise, unidades de análise, população e amostra selecionada na pesquisa.

3.3 CATEGORIA DE ANÁLISE, UNIDADE DE ANÁLISE, POPULAÇÃO E AMOSTRA

A amostra da pesquisa é composta por 302 companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na Brasil Bolsa Balcão. Optou-se por não considerar na amostra as companhias do segmento financeiro pelas particularidades do setor (Murcia, 2009).

Entretanto, após a análise em profundidade dos relatórios divulgados, para estimação dos modelos, foram desconsideradas da amostra 35 companhias, por apresentar um índice de rentabilidade não condizente com a realidade. Estas empresas apresentaram valor negativo, no período analisado, tanto para o lucro líquido quanto para o patrimônio líquido; resultando assim, em rentabilidade com sinal positivo. Sendo assim, os modelos de regressão propostos na pesquisa foram estimados com 267 observações.

Para análise das informações financeiras divulgadas voluntariamente pelas companhias, realizou-se a análise do conteúdo nos relatórios divulgados voluntariamente (Bardin, 2010). Essa análise de conteúdo sobre o relatório financeiro de cada companhia, referente ao exercício contábil de 2016, ocorreu no período de março a setembro de 2017.

Diante disso, na Tabela 11 são apresentadas a categoria de análise e as unidades de análise com base nos oito critérios dentre os mais representativos em percentual trabalhados no estudo de Murcia (2009).

Tabela 11
Categoria e unidades de análise

Categoria de análise	Unidades de análise (informações detalhadas)
Relatórios Financeiros	Custos dos produtos
	Preço ou valorização (desvalorização) das ações por tipo
	Valor de mercado
	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
	Indicadores de rentabilidade (ROA/ROE)
	Indicadores de liquidez (liquidez seca, liquidez corrente)
	Indicadores de endividamento (pl/passivo, pc/pelp)
	EBITDA

Fonte: Murcia (2009)

Destarte, buscou-se nos relatórios financeiros das empresas, divulgados voluntariamente, cada uma das informações apresentadas na Tabela 11 e, na medida em que

foi encontrada a respectiva informação pontuou-se 1, ou 0 caso contrário. Destaca-se, que essa abordagem foi utilizada na pesquisa de Murcia (2009).

Entretanto, no intuito de avançar as discussões verificadas nos estudos anteriores, visando realizar a comparação entre as informações publicadas, na medida em que a empresa evidenciou a informação, realizou-se uma análise em profundidade dessas respectivas informações publicadas sobre a abordagem qualitativa. Isto é, estabeleceu-se uma métrica sobre a profundidade e/ou clareza com que a informação estava disponibilizada, definida por: (i) boa, (ii) satisfatória ou (iii) superficial.

Nesse sentido, foi considerada como uma boa informação, aquelas que continham gráficos apresentados com informações relativas às séries temporais. Já como informação satisfatória, aquelas que continham comentários explicativos e por fim, como superficial, aquelas informações que estavam apenas publicadas.

Cabe ressaltar, que a métrica definida para qualificar as informações, foi construída com o propósito de comparabilidade entre as informações publicadas pelas companhias. Com isso, as variáveis dependentes dos modelos de regressão *logit* assumiu 1 para a informação considerada como boa ou satisfatória e zero para a informação considerada como superficial ou não publicação de informações.

Essa abordagem deu-se pela oportunidade de estimar os modelos de regressão *logit* considerando as publicações pelo nível informacional, na medida em que foram segregadas as divulgações que continham um conteúdo informacional considerado como bom ou satisfatório, daquelas superficiais, isto é, que apenas foram publicadas.

Assim, onde se lê publicou ou não determinada informação voluntária nessa pesquisa, refere-se à publicação de uma informação considerada como boa ou satisfatória, de acordo com a métrica de comparabilidade. Na próxima seção é apresentado o construto metodológico da pesquisa.

3.4 CONSTRUTO METODOLÓGICO DA PESQUISA

Nesta seção, são apresentadas as características das variáveis trabalhadas na pesquisa, tanto para as variáveis dependentes quanto para as variáveis explicativas. Na Tabela 12 a seguir são detalhados os aspectos referentes à dimensão, indicador, procedimentos para construção, relação esperada e a fonte de cada uma dessas variáveis.

Tabela 12
Construto metodológico da pesquisa

Dimensão	Indicador	Procedimentos	Relação Esperada	Fonte
Dependente	Divulgação Voluntária	Informações detalhadas sobre os custos dos produtos	-	Murcia (2009)
		Preço ou valorização (desvalorização) das ações por tipo		
		Valor de mercado		
		Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)		
		Indicadores de rentabilidade (ROA/ROE)		
		Indicadores de liquidez (liquidez seca, liquidez corrente)		
		Indicadores de endividamento (pl/passivo, pc/pelp)		
		EBITDA		
Independente	Rentabilidade	$Rent = \frac{LL}{PL}$	Positiva	Murcia (2009) Alfaraih e Alanezi (2011) Rufino e Monte (2014)
	Endividamento	$Endiv = \frac{PC + P\tilde{N}C}{AT}$	Positiva	Murcia (2009) Kateb (2012)
	Tamanho da Empresa	AT (Total do ativo)	Positiva	Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005) Luz, Camargo e Lima (2006) Murcia e Santos (2009b) Cruz e Lima (2010) Kateb (2012) Barac, Granic e Vuko (2014) Niléhn e Thoresson (2014) Rufino e Monte (2014) Hieu e Lan (2015) Forte, Santos Neto, Nobre, Nobre e Queiroz (2016) Mota e Pinto (2017)
	Governança Corporativa	<i>Gover</i> (Dummy, 1 para empresa listada no novo mercado, 0 caso contrário)	Positiva	Murcia (2009)
	Auditoria	<i>Audit</i> (Dummy, 1 para empresa auditada pelas Big Four, 0 caso contrário)	Positiva	Murcia (2009) Al-Janadi, Rahman e Omar (2013)

Fonte: dados da pesquisa (2017)

Destaca-se, que cada um dos oito procedimentos apresentados na Tabela 12 na dimensão dependente, é considerado como uma variável dependente. Dessa forma, nos oito modelos testados o que diferencia é a variável dependente, permanecendo inalteradas as variáveis explicativas apresentadas na Tabela 12.

Observa-se ainda sobre as equações evidenciadas na Tabela 12, que a rentabilidade é formada pela divisão entre o lucro líquido e o patrimônio líquido, e o endividamento formado pela divisão entre a somatória do passivo circulante e não circulante, isto é, passivo total pelo ativo total da empresa. Diante dos procedimentos apresentados, bem como a influência esperada, na próxima seção é apresentado o construto teórico da pesquisa.

3.5 CONSTRUTO TEÓRICO DA PESQUISA

Nesta seção é apresentado o construto teórico da pesquisa evidenciando conforme a Figura 3 a influência esperada das variáveis independentes na variável dependente, de acordo com a literatura encontrada e discutida na pesquisa.

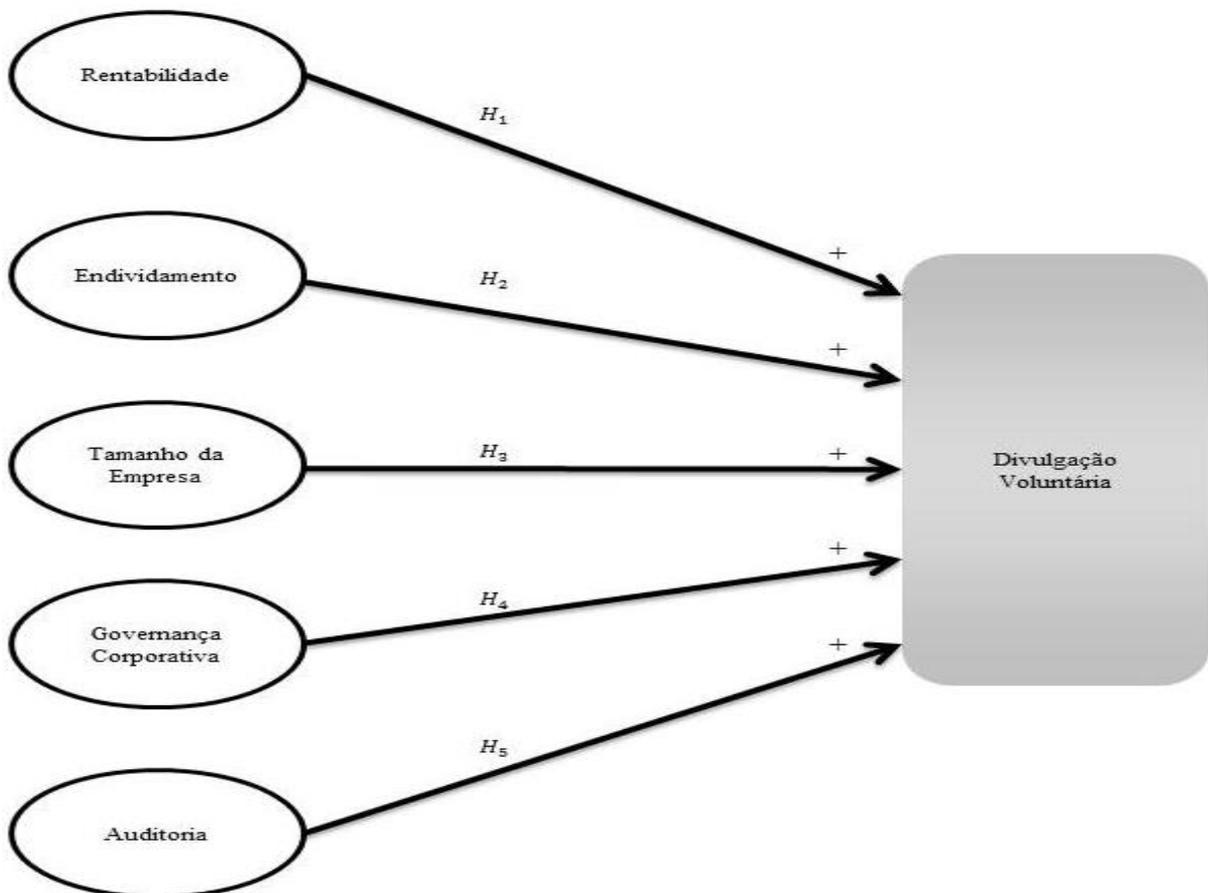


Figura 3 - Construto teórico da pesquisa

Fonte: dados da pesquisa (2017)

Como é possível observar na Figura 3, espera-se obter uma influência positiva sobre a probabilidade da divulgação voluntária de informações financeiras (variável dependente), nos resultados dos coeficientes associados às variáveis independentes. Isto é, sobre a rentabilidade, com base nos estudos de Murcia (2009), Alfaraih e Alanezi (2011) e Rufino e Monte (2014), e sobre o endividamento, baseado nos resultados encontrados pelos autores Murcia (2009) e Kateb (2012).

Além disso, sobre o tamanho da empresa, fundamentado nos achados de Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005), Luz, Camargo e Lima (2006), Murcia e Santos (2009b), Cruz e Lima (2010), Kateb (2012), Barac *et al.* (2014), Niléhn e Thoresson (2014), Rufino e Monte (2014), Hieu e Lan (2015), Forte *et al.* (2016) e Mota e Pinto (2017).

Essa influência positiva também é esperada nos resultados dos coeficientes associados às variáveis *dummy*, definida pela governança corporativa, baseado nos achados de Murcia (2009) e na auditoria, fundamentado nos estudos de Murcia (2009) e Al-Janadi *et al.* (2013). Cabe ressaltar que cada uma das influências a serem testadas refere-se a uma hipótese proposta na pesquisa. Diante disso, na próxima seção são apresentados os procedimentos utilizados para análise dos dados e as limitações da pesquisa.

3.6 ANÁLISE DOS DADOS E LIMITAÇÕES DA PESQUISA

As análises dos dados coletados serão realizadas por meio de oito modelos de regressão *logit*, para estimação da probabilidade de as companhias em questão evidenciarem cada uma das informações analisadas nos relatórios divulgados voluntariamente, no intuito de satisfazer a questão norteadora da pesquisa. Assim sendo, os modelos propostos na pesquisa são os seguintes.

$$\ln \left(\frac{DivCust_i}{1 - DivCust_i} \right) = f(\beta_0 + \beta_1 Renta_i + \beta_2 Endivid_i + \beta_3 Tam_i + \beta_4 Gover_i + \beta_5 Audit_i + \varepsilon_i) \quad (4)$$

$$\ln \left(\frac{DivPreco_i}{1 - DivPreco_i} \right) = f(\beta_0 + \beta_1 Renta_i + \beta_2 Endivid_i + \beta_3 Tam_i + \beta_4 Gover_i + \beta_5 Audit_i + \varepsilon_i) \quad (5)$$

$$\ln \left(\frac{DivValor_i}{1 - DivValor_i} \right) = f(\beta_0 + \beta_1 Renta_i + \beta_2 Endivid_i + \beta_3 Tam_i + \beta_4 Gover_i + \beta_5 Audit_i + \varepsilon_i) \quad (6)$$

$$\ln \left(\frac{DivProj_i}{1 - DivProj_i} \right) = f(\beta_0 + \beta_1 Renta_i + \beta_2 Endivid_i + \beta_3 Tam_i + \beta_4 Gover_i + \beta_5 Audit_i + \varepsilon_i) \quad (7)$$

$$\ln \left(\frac{DivRent_i}{1 - DivRent_i} \right) = f(\beta_0 + \beta_1 Renta_i + \beta_2 Endivid_i + \beta_3 Tam_i + \beta_4 Gover_i + \beta_5 Audit_i + \varepsilon_i) \quad (8)$$

$$\ln \left(\frac{DivLiquid_i}{1 - DivLiquid_i} \right) = f(\beta_0 + \beta_1 Renta_i + \beta_2 Endivid_i + \beta_3 Tam_i + \beta_4 Gover_i + \beta_5 Audit_i + \varepsilon_i) \quad (9)$$

$$\ln \left(\frac{DivEndiv_i}{1 - DivEndiv_i} \right) = f(\beta_0 + \beta_1 Renta_i + \beta_2 Endivid_i + \beta_3 Tam_i + \beta_4 Gover_i + \beta_5 Audit_i + \varepsilon_i) \quad (10)$$

$$\ln \left(\frac{DivEbitda_i}{1 - DivEbitda_i} \right) = f(\beta_0 + \beta_1 Renta_i + \beta_2 Endivid_i + \beta_3 Tam_i + \beta_4 Gover_i + \beta_5 Audit_i + \varepsilon_i) \quad (11)$$

Em que:

DivCust = Divulgação detalhada sobre os custos

DivPreco = Divulgação detalhada sobre o preço das ações

DivValor = Divulgação detalhada sobre o valor de mercado

DivProj = Divulgação detalhada sobre as projeções

DivRent = Divulgação detalhada sobre a rentabilidade

DivLiquid = Divulgação detalhada sobre a liquidez

DivEndiv = Divulgação detalhada sobre o endividamento

DivEbitda = Divulgação detalhada sobre o EBITDA

β_0 = Constante

Renta = Rentabilidade

Endivid = Endividamento

Tam = *Tamanho*

Gover = Governança

Audit = Auditoria

ε = Erro

Com base nos modelos apresentados, destaca-se que as variáveis dependentes como já apresentadas neste capítulo são caracterizadas como *dummy*, representando oito informações detalhadas nas propostas para análise na pesquisa, referentes ao custo, preço das ações, valor de mercado, projeções, rentabilidade, liquidez, endividamento e EBITDA.

Dessa forma, por tratar-se de um modelo com a variável dependente dicotômica, para cada uma dessas informações analisadas empregou-se um modelo específico, com a variável

dependente mensurada por 1 para a empresa que realizou a prática de divulgação da respectiva informação de forma detalhada, e 0 caso contrário.

Já as variáveis explicativas apresentadas definidas por rentabilidade, endividamento, governança e auditoria, permaneceram inalteradas para as análises dos modelos. Cabe destacar que as variáveis associadas à rentabilidade, endividamento e ao tamanho da empresa como já destacadas com detalhes anteriormente tratam-se de indicadores coletados na base de dados da Economática®.

Por conseguinte, as variáveis associadas à governança e a auditoria, tratam-se de variáveis *dummy* com as informações obtidas por meio da base de dados da Brasil Bolsa Balcão. Com isso, na próxima seção são apresentados os procedimentos para estimação do modelo de regressão *logit*.

3.7 ESTIMAÇÃO DO MODELO PROPOSTO NA PESQUISA

A modelagem com variáveis dicotômicas é usualmente estimada pelo método de máxima verossimilhança (Greene, 2003). Considerando que os dados em questão são individuais, coletados para cada empresa em um mesmo instante de tempo, a proposta da presente pesquisa é estimar a probabilidade de uma empresa divulgar satisfatoriamente uma informação voluntária, considerando um conjunto de resultados contábeis (matriz de variáveis explicativas).

Assim sendo, essa probabilidade pode ser expressa pela função logística dada pela equação 12.

$$P_i = \frac{1}{1+e^{-(\beta_1+\beta_2x_i)}} \quad (12)$$

Não observamos P_i , mas temos o resultado quando $Y = 1$, no presente caso, quando uma empresa divulga satisfatoriamente uma informação voluntária e, zero (0), caso contrário. Assim sendo, uma vez que cada Y_i é uma variável aleatória de Bernoulli, podemos afirmar que:

$$Pr = (Y_i = 1) = P_i \text{ e } Pr = (Y_i = 0) = (1 - P_i) \quad (13)$$

De acordo com Gujarati e Porter (2011), se tivermos uma amostra aleatória de n observações e, se denotarmos $f_i(Y_i)$ como a probabilidade de que Y_i seja igual a 1 ou Y_i igual a zero, a probabilidade conjunta de observar os n valores de Y é dada pela função produtório, conforme equação 14.

$$f(Y_1, Y_2, \dots, Y_n) = \prod_1^n f_i(Y_i) = \prod_1^n P_i^{Y_i} (1 - P_i)^{1 - Y_i} \quad (14)$$

A probabilidade conjunta do produtório dado pela equação 14 é conhecida como Função de Verossimilhança (FV). Se tomarmos o logaritmo natural da equação 14, obtemos a Função de Verossimilhança Logarítmica (FVL), dada pela equação 15.

$$\ln f(Y_1, Y_2, \dots, Y_n) = \sum_1^n \left[Y_i \ln \left(\frac{P_i}{1 - P_i} \right) \right] + \sum_1^n \ln(1 - P_i) \quad (15)$$

Partindo da equação 12, podemos verificar que:

$$(1 - P_i) = \frac{1}{1 + e^{(\beta_1 + \beta_2 X_i)}} \text{ e } \text{que } \ln \left(\frac{1}{1 - P_i} \right) = \beta_1 + \beta_2 X_i \quad (16)$$

Substituindo adequadamente (16) em (15), chegamos a equação 17, que é a Função de Verossimilhança Logarítmica (FVL) como função apenas dos parâmetros β_1 e β_2 , uma vez que a matriz X_i têm valores conhecidos.

$$\ln f(Y_1, Y_2, \dots, Y_n) = \sum_1^n Y_i (\beta_1 + \beta_2 X_i) - \sum_1^n \ln [1 + e^{(\beta_1 + \beta_2 X_i)}] \quad (17)$$

O método de estimação por máxima verossimilhança objetiva potencializar a FVL, de tal maneira que os parâmetros desconhecidos sejam estimados de modo que a probabilidade de se observar os Y dados seja a mais alta possível. Ao se maximizar a FVL, observando as condições de primeira e segunda ordem, chega-se às estimativas para β_1 e β_2 , podendo-se com isso alcançar o objetivo que é encontrar P_i , dado pela equação 12.

Dessa forma, apresentados os procedimentos da modelagem de regressão proposta na pesquisa para análise dos resultados, na próxima seção são apresentados os achados da pesquisa. Cabe destacar que os resultados são apresentados e discutidos observando a ordem dos objetivos destacados na primeira seção do estudo.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Nesse capítulo são apresentados e discutidos os achados da pesquisa, de acordo com a ordem dos objetivos propostos. Diante disso, na seção seguinte são apresentados os resultados obtidos por meio da análise de conteúdo sobre os relatórios referentes à divulgação de cada uma das informações financeiras de natureza voluntária analisada (detalhadas na Tabela 11), bem como a comparação setorial do nível e a qualidade das práticas de divulgação voluntária.

4.1 ANÁLISE DO NÍVEL DE DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DAS EMPRESAS POR SETOR ECONÔMICO

Foi um dos objetivos específicos da pesquisa, analisar setorialmente o comportamento da prática de *disclosure* de informações financeiras voluntárias. Diante disso, é apresentado na Tabela 13 o nível de divulgação voluntária das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto no ano de 2016, e a análise comparativa por setor econômico dessas organizações.

Destaca-se que por questão estrutural a Tabela 13 apresenta os resultados por setor econômico, entretanto no Apêndice 1 são apresentados os resultados por segmento de atuação, no intuito de evidenciar com maior clareza o comportamento das organizações com relação à prática de divulgação de informações voluntárias, dentro de cada segmento de atuação.

Tabela 13

Nível de divulgação voluntária por segmento

Painel A – Nível de divulgação voluntária sobre custos e preços das ações por setor econômico

Setor Econômico	Indicadores Nº Empresa	Qualidade (I)				Qualidade (II)			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	90%	89%	0%	11%	30%	0%	0%	100%
Materiais Básicos	30	63%	84%	16%	0%	57%	30%	30%	40%
Bens Industriais	62	51%	53%	25%	22%	37%	57%	17%	26%
Consumo não Cíclico	24	71%	59%	12%	29%	50%	58%	25%	17%
Consumo Cíclico	79	69%	0%	11%	89%	57%	57%	29%	14%
Saúde	15	67%	40%	0%	60%	67%	40%	30%	30%
Tecnologia da Informação	8	38%	67%	0%	33%	38%	100%	0%	0%
Telecomunicações	7	71%	60%	20%	20%	57%	25%	75%	0%
Energia Elétrica	59	56%	61%	30%	9%	58%	59%	35%	6%
Água e Saneamento	6	67%	100%	0%	0%	50%	67%	0%	33%
Gás	2	50%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%
Total	302	56%	56%	19%	25%	49%	45%	31%	24%

Painel B – Nível de divulgação voluntária sobre o valor de mercado e as projeções por setor econômico

Setor Econômico	Indicadores Nº Empresa	(III)	Qualidade				(IV)	Qualidade			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-		
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	20%	50%	0%	50%	50%	20%	20%	60%		
Materiais Básicos	30	34%	20%	10%	70%	44%	8%	23%	69%		
Bens Industriais	62	21%	15%	15%	70%	40%	12%	40%	48%		
Consumo não Cíclico	24	21%	40%	0%	60%	42%	0%	40%	60%		
Consumo Cíclico	79	54%	0%	14%	86%	23%	0%	0%	100%		
Saúde	15	40%	0%	0%	100%	40%	0%	17%	83%		
Tecnologia da Informação	8	38%	0%	0%	100%	38%	0%	33%	67%		
Telecomunicações	7	14%	0%	100%	0%	71%	0%	20%	80%		
Energia Elétrica	59	31%	6%	33%	61%	48%	0%	50%	50%		
Água e Saneamento	6	50%	34%	33%	33%	67%	0%	50%	50%		
Gás	2	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	100%		
Total	302	29%	10%	15%	75%	40%	5%	43%	52%		

Painel C – Nível de divulgação voluntária sobre a rentabilidade e a liquidez por setor econômico

Setor Econômico	Indicadores Nº Empresa	(V)	Qualidade				(VI)	Qualidade			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-		
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	20%	50%	0%	50%	10%	0%	0%	100%		
Materiais Básicos	30	37%	9%	36%	55%	33%	10%	30%	60%		
Bens Industriais	62	40%	8%	24%	68%	31%	16%	32%	52%		
Consumo não Cíclico	24	33%	13%	25%	62%	38%	0%	22%	78%		
Consumo Cíclico	79	31%	25%	25%	50%	38%	0%	60%	40%		
Saúde	15	33%	0%	80%	20%	27%	0%	50%	50%		
Tecnologia da Informação	8	13%	0%	0%	100%	13%	0%	0%	100%		
Telecomunicações	7	43%	0%	0%	100%	71%	0%	20%	80%		
Energia Elétrica	59	24%	0%	58%	42%	51%	0%	23%	77%		
Água e Saneamento	6	67%	0%	75%	25%	50%	0%	33%	67%		
Gás	2	50%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%		
Total	302	32%	10%	34%	56%	37%	5%	27%	68%		

Painel D – Nível de divulgação voluntária sobre o endividamento e o EBITDA por setor econômico

Setor Econômico	Indicadores Nº Empresa	(VII)	Qualidade				(VIII)	Qualidade			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-		
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	10	30%	0%	0%	100%	80%	100%	0%	0%		
Materiais Básicos	30	60%	33%	50%	17%	63%	68%	32%	0%		
Bens Industriais	62	50%	65%	13%	22%	49%	81%	13%	6%		
Consumo não Cíclico	24	71%	65%	23%	12%	75%	83%	11%	6%		
Consumo Cíclico	79	77%	60%	40%	0%	92%	66%	17%	17%		
Saúde	15	60%	67%	11%	22%	73%	91%	9%	0%		
Tecnologia da Informação	8	50%	50%	25%	25%	50%	100%	0%	0%		
Telecomunicações	7	71%	60%	20%	20%	71%	60%	20%	20%		
Energia Elétrica	59	63%	70%	27%	3%	64%	74%	23%	3%		
Água e Saneamento	6	67%	50%	25%	25%	67%	75%	25%	0%		
Gás	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%		
Total	302	58%	57%	30%	13%	63%	73%	21%	6%		

Legenda: Indicadores

- (I) Informações detalhadas sobre os custos dos produtos
- (II) Informações detalhadas sobre o preço ou valorização (desvalorização) das ações por tipo
- (III) Informações detalhadas sobre o valor de mercado
- (IV) Informações detalhadas sobre as projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
- (V) Informações detalhadas sobre os indicadores de rentabilidade (ROA/ROE)
- (VI) Informações detalhadas sobre os indicadores de liquidez (liquidez seca, liquidez corrente)
- (VII) Informações detalhadas sobre os indicadores de endividamento (pl/passivo, pc/pelp)
- (VIII) Informações detalhadas EBITDA

Nível de divulgação

(N) Companhias que praticaram a divulgação voluntária sobre o total de Companhias listadas no respectivo setor econômico.

Qualidade da informação

(B) Boa

(S) Satisfatória

(S-) Superficial

Fonte: resultados da pesquisa (2017)

Verifica-se de acordo com a Tabela 13, que foram buscadas para análises, informações de 302 companhias no total. Dessas companhias, 56% divulgaram informações sobre os custos. Dessas informações divulgadas, observou-se que 56% são consideradas como uma boa informação, 19% como satisfatória e 25% superficial.

Além disso, considerando a análise do nível de informações divulgadas por setor econômico, constatou-se que as companhias do setor de petróleo, gás e biocombustíveis, foram as que mais realizaram a prática de divulgação dessa informação, representando um índice de 90%. Destaca-se ainda que aproximadamente 90% dessas informações publicadas por esse setor foram consideradas como uma boa informação.

Destarte, analisando por segmento de atuação (Apêndice 1) identificou-se a não publicação de informações sobre o custo para as companhias dos segmentos de: (i) embalagens, (ii) engenharia consultiva, (iii) material de transporte, (iv) alimentos, (v) vestuário, (vi) eletrodomésticos, (vii) utensílios domésticos, (viii) bicicletas, (ix) brinquedos e jogos, (x) viagens e turismo e (xi) equipamentos de saúde.

Nisso, constatou-se que companhias de onze segmentos de atuação não realizaram a prática de divulgações associadas ao custo. Já com relação a informações sobre o preço das ações, verificou-se que 49% do total de companhias, realizaram a prática de divulgação dessa informação. Desse percentual, 45% foram consideradas como uma boa informação, 31% satisfatória e 24% superficial.

Observando o nível de divulgação por setor econômico, destacam-se as companhias listadas no setor de saúde com 67% de participação das empresas na publicação da respectiva informação. Dessas informações publicadas pelas companhias listadas no setor da saúde, 40% foram consideradas como uma boa informação.

Notou-se também que quatro setores ficaram abaixo da média de publicações, com destaque negativo ao setor de gás com nenhuma publicação de informações sobre o preço das ações.

Ainda, em uma análise por segmento de atuação (Apêndice 1) notou-se a não publicação de informação associada ao valor da ação para os segmentos de: (i) construção pesada, (ii) engenharia consultiva, (iii) transporte hidroviário, (iv) serviços de apoio e armazenagem, (v) material de transporte, (vi) embalagens, (vii) produtos diversos consumo não cíclico, (viii) eletrodomésticos, (ix) utensílios domésticos, (x) jornais, livros e revistas, (xi) brinquedos e jogos, (xii) viagens e turismo, (xiii) equipamentos de saúde, (xiv) gás, (xv) produção e difusão de filmes e programas, e (xvi) bicicletas.

Com isso, identificou-se que companhias relativas a dezesseis segmentos de atuação não publicaram informações sobre o preço das ações.

Com relação à publicação de informações sobre o valor de mercado, constatou-se que apenas 29% do total das companhias praticaram a referida divulgação, além de que apenas 10% foram consideradas como uma boa informação, 15% satisfatória e 75% superficial. O destaque de publicação foi o setor de consumo cíclico com 54% de companhias que realizaram a prática da divulgação dessa informação. Contudo, das informações divulgadas nesse setor, de consumo cíclico, nenhuma foi considerada como uma boa informação.

Como destaque negativo, novamente as companhias listadas no setor de gás não realizaram a prática de divulgação dessas informações. Com isso, das informações divulgadas e analisadas, a referente ao valor de mercado posicionou-se como a menos praticada pelas companhias.

Observou-se também em uma análise por segmento de atuação (Apêndice 1) nenhuma publicação de informações referentes ao valor de mercado para as companhias dos segmentos de: (i) químicos, (ii) construção pesada, (iii) motores, compressores e outros, (iv) máquinas e equipamentos construção e agrícolas, (v) engenharia consultiva, (vi) transporte ferroviário, (vii) transporte hidroviário, (viii) transporte rodoviário, (ix) exploração de rodovias, (x) serviços de apoio e armazenagem, (xi) material de transporte, (xii) açúcar e álcool, (xiii) cervejas e refrigerantes, (xiv) produtos de uso pessoal e (xv) produtos de limpeza.

Além desses, as companhias listadas nos segmentos de (xvi) produtos diversos consumo não cíclico, (xvii) alimentos, (vxiii) eletrodomésticos, (xix) móveis, (xx) utensílios domésticos, (xxi) jornais, livros e revistas, (xxii) restaurante e similares, (xxiii) bicicletas, (xxiv) brinquedos e jogos, (xxv) viagens e turismo, (xxvi) aluguel de carros, (xxvii) gás, (xxviii) embalagens, (xix) equipamentos de saúde e (xxx) produção e difusão de filmes e programas. Com base nisso, companhias de trinta segmentos de atuação analisados não evidenciaram informações sobre o valor de mercado.

No tocante às projeções, constatou-se que 40% do total das companhias analisadas realizaram a divulgação de informações relativas às projeções. Dessas publicações, apenas 5% foram consideradas como uma boa informação, 43% satisfatória e 52% superficial. O destaque foi para o setor de telecomunicações com uma participação de 71% de publicações, no entanto com nenhuma publicação caracterizada como uma boa informação. Como destaque negativo, foi o setor de consumo cíclico, com apenas 23% de participação de companhias que praticaram a divulgação de informações relacionadas às projeções.

Analisando ainda sobre uma abordagem por segmento de atuação (Apêndice 1) observou-se a não publicação de informações para as companhias listadas nos segmentos de (i) embalagens, (ii) engenharia consultiva, (iii) transporte hidroviário, (iv) transporte rodoviário, (v) material de transporte, (vi) produtos de uso pessoal, (vii) produtos de limpeza, (viii) produtos diversos consumo não cíclico, (ix) vestuário, (x) acessórios de consumo cíclico, (xi) eletrodomésticos, (xii) móveis e (xiii) utensílios domésticos.

Além desses segmentos também não publicaram essas informações, as empresas dos segmentos de (xiv) automóveis e motocicletas, (xv) produção e difusão de filmes e programas, (xvi) jornais, livros e revistas, (xvii) hotelaria, (xviii) bicicletas, (xix) brinquedos e jogos, (xx) programas de fidelização, (xxi) medicamentos e outros produtos e (xxii) equipamentos de saúde. Diante disso, companhias relativas a vinte e dois segmentos de atuação não publicaram informações relacionadas às projeções.

Considerando as informações sobre o indicador de rentabilidade, verificou-se por meio da análise realizada, que apenas 32% do total de companhias evidenciaram. No entanto, apenas 10% das informações publicadas foram caracterizadas como uma boa informação, 34% satisfatória e 56% superficial. Em uma análise setorial, o destaque negativo foi para as companhias listadas no setor de Tecnologia da Informação, na qual apenas 13% realizaram a prática da divulgação de informações sobre a rentabilidade.

Como destaque positivo, ainda sobre o enfoque setorial, o setor com maior nível de evidenciação sobre a rentabilidade foi o setor de água e saneamento, com a prática da

divulgação de informações relativa ao respectivo indicador, realizada por 67% do total de companhias. Porém, nenhuma das informações divulgadas pelas empresas desse setor foi percebida como uma boa informação.

Além disso, constatou-se em uma análise por segmento de atuação (Apêndice 1) que não publicaram informações sobre a rentabilidade as companhias listadas nos segmentos de (i) embalagens, (ii) construção pesada, (iii) engenharia consultiva, (iv) transporte hidroviário, (v) serviços de apoio e armazenagem, (vi) material de transporte, (vii) açúcar e álcool, (viii) produtos de uso pessoal, (ix) produtos de limpeza, (x) alimentos, (xi) acessórios de consumo cíclico, (xii) eletrodomésticos e (xiii) utensílios domésticos.

Além desses segmentos de atuação, não publicaram sobre a rentabilidade, os relacionados a (xiv) produção e difusão de filmes e programas, (xv) restaurante e similares, (xvi) bicicletas, (xvii) brinquedos e jogos, (xviii) produção de eventos e shows, (xix) programas de fidelização, (xx) produtos diversos consumo não cíclico, (xxi) medicamentos e outros produtos e (xxii) equipamentos de saúde. Sendo assim, as companhias listadas a vinte e dois segmentos de atuação não divulgaram informações sobre a rentabilidade.

Sobre os indicadores de liquidez, constatou-se que do total de companhias analisadas, 37% realizaram a prática de informações relativas à liquidez. Entretanto, apenas 5% dessas informações foram compreendidas como uma boa informação, enquanto 27% satisfatória e 68% superficial.

O nível de destaque foi do setor econômico de telecomunicações, com 71% de participação das empresas na prática da divulgação, embora nenhuma das informações publicadas e analisadas nesse setor foi caracterizada como uma boa informação. Mais uma vez, o setor de gás ficou posicionado como destaque negativo, com nenhuma publicação de informação referente à variável liquidez.

Já em uma análise mais detalhada, sobre as companhias por segmento de atuação (Apêndice 1) notou-se que não publicaram informações sobre rentabilidade as empresas dos segmentos de: (i) exploração, refino e distribuição, (ii) embalagens, (ii) engenharia consultiva, (iii) serviços diversos engenharia, (iv) máquinas e equipamentos construção e agrícolas, (v) transporte ferroviário, (vi) transporte hidroviário, (vii) serviços de apoio e armazenagem, (viii) material de transporte, (ix) cervejas e refrigerantes, (x) produtos de uso pessoal, (xi) produtos de limpeza, (xii) produtos diversos consumo não cíclico e (xiii) alimentos.

E ainda, também não evidenciaram sobre a liquidez, os relacionados ao (xiv) vestuário, (xv) calçados, (xvi) eletrodomésticos, (xvii) utensílios domésticos, (xviii) produção e difusão de filmes e programas, (xix) bicicletas, (xx) brinquedos e jogos, (xxi) produção de

eventos e shows, (xxii) viagens e turismo, (xxiii) programas de fidelização, (xiv) medicamentos e outros produtos, (xv) equipamentos de saúde, (xvi) computadores e equipamentos e (xvii) gás. Diante disso, companhias listadas em vinte e sete segmentos de atuação não realizaram a prática de divulgação de informação referente à variável liquidez.

Em se tratando das informações sobre o endividamento, verificou-se que do total de empresas, 58% realizaram a prática de divulgar informações relativas ao endividamento. Dessas informações publicadas, 57% foram consideradas como uma boa informação, 30% satisfatória e 13% superficial.

O nível de divulgação em destaque foi para as companhias listadas no setor econômico de consumo cíclico, com 77% de participação das empresas na divulgação de informações sobre o endividamento, além de que 60% das informações divulgadas por essas empresas foram percebidas como uma boa informação.

O setor econômico de petróleo, gás e biocombustíveis posicionou-se como destaque negativo com apenas 30% de participação das empresas na divulgação de informações relativas ao endividamento.

Todavia, sob a perspectiva por segmento de atuação (Apêndice 1) verificou-se a não divulgação de informações relativas ao endividamento as companhias listadas nos segmentos de: (i) embalagens, (ii) engenharia consultiva, (iii) material de transporte, (iv) produtos de limpeza, (v) eletrodomésticos, (vi) utensílios domésticos, (vii) produção e difusão de filmes e programas, (viii) bicicletas, (ix) brinquedos e jogos, (x) programas de fidelização e (xi) equipamentos de saúde. Com isso, companhias de onze segmentos de atuação não realizaram a prática de divulgação de informações associadas ao endividamento.

Destarte, observou-se que a informação com maior nível de divulgação praticado pelas companhias foi sobre o EBITDA, com 63% de divulgação sobre o total de empresas. Considerando essas informações, 73% foram consideradas como uma boa informação, 21% satisfatória e, 6% superficial.

Como destaque nas práticas da divulgação de informações sobre o EBITDA foi o setor econômico de consumo cíclico, com 92% de participação das companhias nas publicações, além de que 66% dessas foram classificadas como uma boa informação. Já como destaque negativo, foi o setor econômico de bens industriais, com uma participação de 49% das empresas na prática de divulgação de informações sobre o EBITDA.

Por conseguinte, analisando por segmento econômico verificou-se que não divulgaram informações sobre o EBITDA as empresas do segmento de: (i) embalagens, (ii) construção pesada, (iii) engenharia consultiva, (iv) material de transporte, (v) eletrodomésticos, (vi)

utensílios domésticos, (vii) produção e difusão de filmes e programas, (viii) bicicletas, (ix) brinquedos e jogos, e (x) equipamentos de saúde.

Por fim, verificou-se que as companhias listadas nos setores econômicos (Tabela 13) no geral realizaram a prática de divulgação voluntária de pelo menos uma ou mais das informações analisadas.

Já sobre uma abordagem por segmento de atuação (Apêndice 1), as companhias listadas nos segmentos de: (i) embalagens, (ii) engenharia consultiva, (iii) material de transporte, (iv) eletrodomésticos, (v) utensílios domésticos, (vi) produção e difusão de filmes e programas, (vii) bicicletas, (viii) brinquedos e jogos e (ix) equipamentos saúde, não praticaram a divulgação de nenhuma das informações analisadas.

Observa-se de acordo com a Tabela 13, que a questão da divulgação voluntária ainda pode ser bastante explorada, uma vez que, se considerarmos as oito informações analisadas nos relatórios das companhias, apenas 56% das empresas fizeram divulgação voluntária sobre os custos, independente da qualidade. No que diz respeito ao preço das ações, apenas 49% das companhias realizaram a divulgação voluntária, e, nessa perspectiva, 29% o valor de mercado; 40% as projeções; 32% a rentabilidade; 37% a liquidez; 58% o endividamento e 63% o EBITDA.

Isto é, sob o ponto de vista das empresas, muitas delas ainda não deram importância para a divulgação voluntária. Cabe destacar ainda que sobre esse nível de divulgação, foi considerada tanto uma boa informação quanto as informações satisfatória e superficial. Quando observado somente as consideradas como uma boa informação, por exemplo, os percentuais foram na ordem de 56% para os custos, 45% para os preços das ações, 10% para o valor de mercado, 5% para as projeções, 10% para a rentabilidade, 5% para a liquidez, 57% para o endividamento e 73% para o EBITDA.

Na Figura 4 são apresentadas, de acordo com o nível de qualidade informacional, as publicações realizadas pelas companhias, segregadas por setor econômico, conforme a análise realizada com base na escala de comparabilidade.

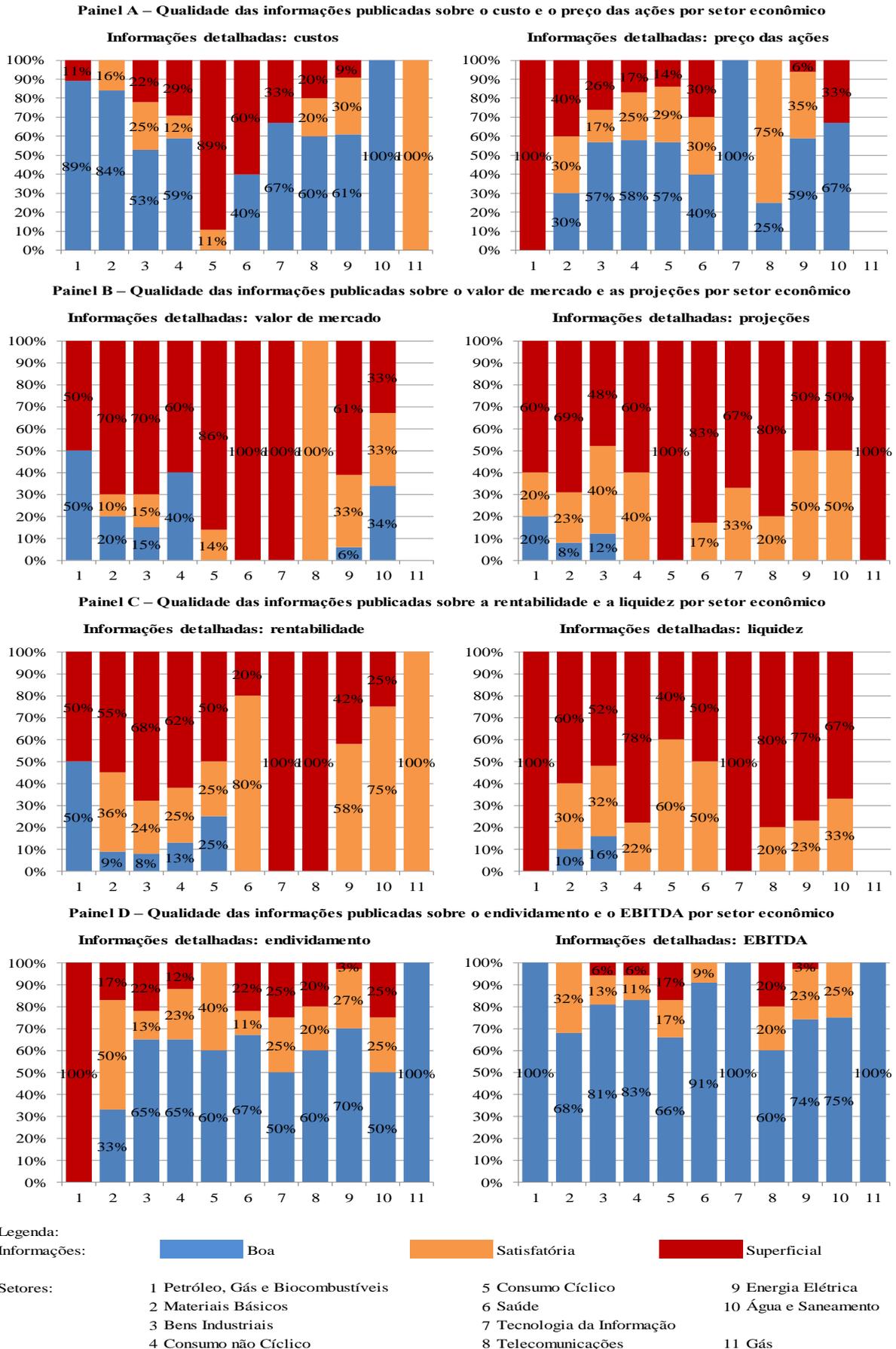


Figura 4 - Qualidade das informações publicadas por setor econômico

Fonte: dados da pesquisa (2017)

Os resultados apresentados na Figura 4 evidenciam especificamente a qualidade das informações publicadas pelas companhias em questão. Por meio dos painéis ilustrados, é possível observar as características, e a participação em percentual de cada uma das informações publicadas e analisadas na pesquisa. Logo, é observável também a não publicação de informações relacionadas ao preço das ações, valor de mercado e liquidez das empresas pelo setor de gás.

Torna-se explícito também ao verificar a Figura 4, que em se tratando do conteúdo informacional das publicações relativas ao valor de mercado, projeções, rentabilidade e liquidez das companhias; predominam significativamente aquelas definidas como superficiais. Isto é, de acordo com a métrica estabelecida para análise em profundidade das publicações (apresentada com detalhes na seção 3.3), as empresas apenas disponibilizaram os resultados obtidos no exercício contábil das respectivas informações.

O destaque positivo apresentado na Figura 4 refere-se à publicação de informações sobre o EBITDA, uma vez que a maioria dessas informações evidenciadas pelas empresas foi considerada como uma boa informação. Acentua-se diante do exposto, a importância de disponibilizar ao usuário um conteúdo informacional de qualidade, que possa realmente contribuir com a transparência das organizações.

Assim, na próxima seção são apresentadas e discutidas as análises dos resultados obtidos por meio dos modelos econométricos propostos na pesquisa.

4.2 ESTIMAÇÃO DA MODELAGEM PROPOSTA NA PESQUISA

Na presente seção serão apresentados os resultados obtidos por meio da estimação dos modelos propostos, para analisar a probabilidade das companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na Brasil Bolsa Balcão a realizarem a prática de *disclosure* de informações financeiras voluntárias no ano de 2016.

Nesse sentido, a estatística descritiva dos dados relativos às variáveis explicativas contínuas dos modelos de regressão *logit* estimados é detalhada na Tabela 14, com as 267 observações consideradas na amostra.

Tabela 14
Estatística descritiva das variáveis explicativas contínuas

Variáveis Explicativas	Rentabilidade	Endividamento	Tamanho (mi)
Média	-0,03287	0,76509	12,898
Máximo	13,97243	40,79630	804,945
Mínimo	-9,74417	0,04930	0,062
Desvio Padrão	1,27280	2,48123	55275,69
Observações	267	267	267
Jarque-Bera	5,5e+04	7,2e+05	2,9e+05
<i>p-valor</i>	0,0000	0,0000	0,0000

Fonte: resultados da pesquisa (2017)

Observa-se na Tabela 14 que percentualmente, em média, as empresas possuem rentabilidade **negativa** (3,29%). Por outro lado, se observa uma distância muito grande entre o valor máximo (1397%) e o valor mínimo, que foi **negativo** (974%). A empresa que apresentou a maior rentabilidade é do setor de energia elétrica. Para esclarecer, o valor negativo mínimo, foi de uma companhia (setor de energia elétrica), cujo resultado do índice de rentabilidade foi o menor encontrado. A mesma contabilizava um patrimônio líquido negativo proveniente de prejuízos acumulados nos períodos anteriores, maiores do que o saldo do lucro líquido no período em questão.

Essa constatação evidencia o comportamento distinto entre o retorno relativo às opções de investimentos possíveis, uma vez que as companhias em questão possuem ativos negociados na bolsa de valores. Por essa discrepância no comportamento das observações em questão, destaca-se que de acordo com o teste de normalidade de Jarque-Bera, os dados não apresentaram normalidade, uma vez que a hipótese nula foi rejeitada a 1% de significância.

Com relação ao endividamento das 267 companhias analisadas, o percentual médio encontrado foi de aproximadamente 76,51%. Esse percentual encontrado evidencia um alto nível de endividamento médio das companhias brasileiras, listadas na bolsa de valores, de modo que esse percentual é obtido pelo somatório das contas do passivo circulante e passivo não circulante, e posteriormente dividido pelo ativo total das empresas.

Diante disso, o maior índice de endividamento verificado foi de aproximadamente 4079,63%, referente a uma companhia listada no segmento de utensílios domésticos, cujo passivo não circulante contabilizado evidenciou um significativo comprometimento em longo prazo da empresa junto a terceiros.

Por outro lado, o valor mínimo encontrado para o respectivo indicador foi de aproximadamente 4,93%. Em se tratando desse percentual mínimo encontrado sobre o endividamento, pontua-se que o valor se refere a uma companhia listada no segmento de energia elétrica, cujo passivo total registrado, demonstrou um nível de endividamento

relativamente baixo, quando comparado com o ativo total. Observou-se também nesse indicador, uma significativa discrepância entre as observações.

Assim, verificou-se com base no teste de normalidade de Jarque-Bera, que os dados encontrados referentes ao índice de endividamento também não apresentaram normalidade, na medida em que a hipótese nula do respectivo teste foi rejeitada a 1% de significância.

Destarte, os dados relativos ao tamanho da empresa, para as 207 companhias em questão apresentaram o valor médio em torno de R\$12,898 (mi). Por conseguinte, os valores máximo e mínimo encontrados foram em torno de R\$804,945 (mi) e R\$0,062 (mi). Com isso, os dados referentes ao tamanho da empresa, também não apresentaram normalidade de acordo com a estatística do teste de Jarque-Bera, pois a hipótese nula do respectivo teste foi rejeitada a 1% de significância.

Em se tratando das demais variáveis explicativas dos modelos de regressão *logit*, definidas como variáveis binárias, segue na Tabela 15 o detalhamento de cada uma delas.

Tabela 15
Informações relativas às variáveis explicativas binárias

Variáveis Explicativas	Governança	Auditoria
Valor (1)	149	205
Valor (0)	118	62
Valor (1)	55,8%	76,8%
Valor (0)	44,2%	23,2%
Observações	267	267

Fonte: resultados da pesquisa (2017)

É possível verificar na Tabela 15 que em torno de 55,8% das 267 companhias analisadas, isto é, aproximadamente metade das companhias não financeiras está listada no segmento de governança corporativa do novo mercado da Brasil Bolsa Balcão. Pontua-se diante dessa evidência encontrada, que ainda há muito a percorrer para que o mercado brasileiro possa avançar nesse quesito.

Cabe ressaltar, que conforme discutido na seção 2.4.2 (específica sobre os níveis de governança corporativa da Brasil Bolsa Balcão), a exigência sobre as empresas por um nível maior de transparência é significativamente maior quando listadas no nível de governança do novo mercado.

Além disso, verificou-se também, conforme apresentado na Tabela 15, que em torno de 76,8% dessas companhias são auditadas pelas empresas de auditoria consideradas como “*Big Four*”.

Considera-se diante do achado, que está presente uma preocupação sobre a reputação inerente aos auditores independentes, uma vez que está associada à continuidade de seus

serviços, tratados principalmente pelos autores Francis e Wang (2008) e García Blandón e Argilés Bosch (2013), discutido em detalhes na seção 2.5 (específica sobre a auditoria independente). Isto é, considerando a amostra em questão, ter 76,8% das companhias não financeiras sendo auditadas pelas “*Big Four*” é um fator positivo.

Na Tabela 16 são apresentados os resultados dos modelos de regressão *logit* estimados.

Tabela 16
Estimação dos modelos de regressão *logit*

Variáveis Explicativas	Variáveis Dependentes (Modelos estimados)							
	DivCust (I)	DivPreco (II)	DivValor (III)	DivProj (IV)	DivRent (V)	DivLiquid (VI)	DivEndiv (VII)	DivEbitda (VIII)
C	-1,900 (0,00)	-2,876 (0,00)	-4,906 (0,00)	-2,493 (0,00)	-3,461 (0,00)	-2,890 (0,00)	-1,451 (0,00)	-1,700 (0,00)
RENTA	-0,206 (0,86)	0,212 (0,11)	0,083 (0,73)	0,037 (0,77)	0,052 (0,74)	0,049 (0,76)	-0,061 (0,59)	-0,197 (0,17)
ENDIVID	-0,482 (0,68)	-0,054 (0,74)	-0,197 (0,84)	-0,022 (0,82)	-0,504 (0,50)	-0,014 (0,91)	-0,054 (0,56)	-0,063 (0,59)
TAM	6E-04 (0,00)*	-1E-06 (0,76)	4E-06 (0,19)	4E-07 (0,87)	-3E-07 (0,94)	4E-07 (0,92)	5E-07 (0,84)	7E-04 (0,01)**
GOVER	1,256 (0,00)*	2,442 (0,00)*	1,966 (0,01)**	0,869 (0,01)**	1,133 (0,00)*	1,298 (0,00)*	1,550 (0,00)*	2,414 (0,00)*
AUDIT	0,765 (0,04)**	1,210 (0,00)*	1,101 (0,30)	0,840 (0,08)***	1,518 (0,04)**	0,202 (0,71)	1,139 (0,00)*	1,200 (0,00)*
R² McFadden	0,20	0,26	0,11	0,05	0,09	0,05	0,17	0,36
LR Stat.	71,96 (0,00)*	93,20 (0,00)*	15,19 (0,00)*	15,22 (0,00)*	21,16 (0,00)*	11,49 (0,04)**	60,63 (0,00)*	124,4 (0,00)*
Obs. (0)	144	158	247	208	225	231	118	93
%	54%	59%	93%	78%	86%	86%	44%	35%
Obs. (1)	123	109	20	59	42	36	149	174
%	46%	41%	7%	22%	14%	14%	56%	65%
Total Obs.	267	267	267	267	267	267	267	267

Variáveis:

DivCust = Divulgação detalhada sobre os custos

DivPreco = Divulgação detalhada sobre o preço das ações

DivValor = Divulgação detalhada sobre o valor de mercado

DivProj = Divulgação detalhada sobre as projeções

DivRent = Divulgação detalhada sobre a rentabilidade

DivLiquid = Divulgação detalhada sobre a liquidez

DivEndiv = Divulgação detalhada sobre o endividamento

DivEbitda = Divulgação detalhada sobre o EBITDA

C = Constante

Renta = Rentabilidade

Endivid = Endividamento

Tam = Tamanho

Gover = Governança

Audit = Auditoria

* significância estatística ao nível de 1%

** significância estatística ao nível de 5%

*** significância estatística ao nível de 10%

Fonte: resultados da pesquisa (2017)

Destaca-se que na perspectiva de Gujarati e Porter (2011), o sinal obtido pelo coeficiente estimado do modelo *logit* define o acréscimo ou decréscimo na probabilidade. Assim sendo, quando o coeficiente estimado do respectivo modelo de regressão apresenta o sinal positivo, significa um acréscimo na probabilidade ou um decréscimo caso contrário.

Nesse sentido, é possível verificar que no modelo referente à divulgação de informações sobre o custo, os coeficientes associados às variáveis explicativas tamanho da empresa, governança e auditoria foram estatisticamente significantes, com influência positiva. Os dois primeiros coeficientes estatisticamente significantes foram ao nível de 1%, enquanto o último, ao nível de 5%.

No modelo referente à divulgação de informações sobre o preço, é possível verificar que os coeficientes estimados associados às variáveis explicativas governança e auditoria foram estatisticamente significantes, ao nível de 1%, evidenciando uma influência positiva sobre a probabilidade de divulgação de informações voluntárias.

Já no modelo relativo à divulgação de informações sobre o valor de mercado, é possível observar que apenas o coeficiente estimado associado à variável explicativa governança corporativa apresentou significância estatística, ao nível de 5%, com influência positiva.

O modelo de regressão sobre a divulgação de informações referente à projeção das companhias apresentou significância estatística para os coeficientes estimados associados às variáveis explicativas, governança e auditoria, com influência positiva. Entretanto, o primeiro coeficiente foi estatisticamente significativo ao nível de 5%, enquanto o segundo ao nível de 10%.

Ainda, verificou-se que no modelo referente à divulgação de informações sobre a rentabilidade, os coeficientes estimados associados às variáveis explicativas governança e auditoria foram estatisticamente significantes. No respectivo modelo, o primeiro coeficiente estatisticamente significativo foi ao nível de 1%, e o segundo ao nível de 5%, apresentando também influência positiva.

No tocante ao modelo de regressão sobre a divulgação de informações sobre a liquidez das companhias, notou-se que apenas o coeficiente estimado, associado à variável explicativa governança apresentou significância estatística, ao nível de 1%, com influência positiva.

Com relação ao modelo relativo à divulgação de informações sobre o endividamento das empresas, constatou-se que os coeficientes associados às variáveis explicativas, governança e auditoria foram estatisticamente significantes, com influência positiva. Cabe

destacar que ambos os coeficientes estimados apresentaram significância estatística ao nível de 1%.

Por conseguinte, o modelo de regressão referente à divulgação de informações sobre o EBITDA, apresentou significância estatística para os coeficientes estimados, associados às variáveis explicativas, tamanho da empresa, governança e auditoria. No entanto, o primeiro coeficiente estimado estaticamente significativo foi ao nível de 1%, e os dois últimos coeficientes estimados, ao nível de 5%, ambos apresentando influência positiva.

Todavia, constatou-se também que em se tratando das variáveis explicativas dos modelos propostos na pesquisa, e consequentemente estimados conforme os resultados dos coeficientes apresentados na Tabela 16, em nenhum dos respectivos modelos os coeficientes associados às variáveis explicativas, referente à rentabilidade ou endividamento das empresas apresentaram significância estatística.

Em se tratando do R^2 , nessa pesquisa analisado pelo pseudo R^2 , ou R^2 de McFadden, que segundo Gujarati e Porter (2011) trata-se de uma medida de qualidade do ajustamento do modelo de regressão, pois evidencia o total percentual de variação da variável dependente explicada pelo modelo de regressão. Diante disso, verificou-se que o modelo referente à divulgação de informações sobre o EBITDA apresentou o maior R^2 , em aproximadamente 36%.

Ainda, os menores R^2 apresentados foram relativos aos modelos de regressão sobre a divulgação de informações das companhias referentes as projeções e a liquidez, em aproximadamente 5%. Entretanto, de acordo com Gujarati e Porter (2011), em modelos com variáveis dependentes dicotômicas, a qualidade do ajustamento não deve ser considerada um fator preponderante.

Todos os modelos estimados passaram pelo teste da razão de verossimilhança (RV). Nesse teste, a hipótese nula é de que os coeficientes angulares do modelo de regressão são simultaneamente iguais a zero (Gujarati & Porter, 2011). Acentua-se apenas que no modelo de regressão referente à divulgação de informações sobre a liquidez das empresas a significância estatística foi ao nível de 5%. Já nos demais modelos estimados, a significância estatística foi ao nível de 1%.

Além disso, analisando as observações consoantes a cada uma das variáveis dependentes dos modelos de regressão estimados, verificou-se que as observações dicotômicas definidas por um, foi maior no modelo referente à divulgação de informações sobre o EBITDA, representando aproximadamente 65%. O modelo relativo à divulgação de

informações sobre o endividamento das empresas, também apresentou o regressando definido por um, com o percentual acima de 50%, representando aproximadamente 56%.

No entanto, nos demais modelos de regressão estimados, as variáveis dependentes compostas por peso um, comportou-se com o percentual abaixo de 50%, isto é, menos de 50% das empresas realizaram a prática da divulgação voluntária sobre as informações analisadas. Assim, o menor percentual obtido por observações definidas com peso um, foi no modelo referente à divulgação de informações sobre o valor de mercado das empresas, em aproximadamente 7%.

Cabe destacar a importância da variável governança corporativa sobre a decisão de divulgar ou não informações voluntárias. Observa-se que, estatisticamente falando, o peso dessa informação é muito grande, pois mesmo com um número significativo de empresas que não divulgam informações, o coeficiente da variável governança corporativa é significativo em todos os modelos.

Nessa perspectiva, verificou-se que a prática de divulgação de informações financeiras voluntárias pelas companhias ainda é significativamente baixa. Cabe ressaltar que essas observações se referem à divulgação de informações que apresentaram um melhor nível informacional de acordo com o critério estabelecido nesse estudo. Dessa maneira, na Tabela 17 são apresentados os resultados referentes ao teste de validade preditiva dos modelos estimados (Hosmer-Lemeshow).

Tabela 17
Validade preditiva dos modelos estimados (Hosmer-Lemeshow)

Modelo	H-L Statistic	p Valor
DivCust (I)	2,06	0,9790
DivPreco (II)	12,45	0,1321
DivValor (III)	6,26	0,6181
DivProj (IV)	7,61	0,4720
DivRent (V)	9,68	0,2882
DivLiquid (VI)	9,67	0,2888
DivEndiv (VII)	3,04	0,9317
DivEbitda (VIII)	5,74	0,6764

Variáveis:

DivCust = Divulgação detalhada sobre os custos

DivPreco = Divulgação detalhada sobre o preço das ações

DivValor = Divulgação detalhada sobre o valor de mercado

DivProj = Divulgação detalhada sobre as projeções

DivRent = Divulgação detalhada sobre a rentabilidade

DivLiquid = Divulgação detalhada sobre a liquidez

DivEndiv = Divulgação detalhada sobre o endividamento

DivEbitda = Divulgação detalhada sobre o EBITDA

Fonte: resultados da pesquisa (2017)

O teste de Hosmer-Lemeshow é utilizado para analisar o ajuste do modelo de regressão com distribuição logística. Nessa perspectiva, o teste realiza a comparação entre as probabilidades ajustadas e as probabilidades observadas, por meio da divisão das observações em dez grupos. Destaca-se que a hipótese nula do teste de Hosmer-Lemeshow é de que não há diferenças entre o ponto previsto e o observado. Para não rejeição da hipótese nula ao nível de 5% de significância, o p valor deve ser maior que 5% (Fávero *et al.*, 2009).

Diante disso, verificou-se por meio da estatística do teste de Hosmer-Lemeshow apresentada na Tabela 17, que em todos os modelos de regressão estimados não se rejeitou a hipótese nula a qualquer nível de significância estatística. Isto é, de acordo com os resultados apresentados não houve diferença estatística entre o ponto previsto e o observado. Por fim, na Tabela 18 são apresentadas as probabilidades oriundas dos coeficientes estimados nos modelos de regressão evidenciados na Tabela 16.

Tabela 18
Probabilidade dos coeficientes estimados obtida pelo efeito marginal

MODELO	VARIÁVEIS EXPLICATIVAS				
	RENTA	ENDIVID	TAM	GOVER	AUDIT
(I) <i>DivCust</i>	-0,00513	-0,01202	0,00001**	0,30401*	0,18836**
(II) <i>DivPreco</i>	0,04788	-0,01227	-0,00000	0,48841*	0,23822**
(III) <i>DivValor</i>	0,00353	-0,00833	0,00000	0,08435**	0,36993
(IV) <i>DivProj</i>	0,00602	-0,00355	0,00000	0,13596*	0,11786**
(V) <i>DivRent</i>	0,00527	-0,05073	-0,00000	0,11078*	0,11575*
(VI) <i>DivLiquid</i>	0,00503	-0,00147	0,00000	0,13020**	0,02002
(VII) <i>DivEndiv</i>	-0,01500	-0,01320	0,00000	0,36700*	0,27705*
(VIII) <i>DivEbitda</i>	-0,03150	-0,01006	0,00001*	0,41095*	0,22661**

Variáveis:

DivCust = Divulgação detalhada sobre os custos

DivPreco = Divulgação detalhada sobre o preço das ações

DivValor = Divulgação detalhada sobre o valor de mercado

DivProj = Divulgação detalhada sobre as projeções

DivRent = Divulgação detalhada sobre a rentabilidade

DivLiquid = Divulgação detalhada sobre a liquidez

DivEndiv = Divulgação detalhada sobre o endividamento

DivEbitda = Divulgação detalhada sobre o EBITDA

Renta = Rentabilidade

Endivid = Endividamento

Tam = Tamanho

Gover = Governança

Audit = Auditoria

* significância estatística ao nível de 1%

** significância estatística ao nível de 5%

*** significância estatística ao nível de 10%

Fonte: resultados da pesquisa (2017)

Dada as probabilidades apresentadas na Tabela 18, verificou-se que os coeficientes associados às variáveis explicativas rentabilidade e endividamento, em nenhum dos modelos de regressão estimados foram estatisticamente significantes. Como consequência diante dos respectivos achados, rejeitaram-se as hipóteses *H1* e *H2* propostas na pesquisa, evidenciando-se que tanto uma melhor rentabilidade quanto um maior endividamento, não influenciaram as companhias a realizarem a divulgação voluntária de informações financeiras.

Dessa maneira, os resultados encontrados sobre os coeficientes associados às variáveis relativas à rentabilidade contrapõem os achados de Murcia (2009), Alfaraih e Alanezi (2011) e Rufino e Monte (2014). No entanto, os resultados encontrados corroboram com Luz, Camargo e Lima (2006), Murcia e Santos (2009b) e Forte *et al.* (2015), uma vez que os achados dos respectivos autores não foram estatisticamente significantes.

Sobre os coeficientes associados às variáveis referentes ao endividamento das empresas, os resultados encontrados contrapõem os achados de Murcia (2009) e Kateb (2012) que influenciaram a divulgação voluntária. Ainda sobre o endividamento, o resultado encontrado foi consoante aos achados de Murcia e Santos (2009b) e Rufino e Monte (2014), ao não apresentar significância estatística.

O coeficiente associado à variável explicativa tamanho da empresa apresentou significância estatística apenas nos modelos sobre divulgação de informações detalhadas referentes ao custo e o EBITDA das companhias. Entretanto, em ambos os modelos, a influência positiva encontrada foi imperceptível, pois os resultados foram aproximadamente em 0% de chances.

Com isso, notou-se uma influência quase nula, do tamanho da empresa sobre a probabilidade da divulgação voluntária. Logo, com exceção do resultado apresentado pelo coeficiente associado ao tamanho da empresa, nos modelos de regressão referentes às divulgações de informações relativas ao custo e ao EBITDA das empresas, os resultados encontrados nos demais modelos rejeitaram à *H3*. Constatou-se assim, que a proposição de quanto maior a companhia, não influenciou a prática da divulgação voluntária de informações financeiras.

Essa influência positiva estatisticamente significativa encontrada corrobora com os achados de Mendes-da-Silva e Magalhães Filho (2005), Luz, Camargo e Lima (2006), Murcia e Santos (2009b), Cruz e Lima (2010), Kateb (2012), Barac *et al.* (2014), Niléhn e Thoresson (2014), Rufino e Monte (2014), Hieu e Lan (2015), Forte *et al.* (2016) e Mota e Pinto (2017).

Todavia, o coeficiente associado à variável explicativa governança corporativa, apresentou significância estatística em todos os modelos estimados. Por isso, comprovou-se a

não rejeição da hipótese *H4* na integralidade dos modelos de regressão estimados. Isto é, a condição das companhias estarem listadas no nível de governança corporativa do novo mercado, influenciou positivamente a probabilidade da prática de divulgação voluntária de informações financeiras.

Esse consiste em um achado importante, pois a influência estatística encontrada entre os coeficientes estimados pelos modelos revelou que a governança corporativa possui uma significativa relevância na probabilidade dos gestores das companhias praticarem a divulgação voluntária. Compreendendo o resultado, podemos afirmar que empresas listadas no nível de governança corporativa do novo mercado têm aproximadamente 49% de chance de divulgar informações detalhadas sobre o preço de suas ações. Essas mesmas empresas têm cerca de 40% de chance de divulgarem detalhadamente informações sobre o EBITDA.

A menor chance de divulgação para as companhias listadas no novo mercado é sobre o valor de mercado (8,44%); mesmo a variável dependente do respectivo modelo sendo formada por apenas 7% das observações com peso um. Em seguida, a chance no modelo relativo a divulgação detalhada sobre a rentabilidade (11,08%), mesmo com um percentual de 14% de observações com peso um. E a chance encontrada no modelo referente a liquidez das empresas (13%), também com um percentual de apenas 14% de observações com peso um.

Destaca-se que mesmo contendo um percentual relativamente baixo de observações com peso um, nas variáveis dependentes, os coeficientes apresentaram significância estatística. Isso demonstra que a governança corporativa é um importante fator quando se trata da divulgação de informações voluntárias nas companhias não financeiras de capital aberto. Esses resultados encontrados contrapõem com os achados de Murcia e Santos (2009b) e Mota e Pinto (2017), na medida em que os achados desses autores não apresentaram significância estatística.

Por fim, constatou-se que os coeficientes associados à auditoria apenas não foram estatisticamente significantes nos modelos referentes à divulgação de informações das empresas sobre o valor de mercado e a liquidez. Sendo assim, com exceção dos respectivos modelos estimados, cujos coeficientes associados à auditoria não foram estatisticamente significantes, com base nos resultados encontrados nos demais modelos estimados, não se rejeitou a hipótese *H5*.

Desse modo, mesmo os coeficientes relativos à auditoria das empresas não ter apresentado um resultado unânime, em 75% dos modelos de regressão estimados os coeficientes apresentaram significância estatística, com influência positiva sobre a probabilidade. É importante observar, que ser auditado por uma das "*Big Four*" eleva a uma

chance de 27,7% de a empresa divulgar detalhadamente sobre o endividamento. A chance das companhias auditadas pelas “*Big Four*” também é significativa (23,8%) de se fazer uma divulgação detalhada sobre o preço das ações.

A menor chance de divulgação encontrada para as respectivas empresas auditadas pelas “*Big Four*” foi em torno de 12%, no modelo de divulgação de informações sobre a rentabilidade das companhias. Pontua-se, que da mesma maneira que o coeficiente associado a governança corporativa foi estatisticamente significativo no referido modelo, mesmo contendo apenas 14% das observações com peso um na variável dependente, o coeficiente associado a auditoria independente também apresentou significância estatística.

O resultado se repete nos modelos de regressão sobre a publicação de informações sobre as projeções, também com a chance de aproximadamente 12%, ainda que a variável dependente nesse modelo se formou por apenas 22% das informações com peso 1. Esses resultados encontrados corroboram com os achados de Murcia e Santos (2009b) e Al-Janadi *et al.* (2013).

Contudo, de acordo com os resultados apresentados e discutidos nesta seção, considera-se que dentre os coeficientes estimados e associados às variáveis explicativas propostas na pesquisa por meio dos modelos de regressão *logit*, distinguiu-se dois dos cinco fatores. Em primeiro lugar, a governança corporativa teve resultado uniforme entre os respectivos modelos de regressão, com influência positiva sobre a probabilidade e, por conseguinte, a auditoria com forte indicativo de influência sobre a probabilidade do *disclosure* voluntário.

Esses fatores, quando considerados nos modelos estimados, por exemplo, no modelo sobre a divulgação de informações detalhadas sobre o preço das ações, representam aproximadamente 73% de chances de as empresas em questão realizarem a prática da divulgação voluntária. As chances também são significativas, no modelo de divulgação sobre o EBITDA, em torno de 64% sobre a prática da divulgação voluntária.

Mesmo nos modelos referentes a rentabilidade e as projeções das companhias, na qual os coeficientes apresentaram as menores chances para o fator auditoria independente, quando somado com a governança, representam uma significativa influência na prática da divulgação voluntária. Os coeficientes do primeiro modelo evidenciaram uma chance de aproximadamente 23%, e conseqüentemente, os coeficientes do segundo modelo apresentaram chance em torno de 26% das empresas em questão realizarem a divulgação das informações voluntárias analisadas.

Apesar disso, constatou-se ainda baseado nos achados da pesquisa, que a prática da divulgação de informações voluntárias das companhias em questão, não foi influenciada por fatores relativos a resultados financeiros. Essa evidência verificada levou em consideração a literatura que fundamentou a pesquisa, uma vez que foram selecionadas as variáveis explicativas mais utilizadas em estudos anteriores, além dos resultados encontrados por meio dos coeficientes dos modelos de regressão estimados.

Entretanto, faz-se necessário ressaltar diante desses resultados, que a modelagem econométrica utilizada nessa pesquisa é distinta daquelas empregadas nos estudos anteriores, principalmente no que tange a natureza dos modelos. Isto é, enquanto na maioria dos estudos anteriores discutidos em detalhes na seção 2.7 (específica sobre estudos anteriores), os resultados foram analisados por meio de modelagens do tipo dados em painel, a análise dos dados nesse trabalho foi realizada com a modelagem do tipo *logit*.

Além da distinção entre a natureza da modelagem utilizada nesse estudo, quando comparado com os estudos anteriores, cabe acentuar a particularidade das variáveis dependentes construídas para os modelos analisados. A peculiaridade dessas variáveis deu-se pela construção de uma métrica específica, com o propósito de mensurar a qualidade do conteúdo informacional publicado pelas companhias aos seus usuários.

Por fim, após a discussão dos resultados realizada neste capítulo, no próximo são apresentadas as considerações finais sobre a pesquisa, evidenciando os principais aspectos encontrados, bem como direcionamentos para estudos futuros acerca da temática do *disclosure* voluntário de informações financeiras das empresas.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A temática sobre a divulgação voluntária de informações financeiras, discutida anteriormente, consiste em um relevante campo do conhecimento contábil. Nesse sentido, há uma significativa inquietação dos pesquisadores sobre o tema, que mesmo com o desenvolvimento e publicação de um notável volume de trabalhos, ainda existem lacunas a serem preenchidas.

Diante disso, a pesquisa buscou avançar a discussão em torno da divulgação voluntária de informações financeiras, até então trabalhadas em sua maioria nos estudos anteriores por meio de modelagem multivariada, conforme verificado no levantamento bibliográfico realizado, cuja variável dependente é definida por publicar ou não determinada informação voluntária.

Com isso, o objetivo dessa pesquisa foi explorar essa lacuna encontrada, propondo dessa maneira, analisar a probabilidade da divulgação voluntária de informações financeiras nas companhias brasileiras não financeiras de capital aberto, listadas na Brasil Bolsa Balcão no ano de 2016. Assim, a análise dos dados deu-se por meio de modelos de regressão *logit*, considerando a qualidade das informações na construção da variável dependente dos respectivos modelos.

Nessa perspectiva, para a consecução do objetivo da pesquisa, a análise e discussão dos resultados encontrados foram divididas em duas etapas. A primeira etapa foi definida pela análise qualitativa em profundidade do nível de divulgação voluntária das empresas por setor econômico e segmento de atuação. Essa análise se deu com intuito de qualificar as informações publicadas pelas companhias, de acordo com a métrica construída e explicada anteriormente.

Além disso, a respectiva análise qualitativa das informações ocorreu com o propósito de auxiliar na construção das variáveis dependentes (associadas à prática da divulgação voluntária de informações detalhadas) dos modelos de regressão *logit* estimados, como também identificar setorialmente o comportamento das organizações com relação à prática de *disclosure* de informações financeiras voluntárias.

Na segunda etapa da análise e discussão dos resultados, foram realizadas as estimativas dos modelos de regressão *logit* propostos na pesquisa, considerando variáveis selecionadas com base principalmente no estudo de Murcia (2009). Essa etapa se deu pela proposição de estimar a probabilidade da prática do *disclosure* voluntário de informações

financeiras, e conseqüentemente realizar a análise dos coeficientes associadas às variáveis que apresentaram significância estatística.

Acentua-se que a utilização da modelagem probabilística do tipo *logit* para análise dos resultados, deu-se pela estrutura da pesquisa, dados e do objetivo, isto é, por ser considerada como melhor opção diante da análise proposta. Essa proposição foi confirmada quando analisados os resultados apresentados nos testes de Hosmer-Lemeshow, relativos ao ajuste dos modelos de regressão estimados. Destaca-se que em todos os modelos, a hipótese nula do teste não foi rejeitada a qualquer nível de significância, evidenciando que não há diferenças entre os pontos previstos e os observados, estimados pelos modelos propostos na pesquisa.

Ainda, salienta-se que os resultados encontrados foram analisados sob a luz da Teoria da Divulgação Voluntária. Entretanto, não foi objetivo dessa pesquisa testar a respectiva teoria, mas modelar as variáveis mais utilizadas na literatura relativa à temática, em busca de analisar os fatores que influenciam a probabilidade da prática da divulgação voluntária de informações financeiras nas companhias brasileiras não financeiras listadas na Brasil Bolsa Balcão.

Pode-se inferir, diante dos achados, que a governança corporativa é um fator muito relevante na influência sobre a probabilidade de as companhias realizarem a prática da divulgação voluntária de informações. Com isso, evidenciou-se que a probabilidade de uma organização que está listada no nível de governança corporativa do novo mercado, realizar a prática de divulgação voluntária de informações financeiras é maior, quando comparada aos demais segmentos de listagem de níveis de governança corporativa da Brasil Bolsa Balcão.

Cabe destacar, que o coeficiente associado à variável governança corporativa apresentou significância estatística em todos os modelos estimados, não rejeitando na integralidade a *H4*. Fundamentado nessa evidência, observa-se a importância desse fator na questão da divulgação voluntária de informações. Isto é, mesmo no modelo de regressão sobre divulgação de informações detalhadas sobre o valor de mercado, cuja variável dependente continha apenas 7% das observações com peso um, o coeficiente foi estatisticamente significativo, com uma influência positiva de 8,44% sobre as chances de publicação.

Nesse sentido, convém enfatizar que a maximização dos procedimentos visando a transparência das empresas, pode promover como discutido nessa pesquisa, a redução da assimetria informacional entre os participantes do mercado, e conseqüentemente os níveis de confiança para investimento nas organizações em questão. Diante do exposto, se defende que essas informações com detalhes, até então considerada como complementares por não serem obrigatórias, poderiam esclarecer melhor a situação das empresas aos interessados.

Destarte, constatou-se também que o comportamento dos gestores em divulgar voluntariamente produz um estímulo relevante à formação de um ambiente com maior transparência por parte das organizações, uma vez que quando analisado por comparação a publicação de informações financeiras voluntárias por segmento de atuação das empresas, notou-se uma espécie de isomorfismo mimético praticado entre as companhias. Isto é, verificou-se um nível de divulgação aproximado entre as empresas listadas nos mesmos segmentos de atuação da Bolsa Brasil Balcão, inclusive em setores sem publicações alguma.

A referida constatação confirma que a governança corporativa, realmente está cumprindo o papel de promover a transparência nas organizações, consequentemente contribuindo com a redução dos conflitos entre os seus participantes, bem como o risco inerente a determinadas políticas de gestão direcionadas por maximizar interesses particulares, que eventualmente pode ser adotada pela administração.

Outro fator importante verificado nos achados da pesquisa é aquele associado à variável auditoria independente, uma vez que os coeficientes apresentaram significância estatística em seis dos oito modelos estimados. Sendo assim, a empresa ser auditada pelas *Big Four* pode ser uma condição de maior probabilidade de os gestores praticarem o *disclosure* voluntário de informações. Além disso, a menor influência encontrada nos respectivos coeficientes, em relação à prática de divulgação voluntária foi de aproximadamente 12% de chances, no modelo de informações detalhadas sobre a rentabilidade.

No entanto, ressalte-se que se deve ter cuidado em comparar modelos estatísticos que se propõem a análises distintas. Portanto, os resultados encontrados por meio das estimativas realizadas com os modelos de regressão *logit* propostos na pesquisa, não podem ser generalizados, tornando-se aceitáveis somente para as empresas contidas na amostra.

Evidentemente, como uma característica dos estudos científicos, a pesquisa possui limitações. Uma das limitações verificadas é concernente à amostra da pesquisa, isto é, composto somente pelas organizações não financeiras listadas na Brasil Bolsa Balcão, na medida em que as empresas que não são caracterizadas como uma sociedade anônima não possuem obrigatoriedade de publicarem suas informações financeiras.

Pontua-se sobre esse aspecto, que essa é uma limitação considerada lamentável, uma vez que a oportunidade de acesso a essas informações poderia proporcionar o desenvolvimento de pesquisas científicas que contribuiriam significativamente com a sociedade de modo geral.

Outro importante aspecto a ressaltar, é que os dados trabalhados nessa pesquisa se referem ao ano de 2016, período de uma economia epicentro de crise sobre a credibilidade

governamental, refletida principalmente nas grandes empresas. Ou seja, o cenário brasileiro de crise macroeconômica não pode ser desconsiderado nos resultados encontrados. Chama a atenção o elevado percentual de empresas com um nível de endividamento alto, bem como a rentabilidade negativa, cuja média encontrada na amostra em questão foi negativa.

Diante disso, no tocante às recomendações para estudos futuros, pressupõem-se que o desenvolvimento de pesquisas equivalentes, considerando outros exercícios contábeis, poderia proporcionar a comparabilidade do progresso da probabilidade das empresas sobre a divulgação de informações voluntárias. Além disso, como a métrica utilizada para a construção das variáveis dependente dos modelos estimados abarcam aspectos de qualidade, poderia ser analisado o nível de detalhamento das informações.

REFERÊNCIAS

- Adam, M., Mukhtaruddin, M., & Putri, R. A. (2014). Earning Management, Level of Voluntary Disclosure and Cost of Equity Capital: Empirical Study on LQ-45 Index Manufacturing Companies Listed in Indonesia. *GSTF Journal on Business Review*, 3(3), 8-16.
- Alfaraih, M. M., & Alanezi, F. S. (2011). Does voluntary disclosure level affect the value relevance of accounting information? *Accounting & Taxation*, 3(2), 65-84.
- Al-Janadi, Y., Rahman, R. A., & Omar, N. H. (2013). Corporate Governance Mechanisms and Voluntary Disclosure in Saudi Arabia. *Research Journal of Finance and Accounting*, 4(4), 25-35.
- Alves, H. S., Canadas, N., & Rodrigues, A. M. (2015). Voluntary disclosure, information asymmetry and the perception of governance quality: An analysis using a structural equation model. *Tékhné*, 13(1), 66-79.
- Asay, H. S., Elliott, W. B., & Rennekamp, K. (2016). Disclosure Readability and the Sensitivity of Investors' Valuation Judgments to Outside Information. *The Accounting Review*, 92(4), 1-25.
- Assing, I., Alberton, L., & Tesch, J. M. (2008). O comportamento das fraudes nas empresas brasileiras. *Revista da FAE*, 11(2), 141-152.
- Barac, Z. A., Granic, M., & Vuko, T. (2014). The determinants of Voluntary disclosure in Croatia. *World Academy of Science, Engineering and Technology, International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering*, 8(4), 1057-1063.
- Bardin, L. (2010). *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edições 70.
- Birjandi, H. (2015). The study effect agency theory and signaling theory on the level of voluntary disclosure of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(1), 174-183.
- Brasil Bolsa Balcão. Segmentos de listagem. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/> Acesso: em 27 out. 2017.
- Bruslerie, H., & Gabteni, H. (2014). Voluntary disclosure of financial information by French firms: Does the introduction of IFRS matter? *Advances in Accounting*, 30(2), 367-380.
- Chen, Z., Harford, J., & Kamara, A. (2017). Operating Leverage, Profitability and Capital Structure. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2209070>
- Clinch, G., & Verrecchia, R. E. (2015). Voluntary disclosure and the cost of capital. *Australian Journal of Management*, 40(2), 201-223.

- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. (2017). Voluntary disclosure and earnings management: evidence from the Brazilian capital market. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 249-263.
- Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM Nº. 676, de 13 de dezembro de 2011. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 23 out. 2017.
- Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM Nº. 684, de 30 de agosto de 2012. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 23 out. 2017.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico CPC 40 (R1). Instrumentos Financeiros: Evidenciação. Disponível em <<http://www.cpc.org.br/CPC>>. Acesso em: 23 out. 2017.
- Core, J. E. (2001). A review of the empirical disclosure literature: discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 441-456.
- Core, J. E., Hail, L., & Verdi, R. S. (2015). Mandatory disclosure quality, inside ownership, and cost of capital. *European Accounting Review*, 24(1), 1-29.
- Cruz, C. V. O. A., & Lima, G. A. S. F. (2010). Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 6(1), 85-101.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of accounting research*, 123-145.
- Dye, R. A. (1990). Mandatory versus voluntary disclosures: The cases of financial and real externalities. *Accounting Review*, 65(1), 1-24.
- Dye, R. A. (2017). Some Recent Advances in the Theory of Financial Reporting and Disclosures. *Accounting Horizons*, 31(3), 39-54.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. D., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.
- Ferreira, J. A. S. (2005). *Finanças corporativas: conceitos e aplicações*. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 255-307.
- Francis, J. R., & Wang, D. (2008). The joint effect of investor protection and Big 4 audits on earnings quality around the world. *Contemporary accounting research*, 25(1), 157-191.
- Forte, S. H. A. C., Perez, M. A., Bessa, F. R., & Oliveira, O. V. (2015). Práticas de disclosure voluntário de informações estratégicas e de índices financeiros de empresas do nordeste brasileiro: uma análise a partir do modelo de Murcia. *RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia*, 14(2), 597-622.

- Forte, L. M., Santos Neto, J. B., Nobre, F. C., Nobre, L. H. N., & Queiroz, D. B. (2016). Determinants of Voluntary Disclosure: A Study in the Brazilian Banking Sector. *Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade*, 5(2), 23-37.
- Gama Boaventura, J. M., Rodrigues Cardoso, F., Simoni da Silva, E., & Santos da Silva, R. (2009). Teoria dos stakeholders e teoria da firma: um estudo sobre a hierarquização das funções-objetivo em empresas brasileiras. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 11(32).
- García Blandón, J., & Argilés Bosch, J. M. (2013). Audit tenure and audit Qualifications in a low litigation risk setting: An analysis of the Spanish market. *Estudios de Economía*, 40(2).
- Giroud, X., & Mueller, H. M. (2011). Corporate governance, product market competition, and equity prices. *The Journal of Finance*, 66(2), 563-600.
- Gitman, J. L. (2010). *Princípios da administração financeira*. (12 ed). Porto Alegre: Bookman.
- Gondrige, E. D. O. (2010). *Fatores Explicativos do Disclosure Voluntário das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo sob a perspectiva da estrutura de governança corporativa e de propriedade*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal do Paraná, Curitiba.
- Greene, W. H. (2003). *Econometric analysis*. Delhi: Pearson Education India.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2011). *Econometria Básica-5*. Porto Alegre: AMGH Editora.
- Hair Jr., J. F., Babin, B., Money, A. H., & Samouel, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Ed. Bookman.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1), 405-440.
- Hemmer, T., & Labro, E. (2008). On the optimal relation between the properties of managerial and financial reporting systems. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1209-1240.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Hieu, P. D., & Lan, D. T. H. (2015). Factors Influencing the Voluntary Disclosure of Vietnamese Listed Companies. *Journal of Modern Accounting and Auditing*, 11(12), 656-676.
- Iudícibus, S. (2007). Ensaio sobre algumas raízes profundas da Contabilidade, em apoio aos princípios fundamentais. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 1(1), 8-15.
- Iudícibus, S., Martins, E., & Carvalho, N. (2005). Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 16(38), 7-19.

- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C. (2001). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of applied corporate finance*, 14(3), 8-21.
- Kateb, I. (2012). An analysis of the determinants of voluntary structural capital disclosure by listed French companies. *International Journal of Business and Management*, 7(11), 95-110.
- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2011). Características de empresas que influenciam o seu disclosure voluntário de indicadores de desempenho. *BBR-Brazilian Business Review*, 8(2), 96-118.
- Kumar, P., Langberg, N., Oded, J., & Sivaramakrishnan, K. (2017). Voluntary disclosure and strategic stock repurchases. *Journal of Accounting and Economics*, 63(2), 207-230.
- Lang, M., & Lundholm, R. (1993). Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures. *Journal of accounting research*, 246-271.
- Lima, G. A. S. F. (2007). *Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Luz, J. J. M., Camargos, M. A., & Lima, J. O. (2006). Análise da relação entre disseminação voluntária de informações em sites corporativos e desempenho financeiro de empresas brasileiras. *REGE Revista de Gestão*, 13(4), 11-24.
- Madden, B. J. (2017). The Purpose of the Firm, Valuation, and the Management of Intangibles. *Journal of Applied Corporate Finance*, 29(2), 76-86.
- Mendes-da-Silva, W., & Magalhães Filho, P. A. O. (2005). Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na internet. *RAE-eletrônica*, 4(2).
- Mota, S. L., & Pinto, S. K. M. (2017). A Utilização do Twitter na Análise do Disclosure Voluntário das Empresas Brasileiras com Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, 5(1), 22-38.
- Murcia, F. D. (2009). *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Murcia, F. D., & Santos, A. (2009a). Regulação contábil e a divulgação de informações de operações com instrumentos financeiros derivativos: análise do impacto da CVM nº 566/08 e da CVM nº 475/08 no disclosure das companhias abertas no Brasil. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 3(6), 3-21.

- Murcia, F. D., & Santos, A. (2009b). Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3(2), 72-95.
- Murcia, F. D. (2010). Interação entre Contabilidade e Direito: em busca de uma teoria da regulação contábil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 9(25), 19-32.
- Murcia, F. D., & Wuerges, A. (2011). Escolhas contábeis no mercado brasileiro: divulgação voluntária de informações versus gerenciamento de resultados. *Revista Universo Contábil*, 7(2), 28-44.
- Murcia, F. D. R., Souza, M. M. D., Wuerges, A. F. E., & Duarte, G. (2013). Realização ou estorno da reserva de reavaliação: fatores determinantes da escolha das companhias abertas no Brasil após o advento da Lei 11.638/07. *ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting*, 6(1), 112-133.
- Paulo, E. (2007). *Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre os modelos operacionais de detecção de gerenciamento de resultados*. Tese de Doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Rodrigues, S. S., & Galdi, F. C. (2017). Relações com investidores e assimetria informacional. *Revista Contabilidade & Finanças-USP*, 28(74), 297-312.
- Richardson, R. J. (1999). *Pesquisa social: métodos e técnicas* (3). São Paulo: Atlas.
- Rufino, M. A., & Machado, M. R. (2015). Fatores Determinantes da Divulgação de Informações Voluntária Social: Evidências Empíricas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 9(4), 380-396.
- Rufino, M. A., & Monte, P. A. (2014). Fatores que Explicam a Divulgação Voluntária das 100 Empresas com Ações Mais Negociadas na BM&FBovespa. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 9(3), 59-75.
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2005). Ensaio sobre a teoria da divulgação. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1).
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 19(48), 37-49.
- Shin, H. (2003). Disclosures and asset return. *Econometrica*, 71, 105-133.
- Silva, T. L., Alberton, L., & Vicente, E. F. R. (2013). Práticas de Disclosure Voluntário das Empresas do Setor Elétrico: Uma Análise a partir do Modelo de Murcia. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 12(35), 48-62.
- Silveira, A. D. M. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Doctoral Thesis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, University of São Paulo, São Paulo.

- Silveira, A. D. M. (2010). *Governança corporativa no Brasil e no mundo: teoria e prática*. São Paulo: Elsevier.
- Soares, E. R., & Galdi, F. C. (2011). Relação dos modelos DuPont com o retorno das ações no mercado brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, 22(57), 279-298.
- Sousa, C. B., Silva, A. F., Ribeiro, M. S., & Weffort, E. F. J. (2014). Valor de mercado e disclosure voluntário: estudo empírico em companhias listadas na BM&FBOVESPA. *Revista Ambiente Contábil*, 6(2), 94-115.
- Thoreson, A., & Niléhn, P. (2014). Determinants of voluntary disclosure in Swedish corporate annual reports. *Uppsala University*.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1), 97-180.
- Watts, R. L. (1992). Accounting choice theory and market-based research in accounting. *The British Accounting Review*, 24(3), 235-267.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *Accounting review*, 112-134.
- Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1990). Positive accounting theory: a ten year perspective. *Accounting review*, 131-156.
- Zagonov, M., Pettinicchio, A., & Salganik-Shoshan, G. (2017). Audit quality, bank risks, and cross-country regulations. *Economics Bulletin*, 37(3), 1666-1687.
- Zaini, S. M., Sharma, U. P., & Samkin, G. (2017). Impact of Ownership Structure on Level of Voluntary Disclosure in Annual Reports: Comparison Between Listed Family-controlled and Nonfamily-controlled Companies in Malaysia. *Australian Academy of Accounting and Finance Review*, 3(3), 140-155.

APÊNDICE 1 – DISCLOSURE VOLUNTÁRIO POR SEGMENTO DE ATUAÇÃO

Painel A – Nível de divulgação voluntária sobre custos e preços das ações por segmento de atuação

Segmento de atuação	Indicadores Nº Empresa	Qualidade (I)				Qualidade (II)			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-
Exploração, Refino e Distribuição	8	100%	87%	0%	13%	25%	0%	0%	100%
Equipamentos e Serviços	2	50%	100%	0%	0%	50%	0%	0%	100%
Minação	5	20%	100%	0%	0%	40%	50%	0%	50%
Siderurgia	9	67%	100%	0%	0%	56%	20%	80%	0%
Químicos	7	71%	40%	60%	0%	43%	0%	33%	67%
Madeira	2	100%	100%	0%	0%	100%	50%	0%	50%
Papel e Celulose	4	100%	100%	0%	0%	100%	25%	0%	75%
Embalagens	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Materiais Diversos	2	50%	0%	100%	0%	50%	100%	0%	0%
Produtos para Construção	3	67%	50%	0%	50%	67%	100%	0%	0%
Construção Pesada	3	33%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Engenharia Consultiva	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Serviços Diversos Engenharia	1	100%	0%	100%	0%	100%	100%	0%	0%
Material Aeronáutico e de Defesa	1	100%	0%	0%	100%	100%	100%	0%	0%
Material Rodoviário	7	57%	25%	50%	25%	57%	100%	0%	0%
Motores, Compressores e Outros	2	100%	0%	50%	50%	50%	0%	0%	100%
Máq. e Equip. Industriais	7	57%	25%	50%	25%	57%	25%	0%	75%
Máq. e Equip. Construção e Agrícolas	2	50%	100%	0%	0%	50%	0%	0%	100%
Armas e Munições	1	100%	0%	0%	100%	100%	100%	0%	0%
Transporte Aéreo	2	100%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Transporte Ferroviário	3	67%	0%	100%	0%	33%	0%	100%	0%
Transporte Hidroviário	2	50%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Transporte Rodoviário	2	100%	0%	0%	0%	100%	0%	100%	0%
Exploração de Rodovias	14	36%	100%	0%	0%	14%	0%	50%	50%
Serviços de Apoio e Armazenagem	3	33%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Serviços Diversos	5	40%	0%	0%	0%	40%	100%	0%	0%
Material de Transporte	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Agricultura	4	75%	100%	0%	0%	75%	100%	0%	0%
Açúcar e Alcool	3	100%	67%	0%	33%	67%	50%	0%	50%
Carnes e Derivados	6	67%	75%	25%	0%	33%	50%	50%	0%
Alimentos Diversos	5	60%	33%	0%	67%	20%	100%	0%	0%
Cervejas e Refrigerantes	1	100%	100%	0%	0%	100%	0%	100%	0%
Produtos de Uso Pessoal	2	50%	0%	0%	100%	50%	100%	0%	0%
Produtos de Limpeza	1	100%	0%	100%	0%	100%	0%	0%	100%
Produtos Diversos Consumo não Cíclico	1	100%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Alimentos	1	0%	0%	0%	0%	100%	0%	100%	0%
Edificações	18	56%	30%	40%	30%	67%	8%	42%	50%
Fios e Tecidos	11	9%	100%	0%	0%	9%	100%	0%	0%

Segmento de atuação	Indicadores Nº Empresa	(I) Qualidade				(II) Qualidade			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-
Vestuário	1	0%	0%	0%	0%	100%	0%	100%	0%
Calçados	4	25%	100%	0%	0%	75%	33%	33%	33%
Acessórios Consumo Cíclico	2	50%	0%	0%	100%	50%	100%	0%	0%
Eletrodomésticos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Móveis	1	100%	0%	0%	100%	100%	0%	100%	0%
Utensílios Domésticos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Automóveis e Motocicletas	3	67%	0%	0%	100%	100%	0%	100%	0%
Produção e Difusão de Filmes e Programas	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jornais, Livros e Revistas	2	50%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Hotelaria	2	50%	0%	100%	0%	50%	0%	0%	100%
Restaurante e Similares	1	100%	100%	0%	0%	100%	0%	100%	0%
Bicicletas	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Brinquedos e Jogos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Produção de Eventos e Shows	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	100%	0%
Viagens e Turismo	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Serviços Educacionais	4	100%	75%	0%	25%	75%	33%	0%	67%
Aluguel de carros	4	75%	100%	0%	0%	75%	67%	33%	0%
Programas de Fidelização	2	100%	0%	50%	50%	100%	100%	0%	0%
Tecidos, Vestuário e Calçados	7	86%	0%	0%	100%	71%	40%	40%	20%
Eletrodomésticos	2	50%	0%	0%	100%	50%	100%	0%	0%
Produtos Diversos Consumo Cíclico	4	50%	0%	50%	50%	25%	100%	0%	0%
Medicamentos e Outros Produtos	4	25%	0%	0%	100%	50%	50%	0%	50%
Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	6	83%	80%	0%	20%	67%	50%	50%	0%
Equipamentos Saúde	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Medicamentos e Outros Produtos Comércio e Distribuição	4	100%	0%	0%	100%	100%	25%	25%	50%
Computadores e Equipamentos	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Programas e Serviços	6	33%	50%	0%	50%	33%	100%	0%	0%
Telecomunicações	7	71%	60%	20%	20%	57%	25%	75%	0%
Energia Elétrica	59	56%	61%	30%	9%	58%	59%	35%	6%
Água e Saneamento	6	67%	100%	0%	0%	50%	67%	0%	33%
Gás	2	50%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%
Total	302	56%	56%	19%	25%	49%	45%	31%	24%

Painel B – Nível de divulgação voluntária sobre o valor de mercado e as projeções por segmento de atuação

Segmento de atuação	Indicadores Nº Empresa	Qualidade (III)				Qualidade (IV)			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-
Exploração, Refino e Distribuição	8	13%	100%	0%	0%	50%	25%	0%	75%
Equipamentos e Serviços	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	100%	0%
Mineração	5	20%	0%	0%	100%	20%	0%	0%	100%
Siderurgia	9	44%	50%	25%	25%	33%	0%	0%	100%
Químicos	7	0%	0%	0%	0%	43%	0%	67%	33%
Madeira	2	50%	0%	0%	100%	100%	0%	0%	100%
Papel e Celulose	4	75%	0%	0%	100%	75%	34%	33%	33%
Embalagens	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Materiais Diversos	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	0%	100%
Produtos para Construção	3	67%	0%	0%	100%	67%	0%	0%	100%
Construção Pesada	3	0%	0%	0%	0%	33%	0%	0%	100%
Engenharia Consultiva	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Serviços Diversos Engenharia	1	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%	100%
Material Aeronáutico e de Defesa	1	100%	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%
Material Rodoviário	7	43%	0%	33%	67%	57%	0%	50%	50%
Motores, Compressores e Outros	2	0%	0%	0%	0%	100%	0%	100%	0%
Máq. e Equip. Industriais	7	43%	0%	0%	100%	43%	0%	33%	67%
Máq. e Equip. Construção e Agrícolas	2	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	100%
Armas e Munições	1	100%	0%	100%	0%	100%	0%	0%	100%
Transporte Aéreo	2	50%	100%	0%	0%	100%	50%	50%	0%
Transporte Ferroviário	3	0%	0%	0%	0%	67%	0%	50%	50%
Transporte Hidroviário	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Transporte Rodoviário	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Exploração de Rodovias	14	0%	0%	0%	0%	14%	50%	50%	0%
Serviços de Apoio e Armazenagem	3	0%	0%	0%	0%	33%	0%	100%	0%
Serviços Diversos	5	20%	0%	0%	100%	40%	0%	50%	50%
Material de Transporte	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Agricultura	4	75%	70%	0%	30%	25%	0%	100%	0%
Açúcar e Alcool	3	0%	0%	0%	0%	67%	0%	0%	100%
Carnes e Derivados	6	17%	0%	0%	100%	67%	0%	50%	50%
Alimentos Diversos	5	20%	0%	0%	100%	20%	0%	100%	0%
Cervejas e Refrigerantes	1	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	100%
Produtos de Uso Pessoal	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Produtos de Limpeza	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Produtos Diversos Consumo não Cíclico	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Alimentos	1	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	100%
Edificações	18	44%	0%	0%	100%	33%	0%	33%	67%
Fios e Tecidos	11	9%	0%	0%	100%	9%	100%	0%	0%

Segmento de atuação	Indicadores Nº Empresa	Qualidade (III)				Qualidade (IV)			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-
Vestuário	1	100%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Calçados	4	25%	0%	0%	100%	25%	0%	0%	100%
Acessórios Consumo Cíclico	2	50%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Eletrodomésticos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Móveis	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utensílios Domésticos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Automóveis e Motocicletas	3	33%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Produção e Difusão de Filmes e Programas	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jornais, Livros e Revistas	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Hotelaria	2	50%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Restaurante e Similares	1	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	100%
Bicicletas	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Brinquedos e Jogos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Produção de Eventos e Shows	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	0%	100%
Viagens e Turismo	1	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	100%
Serviços Educacionais	4	50%	0%	50%	50%	100%	0%	0%	100%
Aluguel de carros	4	0%	0%	0%	0%	100%	0%	75%	25%
Programas de Fidelização	2	100%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Tecidos, Vestuário e Calçados	7	71%	0%	0%	100%	14%	0%	0%	100%
Eletrodomésticos	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	0%	100%
Produtos Diversos Consumo Cíclico	4	25%	0%	100%	0%	25%	0%	0%	100%
Medicamentos e Outros Produtos	4	25%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	6	17%	0%	0%	100%	67%	0%	25%	75%
Equipamentos Saúde Medicamentos e Outros	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Produtos Comércio e Distribuição	4	100%	0%	0%	100%	50%	0%	0%	100%
Computadores e Equipamentos	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	0%	100%
Programas e Serviços	6	33%	0%	0%	100%	33%	0%	50%	50%
Telecomunicações	7	14%	0%	100%	0%	71%	0%	20%	80%
Energia Elétrica	59	31%	6%	33%	61%	48%	0%	50%	50%
Água e Saneamento	6	50%	34%	33%	33%	67%	0%	50%	50%
Gás	2	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	100%
Total	302	29%	10%	15%	75%	40%	5%	43%	52%

Segmento de atuação	Indicadores Nº Empresa	Qualidade (V)				Qualidade (VI)			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-
Vestuário	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Calçados	4	25%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Acessórios Consumo Cíclico	2	0%	0%	0%	0%	50%	0%	0%	100%
Eletrodomésticos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Móveis	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Utensílios Domésticos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Automóveis e Motocicletas	3	33%	0%	0%	100%	67%	0%	0%	100%
Produção e Difusão de Filmes e Programas	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jornais, Livros e Revistas	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	100%	0%
Hotelaria	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	0%	100%
Restaurante e Similares	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%
Bicicletas	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Brinquedos e Jogos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Produção de Eventos e Shows	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Viagens e Turismo	1	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Serviços Educacionais	4	25%	100%	0%	0%	0%	0%	25%	75%
Aluguel de carros	4	75%	0%	0%	100%	75%	33%	67%	0%
Programas de Fidelização	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Tecidos, Vestuário e Calçados	7	43%	33%	33%	33%	29%	0%	50%	50%
Eletrodomésticos	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	0%	100%
Produtos Diversos Consumo Cíclico	4	0%	0%	0%	0%	50%	0%	100%	0%
Medicamentos e Outros Produtos	4	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	6	67%	0%	75%	25%	50%	0%	33%	67%
Equipamentos Saúde	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Medicamentos e Outros Produtos									
Comércio e Distribuição	4	25%	0%	0%	0%	25%	0%	100%	0%
Computadores e Equipamentos	2	50%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
Programas e Serviços	6	0%	0%	0%	0%	17%	0%	0%	100%
Telecomunicações	7	43%	0%	0%	100%	71%	0%	20%	80%
Energia Elétrica	59	24%	0%	58%	42%	51%	0%	23%	77%
Água e Saneamento	6	67%	0%	75%	25%	50%	0%	33%	67%
Gás	2	50%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%
Total	302	32%	10%	34%	56%	37%	5%	27%	68%

Painel D – Nível de divulgação voluntária sobre o endividamento e o EBITDA por segmento de atuação

Segmento de atuação	Indicadores Nº Empresa	(VII) Qualidade				(VIII) Qualidade			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-
Exploração, Refino e Distribuição	8	25%	0%	0%	100%	88%	100%	0%	0%
Equipamentos e Serviços	2	50%	0%	0%	100%	50%	100%	0%	0%
Mineração	5	20%	0%	100%	0%	20%	100%	0%	0%
Siderurgia	9	56%	20%	60%	20%	67%	83%	17%	0%
Químicos	7	71%	20%	60%	20%	71%	60%	40%	0%
Madeira	2	100%	50%	50%	0%	100%	50%	50%	0%
Papel e Celulose	4	100%	75%	25%	0%	100%	75%	25%	0%
Embalagens	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Materiais Diversos	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	0%	100%
Produtos para Construção	3	67%	100%	0%	0%	67%	100%	0%	0%
Construção Pesada	4	25%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%
Engenharia Consultiva	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Serviços Diversos Engenharia	1	100%	0%	0%	100%	100%	100%	0%	0%
Material Aeronáutico e de Defesa	1	100%	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%
Material Rodoviário	7	57%	50%	0%	50%	57%	100%	0%	0%
Motores, Compressores e Outros	2	100%	0%	50%	50%	100%	50%	0%	50%
Máq. e Equip. Industriais	7	57%	50%	25%	25%	57%	75%	0%	25%
Máq. e Equip. Construção e Agrícolas	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Armas e Munições	1	100%	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%
Transporte Aéreo	2	100%	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%
Transporte Ferroviário	3	67%	100%	0%	0%	67%	50%	50%	0%
Transporte Hidroviário	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Transporte Rodoviário	2	100%	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%
Exploração de Rodovias	14	29%	50%	25%	25%	36%	60%	40%	0%
Serviços de Apoio e Armazenagem	3	33%	0%	0%	100%	33%	0%	100%	0%
Serviços Diversos	5	40%	100%	0%	0%	40%	100%	0%	0%
Material de Transporte	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Agricultura	4	75%	100%	0%	0%	75%	100%	0%	0%
Açúcar e Alcool	3	100%	67%	33%	0%	100%	67%	33%	0%
Carnes e Derivados	6	67%	75%	25%	0%	67%	100%	0%	0%
Alimentos Diversos	5	60%	67%	0%	33%	60%	67%	0%	33%
Cervejas e Refrigerantes	1	100%	0%	100%	0%	100%	100%	0%	0%
Produtos de Uso Pessoal	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Produtos de Limpeza	1	0%	0%	0%	0%	100%	100%	0%	0%
Produtos Diversos Consumo não Cíclico	1	100%	0%	0%	100%	100%	100%	0%	0%
Alimentos	1	100%	0%	100%	0%	100%	0%	100%	0%
Edificações	18	94%	41%	53%	6%	100%	39%	44%	17%
Fios e Tecidos	11	9%	100%	0%	0%	9%	100%	0%	0%

Segmento de atuação	Indicadores Nº Empresa	Qualidade (VII)				Qualidade (VIII)			
		N	B	S	S-	N	B	S	S-
Vestuário	1	100%	0%	100%	0%	100%	100%	0%	0%
Calçados	4	50%	0%	100%	0%	75%	0%	100%	0%
Acessórios Consumo Cíclico	2	50%	0%	0%	100%	50%	0%	100%	0%
Eletrodomésticos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Móveis	1	100%	0%	100%	0%	100%	0%	100%	0%
Utensílios Domésticos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Automóveis e Motocicletas	3	67%	0%	50%	50%	100%	0%	100%	0%
Produção e Difusão de Filmes e Programas	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Jornais, Livros e Revistas	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Hotelaria	2	50%	0%	100%	0%	50%	100%	0%	0%
Restaurante e Similares	1	100%	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%
Bicicletas	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Brinquedos e Jogos	2	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Produção de Eventos e Shows	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Viagens e Turismo	1	100%	0%	100%	0%	100%	100%	0%	0%
Serviços Educacionais	4	100%	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%
Aluguel de carros	4	100%	100%	0%	0%	100%	100%	0%	0%
Programas de Fidelização	2	0%	0%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Tecidos, Vestuário e Calçados	7	86%	50%	50%	0%	100%	86%	0%	14%
Eletrodomésticos	2	50%	100%	0%	0%	100%	0%	50%	50%
Produtos Diversos Consumo Cíclico	4	75%	67%	33%	0%	75%	67%	33%	0%
Medicamentos e Outros Produtos	4	50%	0%	50%	50%	50%	100%	0%	0%
Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	6	67%	100%	0%	0%	83%	80%	20%	0%
Equipamentos Saúde	1	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Medicamentos e Outros Produtos	4	75%	67%	0%	33%	100%	100%	0%	0%
Comércio e Distribuição	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Computadores e Equipamentos	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Programas e Serviços	6	50%	34%	33%	33%	50%	100%	0%	0%
Telecomunicações	7	71%	60%	20%	20%	71%	60%	20%	20%
Energia Elétrica	59	63%	70%	27%	3%	64%	74%	23%	3%
Água e Saneamento	6	67%	50%	25%	25%	67%	75%	25%	0%
Gás	2	50%	100%	0%	0%	50%	100%	0%	0%
Total	302	58%	57%	30%	13%	63%	73%	21%	6%

Legenda:

Indicadores

- (I) Informações detalhadas sobre os custos dos produtos
- (II) Informações detalhadas sobre o preço ou valorização (desvalorização) das ações por tipo
- (III) Informações detalhadas sobre o valor de mercado
- (IV) Informações detalhadas sobre as projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
- (V) Informações detalhadas sobre os indicadores de rentabilidade (ROA/ROE)
- (VI) Informações detalhadas sobre os indicadores de liquidez (liquidez seca, liquidez corrente)
- (VII) Informações detalhadas sobre os indicadores de endividamento (pl/passivo, pc/pelp)
- (VIII) Informações detalhadas EBITDA

Nível de divulgação

- (N) Companhias que praticaram a divulgação voluntária sobre o total de Companhias listadas no respectivo setor econômico.

Qualidade da informação

- (B) Boa
- (S) Satisfatória
- (S-) Superficial

Fonte: dados da pesquisa (2017)

APÊNDICE 2 – EMPRESAS DA AMOSTRA POR SEGMENTO DE ATUAÇÃO

SEGMENTO	EMPRESA
Exploração, Refino e Distribuição	COSAN, COSAN LTD, OGX PETROLEO, PET MANGUINH, PETROBRAS, PETRORIO, QGEP PART e ULTRAPAR
Equipamentos e Serviços	LUPATECH e OSX BRASIL
Mineração	BRADSPAR, LITEL, MMX MINER, VALE e CCX CARVAO
Siderurgia	FERBASA, GERDAU, GERDAU MET, USIMINAS, FIBAM, MANGELS INDL, PANATLANTICA, TEKNO e PARANAPANEMA
Químicos	BRASKEM, ELEKEIROZ, GPC PART, FER HERINGER, NUTRIPLANT, CRISTAL e UNIPAR
Madeira	DURATEX e EUCATEX
Papel e Celulose	CELUL IRANI, FIBRIA, KLABIN S/A e SUZANO PAPEL
Embalagens	METAL IGUACU
Materiais Diversos	MAGNESITA AS e SANSUY
Produtos para Construção	ETERNIT, HAGA S/A e PORTOBELLO
Construção Pesada	AZEVEDO, LIX DA CUNHA e MENDES JR
Engenharia Consultiva	SONDOTECNICA e TECNOSOLO
Serviços Diversos Engenharia	MILLS
Material Aeronáutico e de Defesa	EMBRAER
Material Rodoviário	FRAS-LE, MARCOPOLO, RANDON PART, RECRUSUL, RIOSULENSE, TUPY e WETZEL S/A
Motores, Compressores e Outros	SCHULZ e WEG

Máq. e Equip. Industriais	BARDELLA, INDS ROMI, INEPAR, KEPLER WEBER, METALFRIO, NORDON MET e PRATICA
Máq. e Equip. Construção e Agrícolas	ACO ALTONA e METISA
Armas e Munições	FORJA TAURUS
Transporte Aéreo	AZUL e GOL
Transporte Ferroviário	FER C ATLANT, MRS LOGIST e RUMO S.A.
Transporte Hidroviário	LOG-IN e TREVISA
Transporte Rodoviário	JSL e TEGMA
Exploração de Rodovias	AUTOBAN, CCR SA, CONC RAPOSO, CONC RIO TER, CONCEPA, ECONORTE, ECORODOVIAS, INVEPAR, ROD COLINAS, ROD TIETE, RT BANDEIRAS, TRIANGULOSOL, TRIUNFO PART e VIAOESTE
Serviços de Apoio e Armazenagem	GRUAIROPOR, PRUMO e SANTOS BRAS
Serviços Diversos	ALTUS S/A, CONTAX, CSU CARDSYST, DTCOM-DIRECT e VALID
Material de Transporte	MINASMAQUINA E WLM IND COM
Agricultura	BRASILAGRO, POMIFRUTAS, SLC AGRICOLA e TERRA SANTA
Açúcar e Alcool	BIOSEV, RAIZEN ENERG e SAO MARTINHO
Carnes e Derivados	BRF AS, EXCELSIOR, JBS, MARFRIG, MINERVA e MINUPAR
Alimentos Diversos	FORNODEMINAS, J.MACEDO, JOSAPAR, M.DIASBRANCO e ODERICH
Cervejas e Refrigerantes	AMBEV S/A
Produtos de Uso Pessoal	ADVANCED-DH e NATURA
Produtos de Limpeza	BOMBRIL
Produtos Diversos Consumo não Cíclico	HYPERMARCAS

Alimentos	P.ACUCAR-CBD
Edificações	CONST A LIND, CR2, CYRELA REALT, DIRECIONAL, EVEN, EZTEC, GAFISA, HELBOR, JHSF PART, JOAO FORTES, MRV, PDG REALT, RODOBENSIMOB, ROSSI RESID, TECNISA, TENDA, TRISUL e VIVER
Fios e Tecidos	CEDRO, COTEMINAS, DOHLER, ENCORPAR, IND CATAGUAS, KARSTEN, PETTENATI, SANTANENSE, SPRINGS, TEKA e TEX RENAUX
Vestuário	CIA HERING
Calçados	ALPARGATAS, CAMBUCCI, GRENDENE e VULCABRAS
Acessórios Consumo Cíclico	MUNDIAL e TECHNOS
Eletrodomésticos	IGB S/A e WHIRLPOOL
Móveis	UNICASA
Utensílios Domésticos	HERCULES e NADIR FIGUEI
Automóveis e Motocicletas	IOCHP-MAXION, METAL LEVE e PLASCAR PART
Produção e Difusão de Filmes e Programas	CINESYSTEM
Jornais, Livros e Revistas	MELHOR SP e SOMOS EDUCA
Hotelaria	HOTEIS OTHON e SAUIPE
Restaurante e Similares	IMC S/A
Bicicletas	BIC MONARK
Brinquedos e Jogos	ESTRELA e TECTOY
Produção de Eventos e Shows	SPTURIS e TIME FOR FUN
Viagens e Turismo	CVC BRASIL
Serviços Educacionais	ANIMA, ESTACIO PART, KROTON e SER EDUCA

Aluguel de carros	LOCALIZA, LOCAMERICA, MOVIDA e UNIDAS
Programas de Fidelização	MULTIPLUS e SMILES
Tecidos, Vestuário e Calçados	AREZZO CO, GRAZZIOTIN, GUARARAPES, LE LIS BLANC, LOJAS HERING, LOJAS MARISA e LOJAS RENNER
Eletrodomésticos	MAGAZ LUIZA e VIAVAREJO
Produtos Diversos Consumo Cíclico	B2W DIGITAL, BR HOME, LOJAS AMERIC e SARAIVA LIVR
Medicamentos e Outros Produtos	BIOMM, CREMER, NORTCQUIMICA e OUROFINO S/A
Serviços Médico - Hospitalares, Análises e Diagnósticos	ALLIAR, DASA, FLEURY, IHPARDINI, ODONTOPREV e QUALICORP
Equipamentos Saúde	BAUMER
Medicamentos e Outros Produtos Comércio e Distribuição	BR PHARMA, DIMED, PROFARMA e RAIADROGASIL
Computadores e Equipamentos	ITAUTEC e POSITIVO TEC
Programas e Serviços	BRQ, IDEIASNET, LINX, QUALITY SOFT, SENIOR SOL e TOTVS
Telecomunicações	CTBC TELECOM, JEREISSATI, LA FONTE TEL, OI, TELEBRAS, TELEF BRASIL e TIM PART S/A
Energia Elétrica	AES ELPA, AES SUL, AES TIETE E, AFLUENTE, AFLUENTE T, AGCONCESSOES, ALUPAR, AMPLA ENER, BONAIRE PART, CACHOEIRA, CEB, CEEE-D, CEEE-GT, CELESC, CELGPAR, CELPA, CELPE, CEMAR, CEMIG, CEMIG DIST, CEMIG GT, CESP, COELBA, COELCE, COPEL, COSERN, CPFL ENERGIA, CPFL GERACAO, CPFL PIRATIN, CPFL RENOVAV, EBE, ELEKTRO, ELETROBRAS, ELETROPAR, ELETROPAULO, EMAE, ENERGIAS BR, ENERGISA, ENERSUL, ENEVA, ENGIE BRASIL, EQUATORIAL, ESCELSA,

Energia Elétrica	GER PARANAP, INVESTCO, ITAPEBI, LIGHT, LIGHT S/A, NEOENERGIA, PAUL F LUZ, PROMAN, REDE ENERGIA, RENOVA, RIO GDE ENER, STATKRAFT, TAESA, TERMOPE, TRAN PAULIST e UPTICK
Água e Saneamento	CABAMBIENTAL, CASAN, COPASA, SABESP, SANEPAR e SANESALTO
Gás	CEG e COMGAS

Fonte: dados da pesquisa (2017)