

**Universidade Presbiteriana Mackenzie**  
**Faculdade de Ciências Econômicas, Contábeis e Administrativas**  
**Programa de Pós-Graduação em Administração de Empresas**

**ESTUDOS SOBRE OS NÍVEIS DE *DISCLOSURE* ADOTADOS  
PELAS EMPRESAS BRASILEIRAS E CUSTO DE CAPITAL**

**Elizabeth Alves Gomes**

**São Paulo  
2006**

**Elizabeth Alves Gomes**

**ESTUDO SOBRE OS NÍVEIS DE *DISCLOSURE* ADOTADOS PELAS  
EMPRESAS BRASILEIRAS E CUSTO DE CAPITAL**

**Dissertação apresentada ao Programa de  
Pós-graduação em Administração de  
Empresas da Universidade Presbiteriana  
Mackenzie para obtenção do título de  
Mestre em Administração de Empresas.**

**Orientador: Prof. Dr. Wilson Toshiro Nakamura**

**São Paulo  
2006**

**Reitor da Universidade Presbiteriana Mackenzie  
Professor Dr. Manassés Claudino Fontelis**

**Coordenadora Geral da Pós Graduação  
Professora Dra. Sandra Maria Dotto Stump**

**Diretor da Faculdade de Ciências Econômicas Contábeis e  
Administrativas  
Professor Dr. Reynaldo Cavalheiro Marcondes**

**Coordenadora do Programa de Pós-Graduação em Administração de  
Empresas  
Professora Dra. Eliane Pereira Zamith Brito**

*Dedico o presente trabalho a Deus, sempre presente em minha vida, Senhor de meus passos pelo exercício de meu livre arbítrio, e a Sofia, Deusa da Sabedoria.*

*Sou imensamente grata a minha amada filha Daniela e ao meu querido esposo Odair, pela compreensão e pelo apoio incondicional recebido ao longo desta jornada, que me fez imensamente feliz.*

*Agradeço a todos aqueles que, direta ou indiretamente, contribuíram para a superação desta etapa em minha vida, especialmente:*

*Aos Professores Dr. Wilson Toshio Nakamura e Dr. Diógenes Manoel Leiva Martin, e ao amigo Prof. Denis Forte, pelas inúmeras contribuições ao aprimoramento desta dissertação, e aos demais Professores do curso de pós-graduação em Administração de Empresas da Universidade Presbiteriana Mackenzie.*

## RESUMO

O presente trabalho de pesquisa teve por objetivo principal estudar a associação existente entre *disclosure* e custo de capital próprio das empresas brasileiras. Para atingir o objetivo principal foram traçados três objetivos específicos: avaliar uma metodologia disponível para testar a associação entre *disclosure* e custo de capital, analisar quais modelos de custo de capital poderiam ser adotados para utilização no mercado brasileiro e examinar os efeitos da quantidade e da qualidade da informação apresentada pelas empresas brasileiras no relatório anual publicado para os acionistas. A metodologia estabelecida para testar a associação entre *disclosure* e custo de capital foi o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários. Como variável dependente foi adotado o custo de capital e como variáveis explicativas foram analisados três índices de *disclosure* e 9 variáveis indicativas de tamanho, risco e variação nos resultados. Foram adotados três modelos para cálculo do custo de capital: o Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), o de Dividendos Descontados (MDD) e o de Ohlson e Juettner. Os testes foram efetuados com duas amostras não probabilísticas com empresas com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo. A primeira amostra contou com 131 empresas de diversos segmentos e a segunda com as empresas que apresentaram relatório para concorrer às premiações do 6º. Prêmio ABRASCA do ano de 2003. Os resultados desta pesquisa evidenciaram que o modelo escolhido para cálculo do custo de capital interfere nos resultados obtidos nos testes empíricos, e que a variável *disclosure* pode se apresentar significativa em um modelo e não significativa em outro. Esses resultados estão em concordância com os dados obtidos por Botosan (1997). Dois dos índices de *disclosure*, o IDISCABR, índice de pontuação da premiação ABRASCA, e o INNMM, índice representativo das empresas que aderiram a níveis diferenciados de Governança Corporativa do Novo Mercado, mostraram-se significativos a 5%, evidenciando que as empresas da amostra ABRASCA se beneficiaram de custos menores pela adoção de níveis diferenciados de *disclosure*. Os testes com a amostra Geral de 131 empresas permitiram obter evidência de que os testes entre *disclosure* e custo de capital são sensíveis à heterogeneidade da amostra, conforme esclareceu Botosan (1997) em seu trabalho pioneiro. As principais contribuições deste estudo referem-se aos cuidados que o pesquisador deve observar para escolher o modelo para cálculo do custo de capital, a possibilidade de se estabelecerem diferentes índices de *disclosure* para testar empiricamente custo de capital e *disclosure* no mercado brasileiro, e a evidência de que uma amostra de 37 empresas participantes do prêmio ABRASCA obtiveram redução em seus custos de capital pela adoção de políticas mais transparentes. Este resultado, apesar de obtido para uma pequena amostra, serve de incentivo para a tomada de decisão de outras empresas brasileiras e para que novas pesquisas sejam elaboradas com relação ao tema.

Palavras-chave: *disclosure*, custo de capital, índice-de-*disclosure*.

## ABSTRACT

The main aim of this study was to examine the association between *disclosure* and cost of capital for Brazilian companies. In order to attain the general aim three specific objectives were posed: evaluating methodology for testing the association between *disclosure* and capital cost; analyzing capital cost models that might be adopted for use in the Brazilian market; and examining the effects of the amount and quality of information disclosed by Brazilian companies in their annual shareholder reports. The Ordinary Least Squares Method was used to test the correlation between *disclosure* and cost of capital. Cost of capital was used as dependent variable; explanatory variables analyzed were 3 *disclosure* indexes and 9 indicating size, risk, and variance in earnings. Three models were used to calculate capital cost: Capital Asset Pricing, Discounted Dividends, and Ohlson-Juettner. Testing was based on two non-probabilistic samples of company stock traded on the São Paulo Stock Exchange. The first sample comprised 131 companies from different segments; the second consisted of companies submitting reports and competing for the 6th Brazilian Publicly Traded Companies Association (local acronym ABRASCA) awards in 2003. The results of this study showed that the model chosen for calculating capital cost affects the results obtained in empirical tests, and that variable *disclosure* may be significant in one model and not in another. These results match data obtained by Botosan (1997). Two of the *disclosure* indexes, IDISCABR (used for the ABRASCA award) and INNМ (index representing companies adhering to the New Market's differentiated Corporate Governance requirements) differed at 5% significance level, showing that companies in the ABRASCA sample benefited from lower costs by using more stringent *disclosure* levels. Testing based on the overall sample of 131 companies provided evidence showing that correlations between *disclosure* and cost-of-capital are sensitive to sample heterogeneity, as Botosan (1997) explained in his groundbreaking study. The main contributions of this study relate to precautions researchers must take when selecting methods of calculating cost of capital; the possibility of using different *disclosure* indexes to test cost-of-capital and *disclosure* empirically in the Brazilian market; and evidence that the sample of 37 companies participating in the ABRASCA awards reduced their cost-of-capital through more transparent policies. Although obtained from a small sample, this result may encourage other Brazilian companies in their decision making and instigate further research on the theme.

Keywords: *disclosure* cost of capital, disclosure index.

## SUMÁRIO

<b>1.</b>	<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>12</b>
1.1.	Apresentação do tema e justificativas	12
1.2.	Questão de Pesquisa	15
1.3.	Objetivos	16
1.4.	Hipóteses de Pesquisa	17
1.5	Estrutura da dissertação	18
<b>2.</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO</b>	<b>19</b>
2.1	<i>Disclosure</i> : introdução histórica e conceitual	19
2.2	Contextualização da informação no Mercado Financeiro	26
2.3	Exame de um possível relacionamento entre <i>disclosure</i> e custo de capital	56
2.3.1	Pressupostos da Teoria da Assimetria Informacional	56
2.3.2	Pressupostos da Teoria da Liquidez dos Títulos	58
2.4	Das limitações para se medir a variável informação	61
<b>3.</b>	<b>MÉTODOS ALTERNATIVOS PARA O CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL</b>	<b>71</b>
3.1	Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM)	72
3.2	Modelo de Dividendos Descontados	79
3.2.1	Modelo de Crescimento de Gordon	79
3.2.2	Modelos Derivados do Modelo Dividendos Descontados: Ohlson e Juettner	82
3.3	Exame da relação entre custo de capital e as várias características da empresa	84



## SUMÁRIO

<b>4.</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b>	<b>87</b>
4.1	Fundamentação Teórica	87
4.2	Proposição da Questão de Pesquisa	89
4.3	Objetivos	90
4.4	Hipóteses	91
4.5	Definição Operacional	92
4.6	Operacionalização das variáveis	93
4.6.1	Variável Dependente	93
4.6.2	Variáveis Independentes	96
4.6.2.1	Definição da Variável Independentes IDISCABR	97
4.6.2.2	Variáveis de <i>Disclosure</i> INADR, INMN e IDISC	99
4.7	Definição de População e Amostra e Instrumentos de Coleta de Dados	101
4.8	Tratamento Estatístico dos Dados e Teste de Hipótese	106
<b>5.</b>	<b>APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS</b>	<b>112</b>
5.1	Cálculos preliminares dos dados da amostra	113
5.2	Amostra ABRASCA	117
5.3	Amostra Geral	128
<b>6.</b>	<b>CONCLUSÃO</b>	<b>137</b>
	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	<b>146</b>
	Anexo 1 – Ranking ABRASCA e Participação IBOVESPA	153

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1	Dados da Amostra Geral	102
Tabela 2	Dados da Amostra ABRASCA por Setor	104
Tabela 3	Cálculo da Estimativa da Taxa de Crescimento de Dividendos por Setor	113
Tabela 4	Cálculo do Prêmio de Risco Total do País	115
Tabela 5	Dados Estatísticos da Amostra ABRASCA – Variáveis Dependentes e Independentes	117
Tabela 6	Matriz de Correlação de Pearson para amostra 37 empresas-ABRASCA	118
Tabela 7	Variável Dependente KeCAPM – Amostra ABRASCA – 37 empresas	120
Tabela 8	Variável Dependente KeMDD – Amostra ABRASCA – 37 empresas	122
Tabela 9	Variável Dependente KeOJ – Amostra ABRASCA – 37 empresas	124
Tabela 10	Comparação dos Resultados Amostra ABRASCA – Índices de <i>Disclosure</i>	126
Tabela 11	Dados Estatísticos da Amostra Geral – Variáveis Dependentes e Independentes	129
Tabela 12	Matriz de Correlação de Person para Amostra Geral – 131 empresas	130
Tabela 13	Variável Dependente KeCAPM – Amostra Geral – 131 empresas	131
Tabela 14	Variável Dependente KeMDD – Amostra Geral – 131 empresas	133
Tabela 15	Variável Dependente KeOJ – Amostra Geral – 131 empresas	135

**LISTA DE QUADROS**

Quadro 1	Características das Empresas analisadas por Botosan, Gehardt et al. e Godê e Mohanram	84
Quadro 2	Definição da variável dependente - KeCAPM	93
Quadro 3	Definição da variável dependente - KeMDD	94
Quadro 4	Definição da variável dependente - KeOJ	95
Quadro 5	Definição das variáveis independentes relacionadas ao custo de capital	96

# 1. INTRODUÇÃO

## 1.1 Apresentação do Tema e Justificativas

Diariamente, as empresas brasileiras enfrentam o desafio de definir o nível de *disclosure* adequado de modo a otimizar suas relações com os agentes de mercado, investidores e órgãos reguladores e obter custos adequados de divulgação das informações.

O senso comum entre as empresas, agentes do mercado e órgãos reguladores é de que a política de *disclosure* adotada pelas empresas, está diretamente relacionada aos seus custos de financiamento. Diversas pesquisas empíricas foram elaboradas com empresas integrantes dos mercados americano, japonês, suíço e dinamarquês, objetivando comprovar empiricamente essa suposta associação, porém, no caso do mercado brasileiro, poucas pesquisas foram elaboradas sobre esse tema, até o presente momento.

Do ponto de vista teórico, Kothari (2001) menciona duas linhas de pesquisa que dão sustentação à hipótese da existência de uma relação negativa entre o nível de *disclosure* e o custo de capital próprio. A primeira delas está relacionada às estimativas de risco calculadas pelos investidores e aos custos de obtenção da informação, cujos conceitos estão agrupados na chamada Teoria da Assimetria Informacional e, a segunda, com os possíveis efeitos da liquidez das ações no mercado.

Kothari (2001) menciona que os pesquisadores Barry e Brown (1985), Klein e Bawa (1975), Handa e Linn (1993), Coles et al. (1995) seguem a linha de abordagem de que um maior nível de transparência, por parte das empresas, pode reduzir os riscos potenciais de erro nas

estimativas dos parâmetros de retorno futuro e de distribuição de resultados por parte dos investidores. Segundo essa linha de pesquisa, quando investidores têm informações diferentes sobre algum título em particular, uma fração maior de risco não sistemático é atribuída a um ativo sobre o qual se tem um baixo nível de informação.

Dentro do escopo da Teoria da Assimetria Informacional, Kothari (2001) menciona, também, o trabalho de Merton (1987). Esse autor argumenta que os modelos de precificação de ativos do mercado não são sensíveis às complexidades institucionais e não incorporam os custos de publicação e de obtenção de informação. Para o autor, existem custos de obtenção de informação por parte dos investidores e de divulgação de informação por parte das empresas. Por simplificação desses modelos, esses custos não são considerados, mas influenciam o preço dos ativos.

Em outra linha de pesquisa, Kothari (2001) inclui os estudos de Glosten e Milgrom (1985), Amihud e Mendelson (1986,1991), Diamond e Verrecchia (1991), Baiman e Verrecchia (1996) e Bloomfield e Wilks (2000). Esses autores argumentam que as empresas, ao tornarem informações privadas em públicas, buscam diminuir a relutância de investidores potenciais em manter suas ações em uma possível redução de liquidez de mercado.

Diamond e Verrecchia (1991) construíram um modelo teórico procurando demonstrar que um nível mais elevado de transparência induz os investidores a adquirirem títulos a preços mais altos e a um aumento da liquidez pois irá atrair grandes investidores e, por conseqüência, reduzir o custo de capital próprio.

Apesar da consistência das conclusões teóricas, provar tais resultados empiricamente tem apresentado enormes desafios aos pesquisadores.

Os trabalhos empíricos relacionados com a associação entre disponibilização de informações corporativas e custo de capital estão divididos em dois grupos de pesquisa, segundo Kothari (2001).

O primeiro grupo de pesquisadores buscou relacionar a divulgação de informações corporativas com a assimetria de informação ou algum prêmio de risco sobre informação uma vez que esse procedimento oferece maior possibilidade de testes diretos sobre a associação a ser pesquisada. Dentre esses pesquisadores, podem-se mencionar: Lang e Lundholm (1993,1996), Healey et al. (1999) e Fortunato et al. (2004). .

O segundo grupo de pesquisadores teve como objetivo comprovar empiricamente a associação entre divulgação de informações corporativas e custo de capital, analisando as possíveis variáveis explicativas para o cálculo do custo de capital. Os autores identificados com essa abordagem sugerem que ela oferece a vantagem de se poder calcular a magnitude do efeito de *disclosure* no custo de capital da empresa. Entre os pesquisadores que adotaram essa abordagem podem ser destacados: Botosan (1997), Botosan e Plumlee (2002), Hail (2002), Godê e Mohanram (2001) e Cheng et al. (2003).

Ainda são poucas as pesquisas elaboradas sobre o tema em questão no Brasil. Este trabalho de pesquisa tem como objetivo estudar a relação existente entre *disclosure* e custo de capital, com o objetivo contribuir para uma melhor compreensão dos efeitos dessa associação e auxiliar as empresas nas decisões relacionadas à divulgação de informações ao mercado.

## 1.2 Questão de Pesquisa

Este trabalho tem por objetivo responder à seguinte questão:

“A adoção de medidas para aumentar os níveis de *disclosure*, na divulgação de informações, por parte das empresas brasileiras aos investidores, analistas financeiros e demais partes interessadas nos ativos da empresa, possui associação negativa com seu custo de capital ? “

Os desafios que os pesquisadores enfrentaram ao testar, empiricamente, o relacionamento entre transparência e custo de capital podem ser enumerados da seguinte forma:

- a qualidade da disponibilização da informação corporativa não pode ser avaliada objetivamente e depende da percepção do pesquisador ou do grupo em análise;
- as empresas podem não ter escolhido seus níveis de transparência de forma independente, o que pode induzir a um viés na seleção dos dados;
- não existe uma medida direta do custo de capital e seus componentes.

Com o objetivo de verificar, experimentalmente, o nível de transparência das empresas, os pesquisadores, Botosan (1997), Hail (2002), Godê e Mohanram (2001) e Cheng et al. (2003), elaboraram um índice de *disclosure* com pontuação específica, para a existência ou não da informação no relatório anual para os investidores. Outros pesquisadores utilizaram metodologias alternativas para medir *disclosure*, como, por exemplo, notas de analistas

financeiros, premiações recebidas de associações do mercado, adesão a padrões contábeis internacionais, entre outras.

Neste trabalho, optou-se por adotar três índices de *disclosure* em perspectiva com a linha de pesquisa de Leuz e Verrecchia (2000) e Botosan (1997).

Outro desafio que os pesquisadores enfrentaram para elaborar pesquisas similares a esta foi a opção pelo modelo de cálculo para estimar o custo de capital. A maioria dos pesquisadores adotou para o cálculo do custo de capital modelos derivados do Modelo de Dividendos Descontados, ou seja, o modelo de Rendimento Residual (RIM), que foi utilizado por Botosan (1997) e Gehardt et al. (2001) e o Modelo Ohlson Juettner, que foi utilizado por Godê e Mohanram (2002).

Neste trabalho de pesquisa, foram efetuados testes utilizando o CAPM, o modelo de Descontos de Dividendos (Gordon) com taxa de crescimento constante e o modelo Ohlson-Juettner. Tal escolha se deveu, exclusivamente, à disponibilidade de dados para a realização dos testes empíricos.

### **1.3 Objetivos**

Este trabalho de pesquisa teve como objetivo principal buscar evidências empíricas de que o custo de capital próprio das empresas possui associação negativa com os níveis de *disclosure* adotado pelas mesmas.



Com base no referencial teórico, foram traçados os seguintes objetivos específicos para alcance do objetivo principal:

- avaliar metodologia disponível para testar a associação entre *disclosure* e custo de capital;
- analisar quais modelos de custo de capital poderiam ser adotados para utilização no mercado brasileiro;
- examinar os efeitos da quantidade e da qualidade da informação apresentada pelas empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no relatório anual publicado para os acionistas, por meio da adoção de índices de *disclosure*.

#### **1.4 Hipóteses de Pesquisa**

Hipótese é um enunciado conjectural das relações entre duas ou mais variáveis. O problema e a hipótese diferem uma vez que o problema deve ser apresentado por sentenças interrogativas, enquanto a hipótese por uma sentença afirmativa (KERLINGER, 1997).

A partir do problema de pesquisa deste trabalho foi definida a seguinte hipótese :

“A implementação de uma política de maior *disclosure* reduz o custo de capital” .

A escolha ótima de *disclosure* por parte das empresas deve considerar um menor custo de capital *versus* outros custos, tais como custos de divulgação. *Ceteris paribus*, deve-se obter uma relação negativa entre custo de capital próprio e *disclosure* (CORE, 2001).

## **1.5 Estrutura da Dissertação**

Esta dissertação possui seis capítulos. O primeiro capítulo apresenta as justificativas ao estudo do tema, incluindo a questão de pesquisa, objetivos e hipóteses. O segundo mostra a evolução das teorias e estudos sobre *disclosure*, com especial foco em custo de capital. O terceiro discorre sobre os métodos alternativos para o cálculo do custo de capital. O quarto e o quinto apresentam, respectivamente, os procedimentos metodológicos adotados nesta pesquisa e os resultados obtidos. O sexto capítulo traz as conclusões finais deste trabalho de pesquisa.

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 *Disclosure* : introdução histórica e conceitual

No presente capítulo, são apresentados os conceitos de *disclosure* e os trabalhos acadêmicos relacionados ao tema, com o objetivo de compor as bases teóricas da pesquisa. No decorrer desse capítulo, quando oportuno, serão estabelecidas relações entre a teoria discutida e os aspectos relacionados ao problema de estudo, aproveitando-se para discorrer sobre os benefícios, os pré-requisitos e as contra-indicações relativas à divulgação de informações por parte das empresas.

O que é *Disclosure* ? A palavra *disclosure* é traduzida como exposição ou divulgação pelo dicionário Webster - Houaiss (1996). No sentido mais amplo da palavra, divulgação simplesmente que dizer veiculação de informação.

Souza (1995, p.221) ressalta que a divulgação pode ser compulsória ou voluntária, envolvendo informações quantitativas ou qualitativas: “Pode-se definir *disclosure*, em finanças, como sendo qualquer divulgação deliberada de informação da empresa para o mercado, seja quantitativa ou qualitativa, requerida ou voluntária, via canais formais ou informais”.

De acordo com o autor, *disclosure* legal (compulsório) “ abrange os requerimentos de informações para registro das companhias abertas e os de informações periódicas expedidos pelas Comissões de Valores Mobiliários de cada País”. Já o *disclosure* voluntário ou informal envolve instrumentos como “informações não obrigatórias inseridas nos relatórios anuais,

matérias de marketing corporativo, reuniões com analistas de investimentos e contatos diretos com acionistas” (SOUZA, 1995, p.222).

Vale observar que o termo *disclosure*, na literatura é, por vezes, substituído ou utilizado como sinônimo de palavras e expressões como: evidenciação, transparência ou divulgação de informações. A utilização do termo *disclosure* como sinônimo de transparência, demanda que as empresas divulguem tanto as informações “positivas“ como também as “negativas” e que não deveriam ser omitidas as informações que evidenciem os riscos incorridos por elas.

As empresas para alcançar padrões satisfatórios de evidenciação não devem restringir-se, em sua divulgação, apenas às informações requeridas por lei. Devem transmitir, também, informações que, mesmo que não compulsórias, colaborem para que qualquer indivíduo ou entidade, com interesses nos ativos da empresa, tenham condições de constituir uma visão correta sobre sua realidade. Ao adotar tal posicionamento, estariam as empresas pautando sua divulgação não somente pela legalidade, mas, igualmente, por princípios éticos de transparência e equidade no atendimento às demandas dos diferentes usuários da informação (SOUZA,1995).

Porém, em uma visão mais pragmática, pode-se entender que as empresas divulguem ou não informações, dependendo das exigências legais e dos incentivos existentes para a evidenciação. Dentre tais incentivos, destacam-se a necessidade de atendimento à demanda dos agentes interessados em conhecer os níveis de eficiência de mercado, os indivíduos ou corporações com relações contratuais com a empresa, os órgãos reguladores e fiscalizadores do mercado, entre outros (KOTHARI, 2001).

Este trabalho tem como objetivo analisar os incentivos econômicos que induzem as empresas à adoção de uma política de divulgação de informação diferenciada, mais especificamente, os relacionados com uma possível redução do custo de capital próprio.

O *disclosure*, dentro do contexto do estudo em pauta, terá como definição : “a divulgação por parte das empresas, de todas as informações que tenham relevância para os usuários da informação” .

O conceito de relevância depende do objetivo e do modelo decisório de cada usuário, porém, dentro do contexto deste estudo, serão considerados como relevantes, de maneira geral, as informações que influenciem as decisões de investimento dentro do mercado de capitais e aquelas relacionadas a eventos que tenham ou que possam vir a ter impactos patrimoniais em uma empresa.

Dentro do ambiente do mercado de capitais, as empresas são constantemente expostas a decisões relacionadas a escolhas de padrões contábeis e à definição de políticas relacionadas à divulgação de informações. Como o tema não é de forma alguma pacífico, as pesquisas, nessa área, podem auxiliar as empresas a se posicionar em relação a esse assunto. Porém, por que esse tema é relevante?

Para responder à questão acima, faz-se necessário discorrer sobre a Teoria de Eficiência do Mercado e de como são formados os preços no mercado de capitais para que se possa evidenciar que a informação tem valor econômico.

De acordo com Fama (1991), os mercados eficientes são aqueles em que os participantes formam expectativas com relação aos preços com base em toda informação disponível.

Um mercado é eficiente em termos de informação quando os preços dos ativos contêm toda informação disponível não havendo maneira alguma de obtenção de lucros extraordinários ou anormais mediante o uso da informação, possibilitando à empresa pagar um custo de capital justo (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002). Os autores designam como valor justo quando a empresa recebe pelos títulos um valor que é igual ao seu valor presente, não existindo oportunidades valiosas de financiamento decorrentes de enganar os investidores.

Qualquer pessoa que queira obter informações sobre uma empresa ou uma ação encontrará um volume enorme de dados disponíveis. Para uma dada ação, pode descobrir não só o que ocorreu no passado com o seu preço e seus dividendos, mas, também, quais têm sido os lucros da empresa, quanto paga de impostos, que participação de mercado têm seus produtos e muitos outros dados. Toda informação oferecida pelas empresas é analisada e utilizada no esforço de obtenção de lucros com as negociações das ações.

Na realidade, certas informações podem afetar os preços das ações mais rapidamente do que outras. Para lidar com velocidades diferentes, os pesquisadores classificam as informações em três tipos distintos: informação a respeito de preços passados, informação publicamente disponível e toda informação (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Um mercado de capitais obedece à forma de eficiência fraca, segundo a Teoria de Eficiência de Mercado, quando incorpora, integralmente, a informação contida nos preços passados. Trata-se do tipo menos exigente de eficiência que se espera encontrar no mercado, pois a

informação histórica a respeito dos preços das ações é a mais fácil de adquirir. O termo análise técnica refere-se à tentativa de prever o futuro baseando-se em padrões de variação passada de preços e os profissionais que se utilizam dessa técnica de análise são conhecidos como analistas de investimentos.

Denomina-se a eficiência de mercado de semi-forte quando os preços negociados no mercado refletem toda informação publicamente disponível, por exemplo, demonstrações contábeis, relatórios oficiais obrigatórios e quaisquer outras informações disponibilizadas pela empresa.

A hipótese de eficiência de mercado forte diz que qualquer coisa que seja pertinente ao valor da ação e seja conhecida por pelo menos um investidor, será refletida integralmente no preço dos ativos.

Uma vez que a informação tem papel importante na formação de preços e na determinação de quão eficientes são os mercados, não seria correto supor que seria de interesse da empresa, uma vez que quer receber preço justo por seus ativos, que toda informação relevante para a formação de preços fosse disponibilizada por ela ao mercado?

Para responder a essa pergunta, é recomendável discorrer sobre o importante trabalho intitulado Teoria do Agente elaborado por Jensen e Meckling (1976).

A Teoria do Agente tem como principal objetivo entender e explicar as diferenças de comportamento entre gerentes e acionistas e as razões que motivam a existência de conflitos de interesse entre essas partes.

Jensen e Meckling (1976, p.314) definem as empresas de capital aberto como:

“ uma invenção social através da qual milhares de indivíduos, confiam milhões de dólares, francos, pesos, etc... de sua riqueza pessoal , aos cuidados de gerentes, por meio de uma série de contratos complexos, que delimitam os direitos entre as partes envolvidas. O crescimento assustador deste tipo de empreendimento corporativo sugere, que investidores e credores, até o presente, não têm se desapontado com os resultados, apesar dos custos de agência” (JENSEN ; MECKLING,1976,p.314).

A Teoria do Agente define a relação existente entre os agentes e principais como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (os principais) engajam uma outra pessoa (o agente) para desempenhar algum serviço em seu benefício, o que envolve delegar algumas decisões e transferir autoridade para o agente. Se ambas as partes são maximizadoras de utilidade, há boas razões para se acreditar que o agente nem sempre agirá em favor dos melhores interesses do principal.

É oportuno esclarecer o conceito de maximização de utilidade elaborado por Simon (1955) que foi posteriormente utilizado nos estudos de Jensen e Meckling (1994), quando desenvolveram o modelo chamado REMM (*Resource Evaluative Maximizing Model*).

A proposição de Jensen e Meckling (1994), no modelo REMM é que: todo indivíduo é um avaliador que se importa sobre quase tudo (conhecimento, independência, honra, *status*, aprovação, tempo, dinheiro, entre outros) ; todo indivíduo está sempre fazendo substituições entre os bens; o que cada indivíduo almeja é sempre ilimitado; cada indivíduo é um maximizador e, finalmente, os indivíduos são habilidosos.



O modelo REMM é um contraponto ao modelo político do comportamento humano, que considera que o indivíduo é um perfeito agente que busca maximizar o bem comum ao invés do seu próprio bem-estar. Segundo Jensen e Meckling (1994, p.28): “é importante distinguir entre altruísmo (o desejo de se sacrificar pelo bem comum) e o modelo político. Os altruístas não se comportam como no modelo político, uma vez que possuem suas próprias preferências, não se comportam como o agente perfeito”.

O principal (acionista) pode limitar divergências de seus interesses estabelecendo incentivos apropriados aos agentes (gerentes) incorrendo em custos de monitoramento para garantir a não tomada de certas ações que prejudicariam o principal. Tais incentivos são estabelecidos através da criação de estruturas de governança corporativa, de auditoria e controles, por agentes fiscalizadores e reguladores e pela adoção de práticas de compensação financeira.

Os custos para o estabelecimento dos incentivos, mencionados no parágrafo anterior, são chamados de *bonding costs* ou custos de agência e são definidos como o somatório de : gastos de monitoramento pelo principal, gastos de emissão de títulos pelos agentes e a perda residual que é equivalente à redução do bem-estar vivido pelo principal devido à divergência não eliminada na negociação entre as partes (JENSEN; MECKLING,1994).

Pode-se depreender dos conceitos oriundos da Teoria do Agente que o principal, dentro do contexto do mercado de capitais, representado pelos investidores, tem interesse em minimizar as perdas residuais decorrentes da divergência entre as partes contratantes (principal e agente).

Alguns autores como Healey e Palepu (1999, p.488) argumentam que;:

“o casamento entre investidores e empresários são complicados por duas razões: os empresários têm mais informação sobre as oportunidades de investimento da empresa do que os investidores e a comunicação entre os empresários e investidores não é completamente crível uma vez que os empreendedores têm incentivos para inflar o valor de suas idéias“ (HEALEY ; PALEPU, 1999, p.488).

Esses autores entendem que um dos desafios da economia de mercado é a alocação ótima de recursos entre investidores e empreendedores, e que a assimetria de informação e os conflitos de agência entre gerentes e investidores são restrições à eficiência do mercado. A demanda por relatórios financeiros e por informação voluntária busca reduzir a assimetria de informação entre as partes.

Para compreender melhor o conceito de assimetria de informação, deve o leitor recorrer ao tópico 2.3.1 desta dissertação, em que esse conceito foi amplamente discutido.

## **2.2 Contextualização da informação no Mercado Financeiro**

O mercado financeiro mundial, atualmente, é caracterizado por realidades como a globalização e o fluxo internacional de capitais. Essa dinâmica permite às empresas e aos investidores uma ampla gama de possibilidades de como obter recursos para projetos, no caso das empresas, e onde investir, no caso dos investidores.

Empresas interessadas em financiar novos projetos têm como opção obter recursos por meio da emissão de ações no mercado de capitais local ou internacional. Para obter acesso a tais

mercados, precisa enquadrar-se nas exigências dos órgãos reguladores no que se refere à publicação de informações.

Nos Estados Unidos, os órgãos reguladores são representados pelo *Financial Accounting Standard Board (FASB)*, *American Institute of Certified Public Accountants (AICPA)*, *Securities and Exchange Commission (SEC)*, entre outros. No Brasil, os órgãos reguladores são representados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e pelo Conselho Federal de Contabilidade (CFC).

A CVM foi criada através da Lei 6385 de 7 de Dezembro de 1976, alterada pela Lei no. 10303, de 31 de Outubro de 2001, que disciplinou o funcionamento do mercado de valores mobiliários e a atuação de seus protagonistas, assim classificados: as companhias abertas, os intermediários financeiros e os investidores, além de outros cuja atividade gira em torno desse universo principal. A CVM tem poderes para disciplinar, normatizar e fiscalizar a atuação dos diversos integrantes do mercado e é o órgão brasileiro com funções equivalentes à *Securities Exchange Commission (SEC)*, nos Estados Unidos.

Cabe à CVM supervisionar as Bolsas de Valores autorizadas a funcionar no País e, por sua vez, cabe às Bolsas de Valores fiscalizar os seus respectivos membros e as operações de valores mobiliários realizadas no âmbito de suas atividades.

Agentes preocupados em padronizar a publicação das informações financeiras fundaram órgãos internacionais, como o *International Accounting Standard Board (IASB)*, que iniciou suas atividades em Junho de 1973, em Londres, como resultado dos esforços dos órgãos contábeis disciplinadores dos seguintes países : Austrália, Canadá, França, Alemanha, Japão,

México, Inglaterra, Irlanda e Estados Unidos, que formaram o corpo diretivo do *IASC*, quando de sua fundação. O Brasil tem procurado adotar os padrões contábeis internacionais e incentivado as empresas brasileiras a que os adote (IASB, 2005).

Uma das atribuições dos órgãos reguladores é conceituar os pré-requisitos da evidenciação ou não da informação, sua formatação, acurácia e periodicidade de publicação.

Considerando que o objetivo do presente trabalho é a utilização da informação dentro do contexto do mercado de capitais e sua possível associação com o custo de capital, vale abordar alguns aspectos do processo evolutivo da Contabilidade, da legislação relacionada ao controle dos agentes no mercado de capitais e da introdução de métodos empíricos ao estudo da Contabilidade.

O processo evolutivo da Contabilidade está atrelado às necessidades do ambiente social no qual se encontra inserida. Até a primeira metade do século XX, a teoria contábil foi caracterizada, essencialmente, pelo seu caráter normativo dentro de um contexto no qual a escolha entre um método contábil e outro objetivava definir qual técnica melhor representava os objetivos da Contabilidade, dando às empresas um certo grau de liberdade para estabelecer seus métodos de avaliação para estoques, depreciação, conclusão de contratos, entre outros. A Teoria Positiva da Contabilidade surgiu nos anos 60 estimulando a transferência do enfoque normativo para o enfoque informativo e concedeu à Contabilidade o papel de fornecedora de informações para os agentes econômicos (LIMA ; TERRA, 2004).

A flexibilidade admitida pela Teoria Contábil Normativa que permitia a adoção de diferentes métodos contábeis, passou, então, a ser questionada por alguns pesquisadores, uma vez que,

pela adoção de diferentes métodos contábeis, diferentes resultados financeiros poderiam ser obtidos.

Alguns pesquisadores pioneiros, como Ball e Brown (1968) e Beaver (1968), começaram a utilizar os conceitos de eficiência do mercado como justificativa para introduzir métodos empíricos, até então somente utilizados nos trabalhos de Finanças, ao campo das pesquisas relacionadas à utilidade das informações contidas nos relatórios financeiros. Esses pesquisadores iniciaram seus estudos utilizando conceitos como mudança no preço dos títulos, para inferir se a informação publicada nos relatórios contábeis seria ou não útil aos participantes do mercado e a questionar se os números contábeis continham informações relevantes e se refletiam, adequadamente, os resultados financeiros das empresas (KOTHARI, 2001).

Com os estudos de Ball e Brown (1968) e Beaver (1968) iniciaram-se as pesquisas relacionadas à Moderna Teoria Contábil, em uma época em que o modelo desenvolvido por Sharpe (1964) e Lintner (1965) para a precificação de ativos, o CAPM, e a hipótese de eficiência de mercado (Fama, 1965) estimulavam o advento de diversos trabalhos para testar a eficiência de mercado (KOTHARI, 2001).

A Teoria de Eficiência de Mercado induziria os pesquisadores a defender que a escolha do método contábil não deveria afetar o preço das ações, quando duas condições fossem satisfeitas: existissem suficientes informações no relatório anual para que os analistas pudessem fazer os cálculos sobre métodos contábeis distintos e o mercado se apresentasse eficiente de forma semiforte (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Pesquisadores, como Kaplan e Roll (1972), advogavam que o método contábil seria em última instância uma questão empírica e que a adoção de diferentes métodos contábeis tais como: a troca de depreciação acelerada pelo método de linha reta, a mudança do método de diferimento para o método de dedução corrente no cálculo de crédito fiscal, teriam efeito sobre o lucro contábil, mas não teriam efeito algum sobre o preço das ações (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2002).

Posteriormente, no final dos anos 70, Watts e Zimmerman elaboraram a chamada Teoria Positiva da Contabilidade, inspirados no contexto das discussões sobre os trabalhos de Brown (1968), Beaver (1968), do Capital Asset Pricing Model (CAPM) e nos estudos elaborados em Finanças por Jensen e Meckling (1976) sobre a Teoria do Agente (KOTHARI, 2001).

Kothari (2001), menciona que a Teoria Positiva da Contabilidade foi embasada nos seguintes pressupostos:

- as escolhas contábeis afetam os custos totais das empresas e são efetuadas por meio de uma rede de contratos, implícitos ou explícitos, entre os gerentes e as partes interessadas nos ativos da empresa;
- os custos de transação, os custos de agência, os custos internos de processamento de transação, os custos políticos e os custos de informação, entre outros, não são irrelevantes e foram denominados de custos de contratação (*contracting costs*);
- existe uma lista de possibilidades contábeis que os autores chamaram de conjunto de opções de escolhas contábeis (*set of accounting choices*), aceitas dentro das normas contábeis e que são parte integrante dos contratos entre as partes (gerentes e partes interessadas nos ativos da empresa);

- os gerentes decidem baseados em maximizar a riqueza ou em reduzir as despesas de uma das partes contratantes.

Watts e Zimmerman (1990) utilizaram três variáveis em seus estudos para explicar as escolhas contábeis das empresas:

- os incentivos que os gerentes podem ter para escolher entre um e outro método contábil, isto é, bônus, opções sobre ações, entre outros;
- quanto maior é o coeficiente dívida/patrimônio líquido, mais provável é que os gerentes escolham métodos contábeis que aumentem a receita, quando desejem emitir títulos de dívida, pois é comum a existência de *covenants* em contratos de dívida que limitem esse coeficiente;
- quanto maior o tamanho da empresa, mais provável é que adote métodos que reduzam a despesas, uma vez que exista nesses casos, uma maior preocupação com os custos políticos.

Kothari (2001) menciona que apesar de inovadores para a época, os trabalhos de Watts e Zimmerman (1990) sofreram diversas críticas, dentre elas:

- Christenson (1983) criticou o conceito como sendo uma “sociologia da contabilidade“, cujos testes introduziram uma argumentação *ad hoc* para desculpar as exceções da teoria e que métodos não apropriados foram usados para construir a teoria;
- Lowe et al. (1983) considerou a natureza das provas apresentadas não científicas.

A Contabilidade, como Ciência Social, foi influenciada pelos fatores econômicos, políticos e tecnológicos e, conseqüentemente, evoluiu com o propósito de atender às demandas relativas ao seu campo de atuação.

Na atualidade, os órgãos reguladores de práticas contábeis advogam que o objetivo primeiro da Contabilidade é fornecer informações relevantes ao mercado. A evidenciação ou divulgação dessas informações auxilia a empresa a consolidar a sua imagem institucional e promover a equidade entre as partes interessadas na empresa, desestimulando as assimetrias informacionais e tornando mais fácil a ação dos órgãos fiscalizadores (FASB,1978).

Segundo o FASB (1978), as demonstrações contábeis e financeiras constituem-se em elementos essenciais na relação entre as empresas e o mercado de capitais. A padronização da informação incluída nesses relatórios reduz o custo de processamento de informações financeiras pois produz uma linguagem comum da qual os gerentes se utilizam para se comunicar com os investidores.

Iudicibus (2000, p. 20) argumenta que “o objetivo básico dos demonstrativos financeiros é prover informação útil para a tomada de decisões econômicas”.

É reconhecidamente difícil de definir a utilidade de uma informação, pois isso depende do modelo decisório de cada usuário, porém, no campo da teoria contábil, entende-se como útil a informação com as seguintes características qualitativas: confiável, relevante, tempestiva, completa, compreensível e verificável (CUSHING; ROMNEY, 1994).

O FASB, através do SFAC 2 (1980), sugeriu uma série de características qualitativas que as informações devem possuir, dentre elas cita: relevância, confiabilidade, completude, compreensibilidade, comparabilidade e verificabilidade, porém, destaca entre elas a relevância.



A relevância é definida pelo SFAC 2, nos parágrafos 46 e 47, como “a capacidade que a informação teria de fazer a diferença em uma decisão e de ter valor preditivo”. Essa característica deveria permitir aos usuários fazer previsões sobre o resultado de eventos passados, presentes e futuros, ou possibilitar a confirmação ou a correção de expectativas anteriores.

Para ser confiável a informação deve ser neutra e proporcionar uma representação fiel dos eventos. As demonstrações financeiras não são neutras se, pela seleção ou apresentação da informação, influenciarem a tomada de decisão ou o julgamento, com o objetivo de obter resultado predeterminado (IASB, 2001).

Entende-se que a informação é completa quando envolve todos os aspectos que possam ter relevância no processo de tomada de decisão dos usuários e quando não há omissão de dados importantes de que os usuários tenham a expectativa de ter conhecimento. A integralidade da informação tem como contraponto os limites definidos pela materialidade e pelo custo de informação, o que evita a divulgação exagerada ou de dados desnecessários (IASB, 2001).

A compreensibilidade relaciona-se com a necessidade de se prover informação que seja passível de entendimento, uma vez que pouca ou nenhuma validade terá a informação, ainda que relevante, não possa ser compreendida pelos usuários.

A comparabilidade é a característica que oferece condições de realização de comparações entre as demonstrações financeiras de uma mesma empresa para a identificação de tendências e entre demonstrações de financeiras de diferentes empresas para contrastar duas ou mais entidades em um mesmo momento.

A informação, ainda que detalhada e perfeita, pode ser irrelevante se provida com atrasos que venham a comprometer o seu uso no processo decisório. Destaque-se a importância da frequência da divulgação das informações para os agentes do mercado.

Por último, a informação precisa ser verificável. Deve a informação ser devidamente documentada de modo a permitir aos órgãos fiscalizadores a análise e avaliação de sua veracidade.

No Brasil, as informações compulsórias são aquelas constantes das demonstrações financeiras estabelecidas pela Lei no. 6404 de 15 de Dezembro de 1976, chamada Lei das Sociedades Anônimas, alterada pela Lei 10303 de 31 de Outubro de 2001. As informações compulsórias são agrupadas em relatórios denominados: DFP- Demonstrações Financeiras Padronizadas, ITR – Informações Trimestrais e IAN- Informações Anuais (CVM,2005).

A DFP é composta dos seguintes informativos relativos ao período anual: Dados da Empresa, Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado, Demonstração de Origem e Aplicação de Recursos, Demonstração de Mutação do Patrimônio Líquido, Balanço Patrimonial Consolidado, Demonstração de Origem e Aplicação de Recursos Consolidado, Parecer dos Auditores Independentes sem ressalva, Relatório da Administração e Notas Explicativas.

A ITR é composta dos seguintes informativos relativos ao período de um trimestre: Dados da Empresa, Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado, Comentário do Desempenho, Balanço Patrimonial Consolidado, Comentário do Desempenho da Companhia no Trimestre

Consolidado, Participações em Sociedades Controladas ou Consolidadas, Característica de Emissão de Debêntures, Pedidos ou Contratos Firmados, Projeções Empresariais, Comentário sobre o Comportamento das Projeções Empresariais, Fase Pré-Operacional, Investimento em Projetos, Relatório da Revisão Especial, Dados da Controlada ou Coligada e Outras informações que a companhia entenda como relevantes.

A IAN é composta dos seguintes informativos relativos ao período de um ano: Dados da Empresa, Parecer da Administração, Distribuição do Capital, Capital Social, Ações em Tesouraria e outros Ativos, Dividendos em Dinheiro, Participações e Remunerações, Característica das Emissões de Debêntures, Histórico e Setor de Atuação e Sazonalidade dos Negócios, Produtos e/ou Serviços, Processos de Produção, Principais Patentes, Marcas Comerciais e Franquias, Propriedades Relevantes, Projeções e Informações, Problemas Ambientais, Ações Judiciais, Operações com Empresas relacionadas, Estatuto Social, Dados da Controlada ou Ligada e Informações sobre Governança Corporativa.

A exigência de um nível mínimo de informações obrigatórias ou compulsórias é decorrente da importância da informação no contexto do mercado de capitais. Autores como Black (2000), defendem que, para a existência de um mercado de capitais desenvolvido, se faz necessária a criação de uma complexa rede de leis e instituições que garantam aos acionistas informações adequadas e segurança de que os negócios realizados no mercado serão pautados pela equidade, de maneira que os acionistas controladores e os gestores da empresa não obtenham ganhos em detrimento dos interesses de minoritários e de outras partes interessadas nos ativos da empresa.

Adicionalmente aos relatórios compulsórios discriminados acima, devem as empresas publicar qual é a Política de Divulgação de Informações que irão adotar e onde podem ser encontradas as informações relevantes sobre a companhia, bem como a evolução do capital social que inclui o pagamento de juros e distribuição de dividendos. São consideradas no escopo de informações relevantes: Acordo de Acionistas, Atas de Assembléia, Aviso a Acionistas, Balanço Social, Calendário de Eventos Corporativos, Comunicados ao Mercado, Dados Econômico-Financeiros, Fatos Relevantes, Política de Divulgação de Fatos Relevantes, Atas de Reunião da Administração, entre outras. É possível localizar quase todas essas informações por meio eletrônico na Internet nos *sites* da CVM, BOVESPA e das próprias empresas (CVM,2005).

Com base no trabalho de Black (2000), podem ser destacados alguns dos fatores relacionados à informação, mencionados como relevantes para o desenvolvimento do mercado de capitais:

- amplo *disclosure* financeiro, regras e padrões contábeis que atendam às necessidades dos investidores por informações confiáveis;
- leis que imponham severas sanções aos *insiders* em virtude de evidenciação falsa;
- uma cultura de *disclosure* que se desenvolva com o tempo e que conduza à percepção de que ocultar informações “ ruins “ acaba por não ser benéfico às empresas;
- uma imprensa (mídia) financeira e analistas de mercado capazes de descobrir e publicar casos de evidenciação enganosa.

A importância da informação para o funcionamento do mercado de capitais ficou evidenciada através da publicação da Lei Sarbanes-Oxley em 2002, pelo Presidente dos Estados Unidos, logo após a ocorrência de uma série de fraudes com as empresas Enron, Worldcom, Adelphia, Global Crossing e Qwest. As autoridades americanas reconheceram que tais falhas

estavam erodindo a confiança dos investidores, aumentando os custos de obtenção de informações e prejudicando o mercado de capitais como um todo (JAIN;PANJAK;REZAEI, 2003).

Entre as exigências criadas pela Lei Sarbanes-Oxley, relacionadas com a publicação de informações, destacam-se:

- o *Chief Executive Officer (CEO)* e *Chief Financial Officer (CFO)* serão responsáveis por revisar e assinar os relatórios financeiros e responderem com a devolução de qualquer bônus ou opções sobre ações recebidas da empresa, em caso de falhas ou incorreções materiais nos relatórios publicados;
- todos os relatórios financeiros devem ser preparados em conformidade com as regras do *US General Acceptable Accounting Principles (USGAAP)* e devem considerar todas as transações fora de balanço (*off balance sheet*);
- o Presidente do Estados Unidos solicitou que o *General Comptroller* conduza um estudo e emita um parecer ao Congresso Americano sobre o papel dos funcionários de Bancos de Investimentos e consultores financeiros que tomem parte na publicação de resultados e eventualmente possam manipular resultados e omitir a real situação financeira das empresas a que dêem assistência.

A nova legislação para o mercado americano buscou tratar importantes questões relacionadas a problemas de agência e à resolução do conflito de interesses entre gerentes e acionistas, bem como responsabilizar, legalmente, os principais executivos das empresas em caso de falhas ou omissões em relatórios contábeis fundamentais para o acompanhamento dos resultados financeiros das empresas.

As empresas brasileiras, com papéis negociados no mercado de capitais americano, terão prazo até o final de 2006 para se adaptar aos artigos 404 e 301 da Lei Sarbanes-Oxley, que tratam, respectivamente, de controles internos e da criação do Comitê de Auditoria e/ou Conselho Fiscal Independente.

Segundo a jornalista Vera Saavedra Durão, que escreveu sobre este tema para o Jornal Valor de 11 de Maio de 2005, as empresas deverão optar entre o Comitê de Auditoria e o Conselho Fiscal que deve ser constituído por 3 membros independentes e por 1 especialista em finanças, o que tem se tornado uma questão complexa, pois é comum, em grandes empresas brasileiras, a presença de ex-controladores, como membros do Conselho. Pelas estimativas do Instituto Brasileiro de Finanças (IBF), os gastos das empresas brasileiras listadas nas bolsas americanas podem chegar a US\$ 120 milhões de dólares com serviços de auditoria e consultoria e contratação de funcionários para a adaptação da lei (DURÃO, 2005).

Paralelamente, uma série de ações e sugestões para o aprimoramento do mercado de capitais têm sido conduzidas pelos defensores de uma maior desregulamentação dos mercados. Tais práticas trazem às empresas oportunidades de acessar recursos necessários ao exercício de suas atividades, em mercados internacionais, nos quais a competição global por capital faz com que o investimento siga na direção de empresas e países que oferecem maior transparência e proteção aos investidores.

Sob essa perspectiva, entende-se relevante discorrer sobre o tema da Governança Corporativa, da instituição do Novo Mercado na Bolsa de Mercadorias de São Paulo e da emissão de títulos nos mercados internacionais.

Carvalho (2003, p.19) afirma que, “de maneira bastante genérica, governança corporativa pode ser descrita como os mecanismos ou princípios que governam o processo decisório dentro de uma empresa”. A Governança corporativa pode ser definida como um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência advindos da separação entre a propriedade e a gestão.

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), “ Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade”. O IBGC argumenta que, na teoria econômica tradicional, a governança corporativa surge para procurar superar o chamado “conflito de agência”, presente a partir do fenômeno de separação entre a propriedade e a gestão empresarial. O “principal“, titular da propriedade, delega ao “agente” o poder de decisão sobre essa propriedade. A partir daí, surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daqueles que administram a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular (IBGC, 2005).

O IBGC foi responsável pela elaboração, no Brasil, do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa. As recomendações contidas nesse Código, lançado em maio de 1999, partiram da reflexão sobre a Lei das Sociedades Anônimas então vigente e das discussões e conclusões de um representativo grupo de empresários que estiveram reunidos, em abril de 1997, no “ *Top Management Summit*”, na cidade de Itu, Estado de São Paulo. Também foi objeto de estudo pelos participantes do *Summit*, para a elaboração do Código, o *International Comparison of Board “ Best Practices”*, editado em 1988 por Holly Gregory e

Elizabeth Forminard, sob a supervisão de Ira Milstein. Foi efetuada uma comparação, tópico por tópico, de 15 dos principais Códigos de Melhores Práticas, dentre os quais: Cadbury, Vienot, Day, General Motors, NACD, entre outros (IBGC, 2005).

Por outro lado, o modelo de governança corporativa brasileiro caracteriza-se pela concentração do controle das empresas nacionais nas mãos de famílias, grupos econômicos familiares, subsidiárias de empresas estrangeiras e do próprio Estado, que vem transferindo sua propriedade, desde o processo de privatização iniciado na década de 90, aos fundos de pensão locais, empresas e fundos de investimentos internacionais (MALIENI JR, 2003).

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) publicou, em Junho de 2002, uma série de recomendações chamadas de “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa”, através das quais, as empresas devem se identificar como “praticantes” e explicar as razões que levaram a empresa a aderir às práticas recomendadas por ela às empresas.

A CVM esclarece que, “para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que os gerentes podem ter na companhia, possibilitando-lhes ter influência no desempenho da mesma”. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CVM, 2005).

Em suas Recomendações, a CVM trata da :

- transparência das Assembléias, da estrutura acionária e do grupo de controle;
- estrutura e responsabilidade do conselho de administração;



- proteção aos acionistas minoritários;
- auditoria e Demonstrações Financeiras.

Para as demonstrações financeiras, a CVM recomenda adotar, além dos princípios de Contabilidade em vigor no Brasil, normas internacionais de Contabilidade promulgadas pelo *International Accounting Standards Board (IASB)* ou utilizadas nos Estados Unidos da América (*United States Generally Accepted Accounting Principles-US GAAP*), atestados por auditor independente. Como justificativa, argumenta a CVM que os mercados estão caminhando para um padrão internacional de Contabilidade que facilite aos investidores analisar o desempenho da companhia e compará-lo com seus pares. Menciona que os países da União Européia irão adotar as normas IASB até 2005 e que a Organização Internacional de Comissão de Valores (IOSCO), recomendou que todos os seus membros cooperassem para que suas normas contábeis convergissem para esse padrão contábil internacional (CVM, 2005).

Ainda no campo dos fatores que incentivam as empresas a adotar um aumento da transparência na divulgação de informações, a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) lançou, em dezembro de 2000, o Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC), cuja adesão aos níveis diferenciados não é obrigatória.

O Novo Mercado, de uma forma geral, pode ser dividido em três níveis: Novo Mercado propriamente dito; nível 1 de Governança Corporativa (N1GC) e nível 2 de Governança Corporativa (N2GC).

Segundo a BOVESPA, a principal inovação do Novo Mercado em relação à legislação é a exigência de que o capital social da empresa seja composto somente por ações ordinárias, porém essa não é a única obrigação adicional. Resumidamente, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem as seguintes obrigações adicionais, diretamente relacionadas com a divulgação de informações :

Para se enquadrarem no Nível 1 (N1GC):

- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais exigência de consolidação e revisão especial;
- informar negociações de ativos e derivativos de emissão da companhia por parte de acionistas ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de distribuição de opções de ações aos gerentes;
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos;
- apresentação das demonstrações do fluxo de caixa.

Para se enquadrarem no Nível 2 (N2GC) e Novo Mercado (propriamente dito):

- todas as exigências do N2GC e
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do USGAAP ou IASB.

O Novo Mercado foi inaugurado no dia 01 de Fevereiro de 2002 com a adesão da Companhia de Concessões Rodoviárias e conta, hoje, com 9 empresas. Segundo a BOVESPA, esse “é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* superiores ao que é exigido na legislação, para os níveis 1 e 2 de governança

corporativa” . O N1GC foi inaugurado em 26 de Junho de 2001 e conta, atualmente, com a adesão de 34 empresas, e o N2GC, em 26 de Junho de 2002, com a adesão de 8 empresas. (BOVESPA, 2005).

É de se esperar que empresas que adotam praticas de governança corporativa diferenciadas e/ou venham a aderir ao Novo Mercado da BOVESPA, tenham o acesso ao mercado local e internacional facilitado e obtenham uma associação positiva entre os custos despendidos para a implementação dessas estruturas, com os benefícios esperados, dentre eles uma maior liquidez nos títulos emitidos e um menor custo de capital.

Alguns pesquisadores brasileiros discutiram o tema relativo aos benefícios da adesão a padrões diferenciados de governança corporativa ou ao Novo Mercado.

Cabe mencionar que Carvalho (2003) utilizou um estudo de evento para avaliar o efeito da adesão ao Novo Mercado e aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre três aspectos: preço, liquidez e volatilidade, analisando 18 empresas que migraram para os novos níveis de governança corporativa, no período entre junho de 2001 a maio de 2002. Concluiu o autor que “a migração tem impacto sobre a valorização das ações, o aumento do volume de negociação dos títulos e na liquidez”.

Também, elaboraram um estudo de eventos Aguiar et al. (2004), com o objetivo de analisar o impacto da adesão de empresas brasileiras no Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA. A amostra foi composta de 12 empresas que migraram para o N1GC desde a sua criação. Foram analisadas as seguintes variáveis : quantidade, volume em R\$ e preço médio das ações *ex ante* e *ex post* e a conclusão é de que não ocorreram mudanças significativas

nessas variáveis após a mudança das empresas para o Nível 1, sugerindo o autor que as expectativas iniciais das empresas e da BOVESPA “não estão sendo atingidas”.

Um outro tipo de incentivo que se faz oportuno mencionar é o decorrente da iniciativa de certas empresas, interessadas em direcionar produtos ao mercado internacional ou em obter créditos em tais mercados. Essas empresas se deparam com um desafio importante relacionado à adesão voluntária a padrões de publicação contábeis internacionais, tais como o IASB e o USGAAP.

Leuz e Verrecchia (2000) analisaram o impacto nas empresas alemãs, com ações incluídas no Índice da Bolsa de Valores da Alemanha (Índice DAX), que optaram por adotar os padrões de publicação recomendados pelo IAS ou pelo USGAAP. Os autores observaram que as empresas analisadas obtiveram um aumento substancial do volume de ações negociadas associadas a uma redução dos *spreads* de compra e de venda, mantidas sob controle várias características das empresas, tais como: performance e tamanho, entre outras.

No Brasil, cabe mencionar o trabalho de Garcia et al. (2004) que abordaram, através de um estudo de eventos, os benefícios de empresas com dupla listagem. Tais empresas possuíam ações listadas no mercado brasileiro e emitiram *American Depositary Receipts (ADRs)* de nível 1 ou 2 para serem negociadas na Bolsa de Valores Americana (NYSE). Os autores encontraram evidências de que um maior nível de transparência (no caso, o anúncio da emissão do ADR) , tem um impacto na valorização da empresa, na data ao redor do evento.

Vários outros incentivos e reforços são mencionados por Healley et al. (2000), para que os gerentes passem a adotar práticas superiores de divulgação de informações, dentre as quais

podem-se mencionar: a adoção de estruturas de controle e de governança corporativa que venham inibir as ações isoladas que possam acarretar prejuízos à corporação, a atuação dos órgãos reguladores responsabilizando os gerentes por suas decisões, as empresas por meio da oferta de planos de remuneração que incluam o pagamento de bonificação por meio de ações e opções, entre outras.

Faz-se relevante mencionar um dos temas mais polêmicos com relação ao fornecimento de informações voluntárias. Muitos autores, à luz da Teoria do Agente, questionam a confiabilidade das informações voluntárias, uma vez que os gerentes podem escolher quais evidências irão fornecer ao mercado *ex ante* e como reconhecer tais informações como confiáveis e de valor ?

Para Healley et al. (2000) existem mecanismos que auxiliam a aumentar a credibilidade das informações voluntárias, dentre os quais se destacam: a análise do conteúdo das informações por parte dos intermediários, representados pelos analistas de mercado, agências de *rating*, entre outros, e o fato de que as informações podem ser confirmadas quando efetivamente ocorrerem. Os autores destacam o papel dos intermediários que, por força do exercício de suas profissões, demandam das empresas um certo nível de transparência, para que suas funções possam ser exercidas com maior qualidade e acuracidade.

Com o desenvolvimento dos mercados de capitais, os investidores interessados em adquirir ações das empresas, porém com dificuldade de acesso às informações ou sem a qualificação técnica requerida, estimularam o crescimento do mercado de trabalho de profissionais com qualificação técnica e com conhecimento do funcionamento do mercado de capitais.

Um desses profissionais é o de análise de investimentos que segundo, o Código de Ética da APIMEC NACIONAL, é descrito como “a pessoa que profissionalmente avalia, e/ou aplica dados financeiros, econômicos ou estatísticos, como parte da atividade profissional de análise financeira, administração de investimentos, administração de carteiras entre outras atividades profissionais”. Trata-se de profissional especializado que, dentre seus deveres, deve exercer juízo profissional objetivo e independente; evitar esforços para evitar qualquer distorção na divulgação de informações de investimentos e informar prontamente quaisquer mudanças que possam afetar, significativamente, recomendações de investimentos anteriores (APIMEC,2005).

À medida que o mercado foi se sofisticando, foram criadas associações profissionais com Código de Ética específico, objetivando dar credibilidade e padronizar a qualidade dos serviços prestados por esses profissionais, aos interessados. No Brasil, a APIMEC NACIONAL foi criada em Junho de 1988, com a finalidade de congrega todas as APIMECs Regionais (São Paulo, Rio de Janeiro, Minas Gerais, Nordeste, Sul e Distrito Federal).

A jornalista Daniela Camba, em artigo publicado no Jornal Valor de 01 de Junho de 2005, explica o papel atual dos analistas de investimentos e a importância de suas recomendações para os investidores :

“Hoje, com a estabilidade econômica, torna-se cada dia mais importante o trabalho de análise das empresas. Por este motivo, bancos e corretoras estão investindo em suas áreas de análises e sofisticando os métodos de cálculos que buscam encontrar o preço justo para cada uma das ações em bolsa. Como existe um consenso com relação às premissas macroeconômicas, a sintonia fina está exatamente no trabalho de descobrir os números mais próximos possíveis que retratem o futuro da companhia” (CAMBA,2005).

O analista Marcos Elias, da Link Corretora, acredita ser fundamental, para avaliar uma empresa, conhecer sua importância para o governo ou para a economia do País, as vantagens competitivas em relação às concorrentes, se há obstáculos tecnológicos ou problemas regulatórios que ameacem os planos de expansão da empresa, se a empresa está em crescimento e seus planos de expansão são viáveis e factíveis, e se os gestores mostram competência para executá-los, como funciona o sistema de governança corporativa e como a empresa se relaciona com Bancos e com o Mercado de Capitais (ELIAS, Marcos, comentário no artigo da Jornalista Daniela Camba).

Depreende-se dos comentários dos profissionais de análise de investimentos que são inúmeras as informações utilizadas e cada profissional tem preferência por determinado tipo de informação, na análise e elaboração de suas recomendações. Cabe às empresas facilitar o acesso às informações e disponibilizá-las de forma transparente, com qualidade e equanimidade, o que não é uma tarefa simples e fácil.

O prêmio APIMEC, que na oportunidade era chamado de prêmio ABAMEC, uma vez que a APIMEC Nacional ainda não havia sido criada, foi instituído em 1973, com o objetivo de destacar profissionais, empresas e órgãos e contribuir para o aprimoramento técnico e o desenvolvimento do mercado de capitais. Atualmente, o prêmio é concedido em três categorias: profissional de investimento, companhia aberta, profissional de relações com investidor, profissional de imprensa, veículo de comunicação e especial. Em alguns trabalhos acadêmicos, os prêmios distribuídos por essas associações foram utilizados como sinônimo de qualidade e superioridade de práticas de *disclosure*.

No Brasil, por exemplo, destaca-se o trabalho de Fortunato et al. (2004). Os autores estudaram a relação entre qualidade de comunicação das empresas brasileiras de capital aberto e seu valor de mercado. O estudo considerou as empresas brasileiras de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York (*New York Stock Exchange- NYSE*) que foram divididas em dois grupos, premiadas e não premiadas por boa comunicação com o mercado. Para o estudo foram levantados todos os eventos de premiações direcionadas às empresas de capital aberto latino-americanas entre 1999 e 2003. Os autores, embasados nos resultados obtidos por Lang e Lundholm (1996), definiram como qualidade de informação ou transparência a ocorrência das premiações outorgadas pelas instituições: *Morgan Stanley Dean Witter*, ABAMEC Nacional, APIMEC SP, ABRASCA, *MZ Consult*, *Investor Relations Magazine* BOVESPA. Concluíram os autores que a boa comunicação com o mercado está, positivamente, relacionada à liquidez das ações, concordando com Diamond e Verrecchia (1991) e, negativamente, com o Beta, concordando com Carvalho (2003).

Os Estados Unidos lideraram as iniciativas da criação de entidades de profissionais vinculados às atividades relacionadas à análise e divulgação de informações ao mercado. A *Financial Analysts Federation (FAF)* e o *Institute of Chartered Financial Analyst (ICFA)* combinaram esforços no ano de 1990 para formar a *Association for Investment and Management Research (AIMR)*. A partir de 1985, as políticas de *disclosure* das empresas americanas passaram a ser avaliadas por comitês formados por analistas financeiros, separados por tipo de indústria, por meio de questionários e da utilização de *scores*, por fim consolidados em volumes anuais intitulados *Report of the Financial Analysts Federation Corporate Information Committee* (SENGUPTA, 1998).



As informações para elaboração do *Report of the Financial Analysts Federation Corporate Information Committee* eram divididas em três categorias: informação anual publicada; informações trimestrais, *press releases*, relação com investidores etc. Eram avaliados o conteúdo dos relatórios e a pontualidade, através dos seguintes quesitos:

- A clareza e a imparcialidade do conteúdo da carta do presidente, pormenores sobre os objetivos da corporação, produtos, área de atuação geográfica e o nível de detalhes dos relatórios financeiros incluídos no relatório anual;
- Quanto aos relatórios trimestrais e outros informativos eram avaliados: nível de detalhes, disponibilidade de dados, pontualidade, resumo das reuniões do Conselho de Administração, entre outros;
- Quanto ao item Relação com Investidores (RI) eram avaliados: o conhecimento e a disponibilidade dos profissionais de RI, a acessibilidade e imparcialidade na discussão dos assuntos da empresa e a frequência de contacto com analistas.

Cada relatório era composto por dados de uma amostra de aproximadamente 460 empresas de 27 segmentos industriais, listadas no Índice *Standard & Poor's*, com uma média de 13 analistas em cada indústria, avaliando as empresas de seu segmento de atuação. Os relatórios finais consolidados eram enviados pela AIMR às empresas pesquisadas, para o *FASB* e para a *Securities Exchange Commission* (LANG; LUNDHOLM, 1993).

A AIMR deixou de elaborar o painel de dados quantificando o *disclosure* das empresas após 1996 (Cheng et al., 2003), porém diversos estudos utilizaram os *ratings* da AIMR, dentre os quais Lang e Lundholm (1993,1996), Sengupta (1998), Healey et al. (1999) e Botosan e Plumlee (2002).

Lang e Lundholm (1993, 1996) foram os primeiros pesquisadores a utilizar os *ratings* da *AIMR* em pesquisas de dados de corte para examinar o efeito das notas elaboradas por analistas em dados publicados pelas empresas. Os autores utilizaram os relatórios finais da *AIMR*, dos anos de 1985 a 1989, para avaliar uma possível associação entre a qualidade do *disclosure*, o número de analistas financeiros acompanhando a empresa, a dispersão entre os resultados de lucros projetados pelos analistas e os realizados pelas empresas. Concluíram os pesquisadores que as empresas com maior nível de *disclosure* eram acompanhadas por um maior número de analistas, apresentavam menor dispersão nas previsões de lucros e menor volatilidade quando da revisão das previsões de lucros.

Sengupta (1998) investigou 532 empresas não financeiras, listadas no índice *Standard & Poor's*, durante o período de 1987 a 1991, com o objetivo de analisar o custo da dívida. O pesquisador desenvolveu um modelo para identificar uma possível associação entre a qualidade do *disclosure* das empresas, medida pelas notas assinaladas pelos analistas de investimento do *AIMR* e as notas de *rating* de crédito, com as taxas dos títulos de dívida e documentou uma relação negativa significativa entre essas variáveis.

Em 15 de Outubro de 2002, foi criado o índice “*Standard & Poor (S&P) Transparency & Disclosure (T&D)*”, pela empresa *Standard & Poor's*, que passou a prover informações ao mercado sobre as corporações, com relação a práticas de governança corporativa e *disclosure*. Foi formado um painel de dados formado com as respostas a 98 questões sobre os seguintes tópicos: concentração de propriedade, direito a voto e procedimentos da assembleia de acionistas, transparência financeira e *disclosure* de informações, dados relacionados á diretoria, conselho de administração e estrutura de gestão, entre outros (CHENG et al. , 2003).

Os pesquisadores Cheng et al. (2003) efetuaram um estudo utilizando o índice *Standard & Poor's (S&P) - Transparency & Disclosure (T&D)*, com o objetivo de analisar um possível relacionamento entre *disclosure* e custo de capital. Avaliaram o relatório anual do ano de 2002, para uma amostra de 400 empresas não financeiras. Os autores concluíram que os *rankings* de *disclosure* baseados nos relatórios anuais têm um maior peso na associação com o custo de capital e que são positivamente relacionados com esse custo. Esse resultado contradiz os resultados obtidos nos estudos de Botosan (1997), Hail (2002) e outros autores.

O ambiente de mercado cada vez mais complexo e acirrado e as audiências mais exigentes e mais bem informadas demandaram uma nova dinâmica na comunicação da empresa, quase que em tempo real, para uma multiplicidade de públicos estratégicos. Aliada a uma nova percepção de valor; de que o intangível vale mais que o tangível, a comunicação corporativa adequada passou a ser de grande valia para as empresas. Diante dessa nova realidade as empresas, preocupadas em fornecer os dados requeridos pelos agentes do mercado, reagiram criando as áreas de relações com investidores.

O profissional de relações com investidores surgiu à medida que o mercado de capitais incorporou o conceito de que a informação tem valor econômico, aliada a uma crescente demanda por parte dos *stakeholders* e intermediários ávidos por dados, para utilizar nos modelos de precificação de ativos. Esse profissional tem como principal propósito estabelecer uma ligação entre a administração da empresa, os acionistas e seus representantes, e demais agentes que atuam no mercado de capitais e que integram a comunidade financeira nacional e internacional.

A jornalista Vera Brandimarte, em entrevista publicada na Revista RI, destaca que as companhias estão mais preparadas para atender o profissional de imprensa e analistas financeiros em geral e para disponibilizar dados de forma organizada. Segundo a jornalista, o profissional de RI tem um trabalho fundamental no esclarecimento, de maneira didática, das ações, estratégias e resultados da companhia e que a confiança do investidor no mercado de capitais não virá apenas do sucesso em multiplicar as economias com a valorização das ações, mas principalmente pelo possível acesso a todas as informações que lhe permitam ter a noção do risco embutido quando investe nesta ou naquela empresa. (BRANDIMARTE, 2004)

No Brasil, os profissionais de relações com investidores criaram o Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), em 5 de junho de 1997, e essa entidade congrega, hoje, mais de 270 executivos de relações com investidores, que atuam em diversas empresas (IBRI, 2005).

O mercado brasileiro não dispõe de pesquisa para avaliar quais itens poderiam ser classificados como mais importantes pelos usuários da informação no Brasil, ou quais relatórios são os mais utilizados. Pesquisado o *site* do IBRI, foram encontradas duas pesquisas publicadas pela entidade, com destaque para quais são as principais ferramentas e os meios de comunicação mais utilizados pelas empresas e os mais aceitos entre os demandantes das informações. Dentre as ferramentas de comunicação mais utilizadas estão o *website*, *press release* e as reuniões com os analistas.

Cabe mencionar que alguns estudos foram elaborados em posição oposta ao fornecimento voluntário de informações, como, por exemplo, o trabalho elaborado por Evans III e Sridhar (2002). Tais autores questionaram a confiabilidade das informações voluntárias

argumentando que a informação pode ser completamente não informativa até completamente informativa. Para esses autores, a evidenciação ou não da informação depende do equilíbrio entre os custos de entrada de um rival, dos custos legais e de reputação. Assim sob certas circunstâncias, tais como baixos custos legais e baixa preocupação com reputação, as empresas iriam preferir publicar resultados melhores que os efetivamente obtidos.

Fatores desfavoráveis à boa comunicação, como, por exemplo, o custo de elaborar e divulgar a informação, foram abordados por Ho e Michaely (1988, p.4):

“ em um mercado não eficiente, as informações possuem custos para serem produzidas e liberadas, e investidores nem sempre estão dispostos a pagar mais para obter mais informações. A eficiência de mercado vai depender da estrutura de custos para produzir a informação, do comportamento do investidor e do risco do ativo “

(HO ; MICHAELY, 1988, p.4).

Independentemente do questionamento acadêmico sobre a confiabilidade das informações voluntárias, diversos estudos têm sido publicados relacionados ao uso das informações voluntárias e suas conseqüências econômicas.

Dentre os estudos acadêmicos sobre facilidade de acesso ao mercado de capitais por empresas que adotam políticas diferenciadas de publicação de informações ao mercado, destacam-se:

Korajczyk et al. (1992) que desenvolveram um modelo para determinar em que momento as empresas possibilitam que informações privativas sejam publicadas *vis-a-vis* a emissão de títulos no mercado. A conclusão é que empresas com alta qualidade de ativos irão aguardar

até que o mercado tenha o mesmo nível de informação que a empresa possui sobre seus ativos para emitir ações e o oposto ocorre com as empresas com baixa qualidade de ativos.

Frankel, McNichols e Wilson (1995) estudaram a propensão das empresas para publicar informações voluntárias e concluíram que as empresas são mais propensas a informar dados de previsão de resultados quanto mais buscarem acesso ao mercado de capitais. Os resultados sugerem que, apesar de as firmas se beneficiarem ao emitir previsões de ganhos favoráveis, os custos legais e de reputação impedem a prática de publicações otimistas e que não existe grande divergência entre as expectativas dos analistas de mercado e as previsões publicadas pelas empresas.

No Brasil, ainda são poucos os estudos acadêmicos buscando associar as políticas de *disclosure* a eventuais benefícios obtidos pelas empresas.

Silva et al. (2004), buscaram testar uma possível associação entre disseminação de informações financeiras via Internet com a alavancagem financeira, *performance*, tamanho, ou a rentabilidade da empresa. Os autores elaboraram um estudo sobre *disclosure* voluntário com dados de corte com 291 empresas não financeiras, dentre 18 setores de atividade, listadas na Bovespa, no ano de 2002. As informações requeridas foram constituídas pelos dados mais freqüentemente solicitados pelos analistas ou investidores, a saber: relatório anual, relatório trimestral, outros arquivos e *link* para a CVM, dentro de uma ótica da relação das empresas com os investidores. Concluíram os autores que o tamanho da empresa mostrou-se positiva e significativamente associado ao nível de disseminação da informação e contrariando as expectativas iniciais dos pesquisadores, o retorno anual das ações mostrou-se

negativamente associado às variáveis dependentes, indicando que as empresas com menor retorno das ações possuem maior quantidade de informações divulgadas.

Lima e Terra (2004) investigaram, através de um estudo de eventos no mercado de capitais brasileiro, se o conteúdo informacional das demonstrações financeiras, trimestrais e anuais, é capaz de influenciar o processo de precificação das ações. Os autores analisaram 3682 observações do período de 1995 a 2002, representados pelas empresas com maior liquidez na BOVESPA. Duas sub-amostras extraídas da amostra total foram analisadas de acordo com o resultado do exercício divulgado (lucro ou prejuízo), com a finalidade de analisar a reação dos investidores em relação à divulgação das demonstrações financeiras.

Os resultados empíricos obtidos pelos autores indicam que os retornos anormais das ações no dia da divulgação das demonstrações financeiras são estatisticamente insignificantes para a amostra total, corroborando para a hipótese de eficiência do mercado brasileiro de forma semiforte. Entretanto, em relação às sub-amostras do estudo, os pesquisadores, perceberam retornos anormais significantes referentes ao resultado do exercício, indicando que a natureza da informação divulgada é relevante para o mercado confirmar ou não as suas expectativas.

Pode-se perceber pelos trabalhos acadêmicos citados anteriormente que a divulgação de informações é um tema amplo, com diversas ramificações e que tem sido objeto de estudo de inúmeros pesquisadores.

O interesse em particular, nesta dissertação, é avaliar uma possível associação entre *disclosure* e custo de capital, tema sobre o qual se irá discorrer no próximo tópico.

## 2.3 Exame de um possível relacionamento entre *disclosure* e custo de Capital

### 2.3.1 Pressupostos da Teoria da Assimetria Informacional

Na literatura, têm-se duas correntes teóricas de pesquisa que suportam a hipótese de uma associação negativa entre *disclosure* e custo de capital sob a ótica da assimetria informacional (KOTHARI, 2001).

A primeira hipótese sugere que um maior nível de transparência reduz o risco das estimativas que os investidores fazem com relação ao retorno dos ativos e a distribuição de dividendos.

De acordo com os conceitos propostos por Klein e Bawa (1975), quando um investidor obtém as séries temporais de dados necessárias para utilizar nas estimativas do Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM) e do Modelo de Precificação por Arbitragem (APM), e não possui toda a informação necessária para tomar as decisões com relação aos parâmetros para calcular o retorno de um ativo, irá estimar tais dados por meio de uma provável distribuição dos retornos, adicionando um elemento extra de risco em seus cálculos, chamado de risco de estimação.

Nas análises teóricas, essa distribuição, segundo as hipóteses de Van Newman e Morgensten, a escolha ótima para esses investidores é a distribuição que maximiza a função utilidade dos retornos esperados, entretanto, na realidade, na maioria dos casos, a distribuição dos retornos são desconhecidas e são estimadas utilizando dados disponíveis (KLEIN; BAWA, 1975).

Se pelo menos uma parte da estimativa dos componentes para cálculo do risco forem não diversificáveis, ativos com um baixo nível de informação devem ter maior erro associado às



suas estimativas e, portanto, os investidores tendem a atribuir mais risco sistemático a esses ativos e a reduzir sua demanda. (HANDA; LINN, 1993).

A segunda hipótese sugere que a difusão e dispersão da informação não é igual, instantânea e padronizada entre os investidores, como pressupõe o conceito de mercado perfeito e que os investidores incorrem em custos de obtenção da informação e as empresas em custos de distribuição da informação.

Os modelos de precificação de ativos tipicamente assumem que a difusão de qualquer tipo de informação disponível ocorre quase que instantaneamente entre os investidores e que esses reagem com base nessas informações tão logo a tenham recebido (MERTON, 1987). Porém, quando tais investidores tomam conhecimento de uma nova informação, devem decidir se essa informação terá impacto futuro ou não nos preços, o que não é uma tarefa fácil para eles. Esse mesmo investidor precisará ainda determinar se seus ganhos potenciais com o uso dessa nova informação serão suficientes para cobrir o custo de implementação de uma nova estratégia, bem como avaliar o tempo de sua implementação.

O conceito de mercado perfeito, no qual se admite por hipótese que todos investidores têm completa informação e que a informação tem a mesma dispersão, não é e não será uma abstração útil para os analistas financeiros, independentemente do fato de apresentar a melhor descrição disponível do sistema financeiro no longo prazo. Devem os pesquisadores saber que esse modelo não é sensível às complexidades institucionais e que dois tipos de custos, o de coletar dados e o de transmitir a informação de uma parte à outra, podem causar variação de preços e pode ocorrer ineficiência com relação à dispersão e utilização da informação, porém

não é possível afirmar se essa ineficiência com relação à informação será sustentada no longo prazo (MERTON, 1987, p.508).

### 2.3.2 Pressupostos da Teoria da Liquidez dos Títulos

Um outro grupo de pesquisadores defende a hipótese de que a liquidez dos títulos é um fator importante na precificação de um ativo e de que a redução da assimetria informacional pode reduzir o prêmio de risco exigido pelos investidores em um ativo.

Amihud and Mendelson (1991, p.62) esclarecem que:

“ações são ativos que possuem vencimento infinito e que o período pelo qual os investidores irão reter tais ativos é muito variado, porém em equilíbrio, investidores por longo prazo irão investir em ações com menor liquidez, pois podem amortizar os custos de transação por longos períodos“ (AMIHUD ; MENDELSON, 1991, p.62).

Dessa forma, as ações mais líquidas são adquiridas por investidores que buscam o curto prazo. Utilizando o conceito de diferença de *spreads* entre a compra e a venda de ações como uma medida de ausência de liquidez, os autores encontraram uma relação representada por curva crescente e côncava, quando plotados os *spreads* de compra e venda de ações, tendo sido controlado o risco de mercado beta.

Mencionam Amihud e Mendelson (1991) que dentre as diversas alternativas para aumentar a liquidez dos títulos uma delas é a redução da assimetria de informações entre os diversos interessados nos ativos da empresa (*stakeholders*), por meio de um maior nível de *disclosure* de informações privadas, tornando-se públicas, através de relatórios financeiros regulares e anúncios ocasionais. Argumentam os autores que uma maior liquidez está associada a um

menor retorno esperado nos ativos, dessa forma, as empresas teriam incentivo em investir recursos para aumentar a liquidez em seus títulos, de modo a reduzir seus custos de capital. Porém, admitem que as políticas para melhorar a liquidez dos ativos de uma empresa são caras e supostamente devem as empresas avaliar entre os custos das políticas para aumentar a liquidez dos títulos *versus* os ganhos com a implementação de tal iniciativa.

Diamond e Verrecchia (1991) postulam que uma maior qualidade de *disclosure* aumenta a liquidez das ações no mercado acarretando uma redução do custo de capital próprio, seja por meio da redução dos custos de transação ou pelo aumento da demanda das ações da empresa. Para esses autores, um analista avaliando duas ações, uma com baixa liquidez e outra com alta liquidez, tenderá a avaliar esses dois papéis de forma diferente. Esses autores construíram um modelo para contrastar com os conceitos apresentados por Kyle (1985), Glosten e Milgrom (1985) e Adamati e Pfleiderer (1988).

O modelo de Kyle (1985), Glosten e Milgrom (1985) e Adamati e Pfleiderer (1988) tem por hipótese que o mercado possui uma capacidade ilimitada de assumir riscos, o que implicaria que mudanças na liquidez futura nunca influenciariam o custo de capital. O modelo assume por hipótese que o mercado secundário poderia ficar fechado por um longo período de tempo, de forma arbitrária, sem influenciar no preço atual do título. O título pode perder liquidez no mercado, mas é mantido pelos formadores de preço no mercado (*market makers*), que não se preocupam pela liquidez (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991).

Em posição oposta, o modelo desenvolvido por Diamond e Verrecchia (1991) considera a negociação em um mercado ilíquido em que há uma capacidade limitada do mercado assumir riscos pelos formadores de preço que são avessos a risco e incluem o efeito da futura

liquidez dos títulos no seu preço atual, influenciando o custo de capital próprio. Dessa forma, sob certas condições, a redução da assimetria de informação aumenta a liquidez dos títulos e, como consequência, reduz o custo de capital.

Os pesquisadores que utilizaram o conceito de assimetria informacional para buscar evidências sobre uma possível associação entre *disclosure* e custo de capital não conseguiram medir diretamente essa possível associação e utilizaram-se dos chamados testes conjuntos. Primeiramente, efetua-se um teste entre qualidade do *disclosure* e assimetria informacional e entre assimetria informacional e custo de capital (CORE, 2001).

Por exemplo, Healey et al (1999) investigaram 595 empresas não financeiras americanas, integrantes de 23 setores industriais, no período de 1978 a 1991. Tais empresas haviam obtido aumento nas notas médias dos analistas da AIMR por terem apresentado expansão em suas práticas de *disclosure*. Por meio de séries temporais, os autores documentaram que a adoção de um maior nível de *disclosure*, por parte das empresas, reduziu a assimetria informacional e tornou as ações mais atrativas. Os autores, também, documentaram um aumento na liquidez das ações, em conformidade com os resultados obtidos por Barry e Brown (1984), Merton (1987), Diamond e Verrecchia (1991).

Um outro grupo de pesquisadores, dentre os quais destacam-se Botosan (1997), Gebhardt et al. (2001), Botosan e Plumlee (2002), Godê e Mohanram (2001), Hail (2002) e Cheng et al. (2003), buscaram comprovar a associação entre *disclosure* e custo de capital analisando diretamente os componentes do custo de capital. Esses autores fizeram testes com diversas variáveis explicativas com o objetivo de identificar quais seriam significativas para o cálculo do custo de capital. Segundo esses pesquisadores, essa metodologia oferece a vantagem de se

poder calcular a magnitude do efeito de *disclosure* no custo de capital. Para calcular o custo de capital utilizaram o modelo de Dividendos Descontados (MDD) e suas variações, dentre eles, o modelo de Rendimento Residual e o modelo Ohlson-Juettner, que serão apresentados de forma detalhada mais adiante nesta dissertação.

Neste trabalho de pesquisa, foi utilizada a metodologia proposta pelos pesquisadores Botosan (1997), Gebhardt et al. (2001), Botosan e Plumlee (2002), Godê e Mohanram (2001), Hail (2002) e Cheng et al. (2003), cuja descrição completa poderá ser obtida no tópico de definição operacional.

#### **2.4 Das limitações para se medir a variável informação**

Uma limitação importante dos estudos sobre publicação de informações reside na dificuldade de medir a variável informação, dentro da dimensão qualitativa e quantitativa. Do ponto de vista financeiro, não faz sentido medir apenas de forma quantitativa a informação, pois uma maior quantidade de informação irrelevante ou imprecisa implica apenas em maiores custos de produção da informação sem a respectiva contrapartida de uma associação favorável no custo de capital ou no valor da empresa. Por outro lado, a definição de qualidade no que se refere à evidenciação de informações e sua possível mensuração representa um desafio para os pesquisadores, uma vez que o conceito de qualidade é subjetivo e depende da abordagem adotada, o que pode enfraquecer os resultados obtidos na pesquisa (CORE, 2001).

A qualidade do *disclosure* pode ser definida de muitas outras formas como, por exemplo, o grau de acesso em que os investidores possuem as informações ou quão facilmente conseguem interpretar os relatórios financeiros, entre tantas outras.

Como exemplo, podem ser mencionados os pesquisadores Leuz e Verrecchia (2000) que em pesquisa com 102 empresas alemãs listadas no DAX no ano de 1998, separaram as empresas em dois grupos, as que optaram por adotar os padrões de publicação recomendados pelo IAS ou pelo USGAAP ou não, tendo por pressuposto uma maior qualidade de *disclosure* por parte das empresas que adotaram o padrão contábil USGAAP.

Garcia et al. (2004), abordaram, através de um estudo de eventos, os benefícios de empresas com dupla listagem. Tais empresas possuem ações listadas no mercado brasileiro e emitiram *American Depositary Receipts (ADRs)* de nível 1 ou 2 para serem negociados na Bolsa de Valores no mercado americano. Esses autores adotaram como pressuposto que as empresas que emitem ADRs estão obrigadas a adotar práticas internacionais de *disclosure* e, portanto, devem apresentar um maior nível de *disclosure*, seja por exigência legal ou pela demanda dos investidores desses mercados, que são mais experientes e mais exigentes.

Alguns pesquisadores, dentre eles Lang e Lundholm (1993), Welker (1995), Sengupta (1998), Healley et al. (1999) e Botosan e Plumlee (2002) utilizaram uma métrica com base nas notas da *Association for Investment Management and Research (AIMR)*. A AIMR emitia um relatório chamado *Report of the Financial Analysts Federation Corporate Information Committee* que continha o *ranking* de todos os *disclosures* voluntários, por indústria. Tais pesquisadores adotaram esse *ranking* para comparar diferentes padrões de *disclosure* em suas pesquisas.

Pereira (2004) que considerou como tendo um maior nível de divulgação as 10 empresas finalistas do prêmio Transparência promovido pela ANEFAC-FIPECAFI-SERASA. A

escolha das empresas premiadas foi efetuada por um comitê formado de professores da Fundação Instituto de Pesquisas Atuariais e Financeiras (FIECAFI), representantes da Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC) e dos Serviços de Análise de Crédito e Apoio a Negócios (SERASA). O objetivo do autor foi testar uma possível associação entre *disclosure* e a estrutura de capital das empresas e, para tanto, separou a amostra entre empresas premiadas (maior nível de *disclosure*) e não premiadas.

A utilização de notas de analistas de mercado para relatórios publicados pelas empresas é uma das possibilidades para se medir qualidade e quantidade da informação divulgada por elas. Entretanto, o questionamento com relação à utilização de métricas baseadas em notas de analistas é que pode haver subjetividade nos critérios de escolha e na aplicação de notas, por parte deles, uma vez que são considerados intermediários imperfeitos devido a conflito de incentivos (HEALEY et al. , 1999).

As pesquisadoras Botosan (1997) e Hail (2002) decidiram elaborar um índice para quantidade da informação voluntária, tomando por base o relatório anual, para avaliar *disclosure* em suas pesquisas.

O trabalho de Botosan (1997) foi o primeiro publicado sobre um índice de *disclosure* e, portanto, será utilizado como base para descrever os principais conceitos incluídos nesse tipo de índice. O índice de *disclosure* foi chamado pela autora de DSCORE e se constituiu em uma avaliação dos níveis de *disclosure* voluntário apresentado pelas empresas no relatório anual . A autora se baseou nas recomendações da *American Institute of Certified Public Accountants* (AICPA, 1994), nos estudos do *Jenkins Committee Report* e em pesquisas

elaboradas pela *SRI International* (1987), para selecionar os itens informacionais que deveriam ser incluídos no modelo.

Os itens incluídos no DSCORE refletiam as 5 categorias de informações voluntárias identificadas pelos investidores e pelos analistas como úteis nas decisões de investimento, a saber:

- na primeira categoria, foram incluídas as informações de suporte que permitiam contextualizar a gestão da empresa e refletiam os objetivos e a estratégia do negócio, o ambiente de negócios, os principais produtos produzidos e os principais mercados de atuação;
- na segunda categoria de informação, foram incluídos um sumário dos dados financeiros históricos, trimestrais e anuais dos últimos 10 ou 15 anos;
- na terceira categoria de informação, foram incluídos os dados não financeiros, o número de empregados, tipo de compensação, participação de mercado, unidades de produtos vendidas, preço médio por unidade vendida, entre outras;
- foram solicitadas, na quarta categoria, a projeção de dados futuros e de participação de mercado, projeção de fluxo de caixa, despesas de pesquisa e desenvolvimento e de marketing, previsão de lucros e previsão de vendas;
- na quinta e última categoria, foram agrupadas as discussões e as análises dos gerentes sobre as variações em vendas, receitas operacionais, custo de produtos vendidos, lucro bruto, despesas administrativas, inventário, contas a receber, despesas de pesquisa e desenvolvimento, participação de mercado e, finalmente, lucro líquido.

Botosan (1997) limitou o índice de *disclosure* a itens que todas as empresas da amostra poderiam escolher para divulgar e definiu que as empresas não receberiam mais pontos, por



mais de uma referência, ao mesmo item de *disclosure*. O peso adotado para as informações quantitativas foi maior do que para as qualitativas, pois a autora considerou que informações precisas eram mais úteis e mais críveis. O total de pontos que uma empresa poderia receber ficou entre 1 a 5 pontos.

Botosan (1997) admitiu em seu trabalho de pesquisa que qualquer critério de pontuação poderia estar sujeito a um *viés* e, portanto, sujeito a críticas e propôs um teste de validação ao índice de *disclosure*. Tais testes foram efetuados pela autora baseados no trabalho de Ahmed (1995). Para a autora, o índice de *disclosure* por ela criado deveria estar positivamente correlacionado com as seguintes variáveis: tamanho da empresa, alavancagem, tamanho da empresa de auditoria acompanhando a empresa e tipo de listagem na Bolsa de Valores em que a ação da empresa é negociada.

No Brasil, não existe disponível um índice de *disclosure* como o publicado pela *AIMR* e pela *SP&TD*, mencionados anteriormente neste trabalho. Porém, tomando-se por base os itens analisados e mencionados pela *AIMR* e *SP&TD* e pelas informações requeridas na pesquisa de Botosan (1997), buscou-se analisar dentre as publicações com notas de analistas e premiações por qualidade de informação publicada, existentes no Brasil, quais premiações poderiam ser elegíveis a se constituir em um índice de *disclosure*. Optou-se por analisar mais profundamente os critérios utilizados pela ABRASCA em suas premiações, com o objetivo de adotar os mesmos como uma possível metodologia para um índice de *disclosure*.

O prêmio ABRASCA foi instituído no ano de 1999 pela Associação Brasileira de Companhias Abertas (ABRASCA) e se destina a premiar os melhores relatórios anuais, distribuídos de forma impressa ou *on-line*, considerando essencialmente o conteúdo dos

relatórios publicados, com relação aos quesitos: maior clareza, transparência, qualidade e quantidade de informações e caráter inovador, tanto na apresentação expositiva, quanto no projeto gráfico. Qualquer empresa de capital aberto ou fechado, quer seja associada ou não da ABRASCA, pode se inscrever ao prêmio, mediante a apresentação de uma ficha de inscrição, anexando 6 vias do relatório que será objeto de análise para a premiação. Todas as inscrições são aceitas e as empresas estão sujeitas apenas à desclassificação, se o relatório apresentado não estiver completo, ou seja, se faltar um item obrigatório, conforme regulamento da CVM.

As empresas abertas que apresentarem os cinco melhores relatórios anuais e as companhias fechadas que apresentarem os dois melhores relatórios anuais, receberão prêmios que consistem em um troféu; a possibilidade de exibir o logo de vencedora do prêmio na divulgação na mídia e desconto especial na anuidade ABRASCA, caso seja uma empresa associada.

Segundo o coordenador técnico do prêmio, Professor Lélío Lauretti, a função básica do prêmio não é premiar, mas “educar”. À medida que os itens propostos para avaliação passam a ser adotados pela maioria das empresas, são alteradas as respectivas pontuações para “menos”. Segundo o professor, um bom exemplo é o “fluxo de caixa”, hoje presente em quase todos os relatórios. Inicialmente, valia 10 pontos e atualmente vale 4. Por outro lado, certos itens, como “governança corporativa” ou “gestão de riscos”, foram introduzidos com pontuação reduzida e nos anos seguintes tiveram seu peso elevado (LAURETTI,LELIO, 2005).

As entidades apoiadoras do evento são as seguintes:

- Associação Nacional de Investidores do Mercado de Capitais (ANIMEC). Essa associação foi fundada em 1999 e tem como principal objetivo representar os investidores minoritários do mercado brasileiro de capitais, visando à defesa dos interesses desses investidores, junto a entidades reguladoras, órgão do poder legislativo e a CVM (ANIMEC,2005);
- Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade (ANEFAC), fundada em 1976. É uma associação com fins técnicos, que busca estabelecer intercâmbio entre os executivos de Finanças (ANEFAC,2005);
- Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais de São Paulo (APIMEC- São Paulo), fundada em 1979. É uma associação sem fins lucrativos e com fins técnicos, culturais e sociais, que busca estabelecer padrões de conduta ética e profissional para os profissionais de análise de investimento do mercado de capitais (APIMEC,2005);
- Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (BOVESPA);
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) , associação fundada em 1995, com o objetivo de contribuir para otimizar e divulgar o conceito de governança corporativa nas empresas do país (IBGC,2005);
- Instituto Brasileiro de Relações com Investidores (IBRI), foi fundado em 5 de junho de 1997. A entidade congrega, hoje, mais de 270 executivos de relações com investidores que atuam em diversas empresas (IBRI,2005);
- Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças do Estado de São Paulo (IBEF São Paulo), associação fundada em 1971, que congrega atualmente 1200 executivos de finanças, das principais empresas brasileiras (IBEF,2005);

- Instituto Nacional dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), associação fundada em 1971, que congrega profissionais de diversas atividades, com interesse no aprimoramento das normas técnicas de contabilidade e de auditoria (IBRACON, 2005).

Segundo a ABRASCA, os itens avaliados no questionário são os que apresentam as informações mais freqüentes dos relatórios anuais emitidos pelas empresas brasileiras objeto da análise, constituindo-se, assim, em uma amostra das práticas mais utilizadas pelas empresas ao se comunicarem por meio do relatório anual.

A empresa Thomson Financial, líder em consultoria na área de RI no País e uma das principais empresas especializadas em relatórios anuais, realizou um *workshop*, no dia 22 de setembro de 2004, no auditório da Bovespa, logo após a entrega do 6º. Prêmio de Melhor Relatório Anual, promovido pela ABRASCA, com representantes de diversas empresas como debatedores. O objetivo do encontro foi discutir quais informações deveriam constar do relatório anual e para quem se destinaria essa peça de comunicação (NOGUEIRA, 2004).

Os debatedores foram unânimes ao afirmar que o relatório anual deve atender a todas as partes interessadas nos ativos da empresa e contemplar informações estratégicas, fazer constar as práticas de governança corporativa, gestão de riscos, mencionar quais são os ativos intangíveis e incluir uma análise setorial que permita ao leitor avaliar a empresa dentro de seu setor de atuação.

O detalhamento das informações recomendadas pelo grupo de debatedores foi o seguinte:

- Os assuntos devem ocupar espaço proporcional à importância que tenham para a empresa e as informações financeiras devem ocupar posição relevante, uma vez que o principal foco do relatório anual deve ser o conteúdo econômico;
- Com relação às informações estratégicas, a empresa deve definir diretrizes e metas e falar sobre sistemas de controle, explicando como funcionam e por que são adequados;
- As informações de qualidade de gestão devem contemplar a formação e a experiência dos executivos com poder de comando, o que ratifica a qualidade da gestão;
- As informações sobre gestão de risco devem exibir claramente quais os riscos a que a empresa está sujeita e o que está sendo feito para reduzir esses riscos de modo a transmitir ao leitor que a empresa entende e administra, adequadamente, os riscos de seu negócio;
- Os ativos intangíveis têm se tornado fator diferencial entre as empresas e, a cada ano, o peso de marcas e patentes, patrimônio humano, competitividade ou potencial para inovações tecnológicas, ganha destaque e podem garantir o sucesso e a continuidade das empresas e, portanto, não devem deixar de ser mencionados no relatório anual;
- O projeto gráfico é também bastante valorizado e para o prêmio ABRASCA contam pontos em itens como leitura fácil, visual agradável e bom equilíbrio entre imagem e texto.

Ao longo deste trabalho de pesquisa, decidiu-se adotar as pontuações do prêmio ABRASCA como um dos índices de *disclosure* a serem utilizados.

Optou-se por adotar, também, dois outros índices de *disclosure*, tendo como embasamento teórico o trabalho de Leuz e Verrecchia (2000) e Garcia et al. (2004). Foram incluídas duas variáveis *dummy* separando as empresas que emitem ou não ADRs, e as empresas que

aderiram ou não ao Novo Mercado. Adicionalmente, foi incluída uma terceira variável *dummy* separando as empresas que apresentaram ou não relatório para apreciação ao prêmio ABRASCA de 2003.

Os demais pesquisadores nos quais este trabalho de pesquisa se inspirou, dentre eles, Godê e Moharam (2001) e Gebhardt et al. (2001), utilizaram como índice de *disclosure* o número de analistas acompanhando a empresa. Como no Brasil esse número não estava disponível, optou-se pela adoção das variáveis *dummy* mencionadas no parágrafo anterior.

### **3. MÉTODOS ALTERNATIVOS PARA O CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL**

Considerando que o objetivo deste trabalho é avaliar uma possível associação entre um maior nível de transparência e o custo de capital das empresas, faz-se imperativo discutir os métodos alternativos para o cálculo do custo de capital, mais especificamente, o custo de capital próprio.

Segundo Damodaran (2004), as empresas levantam recursos tanto de investidores em capital próprio quanto de financiadores para custear seus investimentos. Ambos os grupos de investidores fazem seus investimentos esperando obter retorno. O retorno esperado por investidores em capital próprio inclui um prêmio para o risco de capital próprio no investimento e é chamado de custo de custo de capital próprio. Similarmente, o retorno que os financiadores desejam obter sobre seus investimentos inclui um prêmio de risco de não-pagamento e é chamado de custo de dívida. O custo composto de financiamento total que uma empresa contrai será uma média ponderada de custos de diferentes componentes de financiamento, incluindo dívida, ações e títulos híbridos.

Quando um investidor compra ações ou assume uma posição acionária em uma empresa está exposto a muitos riscos. Algum risco pode afetar apenas uma ou poucas empresas ou um setor e é classificado como risco específico da empresa ou do setor, porém existe outro risco que é muito mais difuso e afeta muitos investidores, quando não a todos, e esse risco é denominado de risco de mercado. À medida que o investidor expande sua carteira incluindo outros ativos ou ações, está diversificando, e agindo assim pode reduzir sua exposição ao risco específico de uma empresa. Em carteiras muito grandes, o risco de uma empresa pode ser rateado a valores próximos de zero e não afetará o valor da carteira. A carteira ótima é estabelecida

como sendo aquela que minimiza a variância em relação ao nível de retorno esperado. As carteiras derivadas desse processo são chamadas de carteiras de Markowitz e são consideradas eficientes porque maximizam os retornos esperados para um certo desvio-padrão e todo conjunto de carteiras é referido como a fronteira eficiente (DAMODARAN, 2004).

A maioria dos modelos de risco e retorno utilizados em finanças corporativas concorda entre si em duas etapas do processo de análise de risco, isto é, que risco vem da distribuição de retornos reais em torno do retorno esperado e que risco deve ser mensurado a partir da perspectiva do investidor individual que é bem diversificado.

### **3.1 Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM)**

O Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM), atribuído em sua versão inicial a Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), é amplamente utilizado em processos de estimação de taxas de desconto como metodologia para mensuração de risco de mercado. O modelo supõe que: não existem custos de negociação, todos os ativos são negociados, os investimentos são infinitamente divisíveis, todos têm acesso às mesmas informações e os investidores, portanto, não podem encontrar ativos subvalorizados ou supervalorizados no mercado (DAMODARAN, 2004).

O fato de que todo investidor mantém alguma combinação do ativo livre de risco e da carteira de investimentos do mercado permite elaborar uma relação linear entre o retorno esperado sobre um ativo, em função da taxa livre de risco e do beta do ativo.

$$r(E_i) = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (1)$$



em que :

$r(E_i)$  = retorno esperado com relação ao ativo  $i$ ;

$r_f$  = retorno do ativo livre de risco;

$\beta$  = beta do investimento  $i$  e

$r_m$  = retorno esperado da carteira de mercado.

Como se sabe, a equação em questão diz que o retorno exigido de qualquer ativo é igual à taxa de retorno livre de risco, mais um prêmio por risco não diversificável, por sua vez resultante da multiplicação entre excedente esperado de retorno da carteira de mercado e o grau de risco não diversificável desse ativo, ou seja, o beta do ativo. Portanto, há apenas um fator de risco, proporcional à quantidade de risco não diversificável do ativo, e esse fator é o risco da carteira de mercado.

O modelo CAPM requer três insumos:

- Ativo Livre de Risco: é um ativo no qual o investidor conhece antecipadamente o retorno esperado durante o período de tempo do investimento;
- Prêmio de Risco : é o prêmio demandado por investidores para investir na carteira de investimentos de mercado, em vez de investir em um ativo sem risco;
- O Beta que mensura o risco agregado por um investimento à carteira de investimentos do mercado.

A ativo livre de risco é a taxa sobre o título do governo de cupom zero em combinação com o horizonte de tempo do fluxo de caixa em questão. Uma vez que o único fluxo de caixa é o principal, sobre o título não há risco de não pagamento, nem de reinvestimento. Na prática,

deve-se utilizar a taxa de cupom zero de 1 ano para o fluxo de caixa de 1 ano, a taxa de cupom zero de 2 anos para o fluxo de caixa de 2 anos e assim por diante. Ao se utilizar uma taxa de título de governo de longo prazo, será obtida uma aproximação maior em relação ao verdadeiro valor (DAMODARAN, 2004).

Quando há risco soberano, Damodaran (2004) propõe duas formas para se calcular a taxa de risco zero. A primeira é fazer todo o fluxo de caixa em moeda diferente (como, por exemplo, o dólar norte-americano) em que uma taxa de risco zero é mais fácil de se obter. A segunda é encontrar uma taxa em que as maiores e mais seguras empresas naquele país possam tomar emprestado a longo prazo em moeda local e reduzi-la aplicando um pequeno prêmio de não pagamento para se chegar à taxa de risco zero. A taxa de risco zero deve ser definida nos mesmos termos que os fluxos de caixa. Se a análise é feita em termos de dólares, a taxa de risco zero deve ser uma taxa de um título do governo americano, se os fluxos de caixa são em reais, a taxa de risco zero deve ser em reais. Mesmo no caso de países como o Brasil, que possuem títulos do governo emitidos nos Estados Unidos, os C-Bonds, quando os fluxos de caixa forem em dólares, deve-se usar um título de risco zero do governo americano e não o C-Bond, pois os C-Bonds pagam um prêmio de risco por inadimplência.

Outra escolha importante recomendada por Damodaran (2004), refere-se aos fluxos de caixa. Se esses são reais, isto é, os fluxos de caixa são estimados como se não existisse inflação na moeda, a taxa de risco zero tem de ser uma taxa sem risco real, que pode ser obtida de duas formas:

- Se existem títulos livres de não pagamento que garantem uma taxa real, esta é uma taxa de risco zero real. O autor exemplifica que nos Estados Unidos, por exemplo, existem

títulos do tesouro protegidos contra a inflação pelos quais o portador recebe uma taxa real garantida, em vez de uma taxa nominal garantida.

- Caso não existam títulos que paguem uma taxa real garantida, é possível aproximar-se da taxa real garantida, por meio da taxa de crescimento real a longo prazo da economia.

Outro insumo importante a ser utilizado no CAPM é o prêmio de risco de mercado, que mensura o “retorno extra” que seria exigido pelos investidores para transferir seus recursos de um investimento sem risco para um investimento com risco.

Damadoran (2004) expõe duas formas para se estimar os prêmios de risco no CAPM. Uma é através do cálculo do chamado prêmio histórico, utilizando-se dados passados e estimando-se o prêmio obtido por investimentos arriscados (ações) em relação aos investimentos livres de risco e a outra forma é utilizar o prêmio extraído examinando como os mercados precificam ativos de risco hoje, que é chamado de prêmio implícito.

No CAPM, o prêmio de risco é definido como a diferença entre os retornos médios sobre as ações e os retornos médios sobre títulos de risco zero para um longo período histórico. O cálculo segue as seguintes etapas: definição de período de tempo para as estimativas, cálculo do retorno médio de ações e retorno médio de um ativo de risco zero, para o período estabelecido e, por último, calcula-se a diferença entre os retornos sobre as ações e o retorno sem risco, sendo essa diferença chamada de prêmio de risco prefixado. No cálculo dos retornos médios em períodos passados, recomenda o autor utilizar a média geométrica, porém existe discordância entre os autores e alguns recomendam o uso da média aritmética (DAMODARAN, 2004).

Damodaran (2004) recomenda que para se calcular o prêmio de risco que um investidor teria obtido no Brasil, no período de 1987 a 1998, sejam tomados cuidados especiais, uma vez que a economia brasileira passou por mudanças substanciais, saindo de um ambiente de hiperinflação nos anos 80 para uma economia de inflação baixa. Logo, o prêmio de risco histórico poderia não ser de muita utilidade uma vez que não poderá ser utilizado para projetar eventos futuros.

Nesse caso o autor recomenda usar a classificação de risco adotada para o País pelas agências classificadoras, como a *Standard & Poor's* e *Moody's* e ajustar o *spread* de inadimplência do País para refletir a volatilidade do mercado de capital próprio. O capital próprio é geralmente mais arriscado do que a dívida emitida pelo mesmo País.

Para mensurar a volatilidade média de capital próprio, usa-se uma medida simples, baseada em desvios-padrão dos mercados de ações e títulos desse País, por meio da seguinte fórmula:

$$VMCP = DVPCP \div DVPTLP \quad (2)$$

em que :

$VMCP$  = volatilidade média do Capital Próprio ;

$DVPCP$  = desvio-padrão do mercado de Capital Próprio do País e

$DVPTLP$  = desvio-padrão do mercado de títulos de longo prazo do País.

Por exemplo:

A volatilidade relativa do mercado de capital próprio brasileiro para 1998 foi estimada a partir do desvio-padrão das ações brasileiras estimado em 43,2%, calculado a partir dos dados dos

retornos semanais no período de 1997 a 1998. O do desvio-padrão do preço do título de longo prazo brasileiro para o mesmo período foi 23,6%. A volatilidade média do capital próprio para o Brasil é de 1,83. (43,2%/ 23,6%).

O prêmio de risco do capital próprio do País deve ser calculado pela seguinte equação segundo Damodaran (2004):

$$PRCP = SIP \times VMCP \quad (3)$$

em que:

$PRCP$  = prêmio de risco do capital próprio do País e

$SIP$  = spread de inadimplência do País

Se o *spread* de inadimplência do País, conforme classificação da *Moody's*, for 5%, deve-se multiplicar esse *spread* pela volatilidade média do capital próprio para se obter o prêmio de risco de capital próprio do País. No caso brasileiro, no exemplo exposto pelo autor foi de 5% x 1,83 = 9,15% ao ano, para o ano de 1998. Esse prêmio mede, unicamente, o risco dos investimentos em capital próprio do País.

Caso se queira calcular o Prêmio do Risco Total do País, Damodaran (2004) recomenda utilizar a equação:

$$PRTP = PRMM + PRCP \quad (4)$$

em que:

$PRTP$  = prêmio de risco total do País ;

$PRMM$  = prêmio de risco de um mercado maduro e

$PRCP$  = prêmio de risco do capital próprio do País.

Damodaran (2004) cita como exemplo de mercado maduro os Estados Unidos. Se o prêmio de risco nos Estados Unidos para o período de cálculo do exemplo acima for 6% ao ano, o prêmio de risco total do Brasil para 1998 seria  $9,15\% + 6,0\% = 15,15\%$  ao ano.

O risco sistêmico é medido no modelo CAPM por um fator chamado Beta. Beta é função da relação entre o retorno de um ativo ou ação individual e o retorno de mercado medido por um índice amplo de mercado, como o índice composto *Standard & Poor's* ou, no caso do mercado Brasileiro, o índice BOVESPA.

O Beta pode ser definido, matematicamente, pela seguinte relação:

$$\beta = \frac{\text{cov}(R_n, R_m)}{\sigma_m^2} \quad (5)$$

em que:

$\beta$  = beta;

$\text{cov}(R_n, R_m)$  = covariância do retorno do ativo n com o retorno do mercado;

$R_n$  = retorno do ativo n e

$R_m$  = retorno do mercado.

Neste trabalho, o prêmio de risco de investimento em capital próprio para o país será calculado utilizando a classificação de risco adotada para o País publicada pela agência classificadora *Moody's*. Dessa forma, o custo de capital será calculado pela equação (1) modificada, conforme sugerido em Damodaran (2004):

$$r(Ei) = rf + \beta(PRTP) \quad (6)$$

(

onde  $r_f$  representa o ativo livre de risco em um mercado maduro, por exemplo os Estados Unidos e  $PRTP$  representa o prêmio de risco total do País calculado pela equação (4).

## 3.2 Modelo de Dividendos Descontados

### 3.2.1 Modelo de Crescimento de Gordon

O modelo de avaliação de um ativo, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2002), pode ser determinado pelo valor presente dos fluxos de caixa futuros e, no caso das ações, dos fluxos de caixa dos dividendos esperados. Esse modelo é chamado de Dividendos Descontados (MDD) e a formulação proposta no modelo é a seguinte:

$$P_o = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Div_t}{(1 + Ke)^t} \quad (7)$$

em que:

$P_o$  = preço corrente da ação;

$Div_t$  = dividendos do próximo período e

$Ke$  = taxa de retorno exigida pelo investidor em Capital Próprio.

Uma vez que o preço corrente da ação  $P_o$  é uma variável observável, o valor de  $Ke$  pode ser obtido, desde que sejam conhecidas as projeções futuras de dividendos.

Os pesquisadores reconhecem que é difícil projetar os dividendos futuros esperados. Para simplificar o problema, o modelo de desconto de dividendos pode se dividir em três diferentes

casos conforme os fluxos de caixa esperados: constantes, com crescimentos constantes a uma taxa  $g$  de crescimento e com crescimento variável.

O valor de uma ação com um dividendo com crescimento constante a uma taxa  $g$  é dado por:

$$P_o = \frac{Div_1}{(Ke-G)} \quad (8)$$

em que:

$P_o$  = preço corrente da ação;

$Div_1$  = dividendos do próximo período;

$Ke$  = taxa de retorno exigida pelo investidor em Capital Próprio e

$G$  = taxa de crescimento de dividendos.

Esse modelo é conhecido como o modelo de crescimento de Gordon, é um modelo simples mas limitado, visto que só pode avaliar empresas que paguem dividendos e apenas quando há expectativa de que esses cresçam a uma taxa constante (DAMODARAN, 2004).

A utilização da hipótese de dividendos constantes é útil e prática, porém as empresas passam por diferentes estágios que podem ser representados por diferentes estimativas de dividendos.

Nos primeiros anos de vida, as empresas, normalmente, apresentam um baixo índice de distribuição de dividendos, pois precisam investir. Em oposição, empresas mais maduras podem não dispor de muitas oportunidades de investimento e assim decidir aumentar a distribuição de dividendos.



Ross, Westerfield e Jaffe (2002) recomendam considerar a projeção de lucros para o próximo ano como igual à deste ano, a menos que sejam feitos investimentos líquidos. Essa situação segundo os autores é bastante plausível e conduz à seguinte equação:

$$LPRA = LAC + LRAC \times TRLR \quad (9)$$

em que:

$LPRA$  = lucro do próximo ano;

$LAC$  = lucro no ano corrente;

$LRAC$  = lucro retido no ano corrente e

$TRLR$  = taxa de retorno sobre o lucro retido.

Assumindo-se que os lucros retidos reinvestidos estejam sujeitos aos mesmos retornos correntes (mesmo ROE), a taxa de crescimento de dividendos ( $G$ ) por ser estimada como :

$$G = (1-\rho) \times ROE \quad (10)$$

em que:

$\rho$  = índice de distribuição de dividendos (*pay out*);

$\rho = 1-D/L$  em que  $D/L$  = representa dividendos distribuídos divididos pelo lucro (11);

$ROE$  = retorno sobre o patrimônio líquido, representa  $\frac{LL}{PLi}$  (12);

$LL$  = lucro líquido do ano e

$PLi$  = patrimônio líquido no início do período.

O custo de capital próprio, dessa forma, pode ser estimado pela seguinte fórmula:

$$Ke = \frac{Div_1}{P_o} + (1-\rho) \times ROE \quad (13)$$

em que :

$Div_1$  = dividendos para o próximo período.

### 3.2.2 Modelos Derivados do Modelo de Dividendos Descontados: Ohlson e Juettner

Ao longo da pesquisa do referencial teórico para esta dissertação foram encontrados outros métodos para se calcular o custo de capital. Cabe ressaltar que tais alternativas são decorrentes do Modelo de Dividendos Descontados e foram apresentadas como opções para se calcular o custo de capital, tendo como perspectiva a obtenção de determinadas informações disponíveis no mercado americano, ou no balanço de pagamentos de modo a simplificar os cálculos.

Um desses modelos é o proposto por Ohlson e Juettner (2000), que utiliza o lucro esperado por ação. Os aspectos mais relevantes do modelo Ohlson-Juettner (2000) são citados abaixo para conveniência dos leitores:

$$Ke = \frac{Y-1}{2} + \sqrt{\left(\frac{Y-1}{2}\right)^2 + \frac{EPS_{t+1}}{P_t} \times (G_2 - (Y-1))} \quad (14)$$

em que:

$Y = 1 + G$  = taxa de crescimento perpétuo da empresa;

$G_2 = \left(\frac{EPS_{t+2} - EPS_{t+1}}{EPS_{t+1}}\right)$ ;

$EPS_t$  = projeção do lucro por ação para o período t;

$P_t$  = preço do ativo na data t e

$Ke$  = custo de capital .

O modelo Ohlson-Juettner foi utilizado pelos pesquisadores Godê e Mohanram (2001) para calcular o custo de capital de uma amostra inicial de 250 empresas listadas no índice *Standard & Poor's*, no período de 1984 a 1998.

Posteriormente, Cheng, Collins e Huang (2003) utilizaram a fórmula proposta por Ohlson-Juettner(2000) em um estudo com o objetivo de analisar um possível relacionamento entre o índice de *disclosure* publicado pela *Standard & Poor's* e o custo de capital de 400 empresas listadas naquele índice.

A escolha do modelo a ser utilizado no cálculo do custo de capital está intimamente relacionada aos objetivos inicialmente traçados no trabalho de pesquisa.

Se como objetivo inicial interessa ao pesquisador utilizar uma metodologia para analisar as variações no custo de capital, pode-se utilizar, por exemplo, o conceito de aumento na liquidez das ações, embasados nos trabalhos de assimetria de informação, sendo, nesse caso o modelo CAPM o mais recomendado pelos pesquisadores, conforme mencionado anteriormente neste trabalho.

Caso queira o pesquisador determinar a magnitude do efeito de *disclosure* no custo de capital da empresa, o modelo de Desconto de Dividendos (MDD), o modelo de Rendimento Residual e o modelo Ohlson-Juettner, são alternativas já testadas anteriormente e que podem ser aplicadas ao mercado brasileiro. Porém, uma das maiores dificuldades que o pesquisador brasileiro irá enfrentar está na obtenção de dados contábeis confiáveis.

Neste trabalho de pesquisa foram efetuados testes utilizando o CAPM, o modelo de Descontos de Dividendos (Gordon) com taxa de crescimento constante e o modelo Ohlson-Juettner. Tal escolha deveu-se, exclusivamente, à disponibilidade de dados para a realização dos testes empíricos.

### 3.3 Exame da relação entre custo de capital e as várias características da empresa.

Uma vez definido o modelo a ser adotado para o cálculo do custo de capital deve o pesquisador analisar como o custo de capital varia entre as diversas indústrias e diferentes empresas. Os pesquisadores: Botosan (1997), Hail (2002), Gebhardt et al. (2000) e Gode e Mohanram (2001), buscaram testar diferentes características das empresas em seus estudos, como candidatas a variáveis explicativas para o cálculo do custo de capital.

As principais variáveis foram listadas no Quadro 1 abaixo:

<b>Quadro 1. Características das empresas analisadas por Botosan, Gehardt et al. e Godê e Mohanram</b>	
Variável	Definição Operacional
Beta <sup>123</sup>	Volatilidade dos retornos do mercado, conhecido como risco sistemático
Índice Dívida/ Patrimônio Líquido <sup>123</sup>	Índice que representa a razão entre débito de longo prazo e Patrimônio Líquido
Índice Valor Contábil/Valor de Mercado <sup>13</sup>	Índice que representa a razão entre o valor contábil dos ativos e o valor de mercado da empresa
Total Ativos <sup>1</sup>	Valor contábil dos ativos
Vendas Totais <sup>13</sup>	Volume médio de vendas do ano anterior
Valor de Mercado <sup>123</sup>	Quantidade de ações escrituradas vezes o preço ponderado por ação.
Ambiente Informacional <sup>123</sup>	Número de analistas acompanhando a empresa
Varição em Lucro por ação <sup>3</sup>	É um coeficiente que representa a razão entre a média do lucro anual dos últimos 5 anos dividida pelo desvio-padrão.
Dispersão de Previsão de Lucros <sup>3</sup>	É um coeficiente que representa a variação existente na previsão de lucro na data de análise (junho).
Média absoluta dos erros das Projeções de Lucros <sup>3</sup>	Média absoluta dos erros nas projeções de lucros dos últimos 5 anos, comparada com os lucros realizados, para determinar o erro e obter seu valor absoluto e posteriormente sua média.
Varição do Retorno dos Ativos <sup>2</sup>	Índice que representa a razão entre o Retorno dos Ativos dividido pelo desvio-padrão.
Varição do Lucro por Ação <sup>2</sup>	Índice que representa a razão entre o Lucro Por Ação dividido pelo desvio-padrão.
Varição do Retorno sobre PL <sup>2</sup>	Índice que representa a razão entre o Retorno sobre o

	patrimônio líquido dividido pelo desvio-padrão.
Taxa de Crescimento de Longo Prazo (g) <sup>3</sup>	Previsão da taxa de crescimento de longo prazo, publicada pelo IBES.

Fonte : <sup>1</sup> Botosan (1997) <sup>2</sup> Godê e Mohanram(2001) <sup>3</sup> Gebhardt et al. (2001)

Nos trabalhos de Botosan (1997), mostraram-se significantes na pesquisa: o valor de mercado, o número de analistas acompanhando a empresa, o índice Dívida/Patrimônio Líquido e Beta.

Devido á possível correlação entre as diversas variáveis relacionadas ás características das empresas, Gebhardt et al. (2001), efetuaram testes multivariados em suas análises. As seguintes características das empresas foram estatisticamente significantes dentre os 4 modelos analisados : dispersão das projeções de lucros, índice valor contábil/valor de mercado, média do prêmio de risco da indústria e taxa de crescimento de longo prazo.

Cabe mencionar, também, o trabalho de Godê e Mohanram (2001) que utilizaram como variáveis: o beta de mercado e o número de analistas acompanhando a empresa; como metodologia para o índice de *disclosure* e a estabilidade dos lucros representada pelas variáveis: variação do retorno sobre ativos (ROA), variação dos retorno sobre patrimônio líquido (ROE), variação do Lucro por ação (LPA) e crescimento do lucro por ação (LPAC), para os 5 anos anteriores à data-base da pesquisa.

Godê e Mohanram (2001) confirmaram a hipótese de que Beta, variabilidade de lucros e índice dívida/patrimônio líquido apresentaram sinal positivo e, portanto, aumentaram o custo de capital e de que um maior número de analistas acompanhando a empresa, reduziu o custo de capital. Destacaram-se no trabalho desses autores, os esforços no sentido de separar os resultados por indústria e os efeitos de risco sistemático e não sistemático.

Nesta pesquisa, foram selecionadas para compor o quadro de variáveis independentes a serem testadas as seguintes variáveis, com base nos trabalhos dos pesquisadores acima mencionados:

- Variáveis relacionadas ao tamanho da empresa: valor de Mercado, valor do patrimônio líquido, valor total dos ativos;
- Variáveis relacionadas a risco : beta não alavancado, índice de alavancagem;
- Variáveis relacionadas com resultados : taxa de crescimento de dividendos (G) , variação do lucro por ação, variação do retorno dos ativos e variação do resultado do patrimônio líquido.

Não foram escolhidas as variáveis explicativas que dependiam da publicação de dados de analistas financeiros ou de projeção de resultados, uma vez que estes dados não se encontravam disponíveis no mercado brasileiro.

A definição detalhada dessas variáveis foi efetuada no capítulo 4: Procedimentos Metodológicos.

## 4. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

### 4.1. Fundamentação Teórica

Cada abordagem ou busca admite níveis diferentes de aprofundamento e enfoques específicos conforme o objeto de estudo, objetivos visados e à qualificação do pesquisador. É natural, pois, existência de inumeráveis tipos de pesquisa (CERVO : BERVIAN, 2002).

Considerando como critério de classificação o procedimento geral que é utilizado para investigar o problema de pesquisa, Cervo e Bervian (2002), distinguem três tipos de pesquisa: Bibliográfica, Descritiva e Experimental.

A pesquisa bibliográfica procura explicar um problema a partir de referências teóricas publicadas em documentos. Essa pesquisa é meio de formação por excelência e constitui o procedimento básico para os estudos monográficos, pelos quais se busca o domínio sobre determinado tema (CERVO ; BERVIAN, 2002).

Kôche (1997) relata que a pesquisa descritiva não experimental estuda as relações entre duas ou mais variáveis de um dado fenômeno sem manipulá-las. Segundo o autor, a pesquisa descritiva não efetua a manipulação a *priori* das variáveis, ou seja, a constatação de sua manifestação é realizada a *posteriori*.

A pesquisa experimental caracteriza-se por manipular diretamente as variáveis relacionadas com o objeto de estudo. Nesse tipo de pesquisa, a manipulação das variáveis proporciona o

estudo da relação entre causas e efeitos de um determinado fenômeno (CERVO ; BERVIAN, 2002)

Esta dissertação enquadra-se no tipo de pesquisa descritiva experimental. Segundo Cervo e Bervian (2002), o roteiro para uma pesquisa descritiva e experimental parte da escolha, definição e justificativa do tema. Adicionalmente, deve esse tipo de pesquisa conter uma revisão da literatura, formulação do problema e o enunciado da hipótese. O caráter descritivo é justificado pela observação dos fenômenos relacionados entre as variáveis em estudo, sem que os objetos de estudo sejam manipulados. O comportamento das variáveis estudadas, nesse caso a relação da variável independente, a saber, o custo de capital, com as variáveis dependentes é estudado *post facto*, não havendo qualquer interferência *a priori* no resultado dos fenômenos observados, isto é, estudar-se-ão fatos e comportamentos passados.

Em um sentido mais geral, o método é a ordem que se deve impor aos diferentes processos necessários para atingir um certo fim ou um resultado desejado. O método científico segue o caminho da dúvida sistemática, metódica, que não se confunde com a dúvida universal dos céticos, que é impossível. O cientista, sempre que lhe falta a evidência como arrimo, precisa questionar e interrogar a realidade (CERVO ; BERVIAN,2002).

O método concretiza-se como o conjunto das diversas etapas ou passos que devem ser dados para a realização da pesquisa. Esses passos são as técnicas. O objeto de investigação determina o tipo de método a ser empregado.

Quanto ao método de pesquisa, o presente estudo enquadra-se entre os de caráter quantitativo por sua tentativa em quantificar a coleta de dados e o tratamento deles através de



procedimentos estatísticos. O método quantitativo é caracterizado pela quantificação nas modalidades de coleta de informações e seu tratamento através de técnicas estatísticas, desde as mais simples, como porcentagem, média, moda, mediana, desvio-padrão, até as de uso mais complexo, como a regressão múltipla (RICHARDSON, 1989).

#### **4.2. Proposição da Questão de Pesquisa**

Para Vergara (2003,p.21), o problema de pesquisa pode ser definido como uma questão a ser resolvida. Segundo a autora, é ainda:

“algo para o qual se vai buscar resposta, via pesquisa. Uma questão não resolvida pode estar referida a alguma lacuna epistemológica ou metodológica percebida, a alguma dúvida quanto à sustentação de uma afirmação geralmente aceita, a alguma necessidade de pôr à prova uma suposição, a interesses práticos, à vontade de compreender e explicar uma situação do cotidiano ou outras situações” (VERGARA,2001, p.21).

Kerlinger (1997, p.35) define problema como “uma questão que mostra uma situação necessitada de discussão, investigação, decisão ou solução” . Enfatiza o autor que um problema de pesquisa científica e', antes de tudo, uma questão, no caso, uma sentença interrogativa que, em geral, pergunta algo relacionando fenômenos e variáveis. O autor define três critérios que ajudam na formulação de um problema de pesquisa:

- o problema deve ser formulado na forma interrogativa, pois a interrogação tem a virtude de apresentar o problema de forma direta;
- o problema deve expressar a relação entre uma ou mais variáveis, é uma questão que pergunta como as variáveis estão relacionadas;

- o problema não pode referir-se a juízos de valor, deve possibilitar testes empíricos.

Determinado o problema de pesquisa, faz-se necessário delimitá-lo.

Gil (1994, p.32) considera que “a delimitação do problema de pesquisa guarda estreita relação com os meios disponíveis para investigação” . Quanto mais delimitado um problema de pesquisa, mais viável operacionalmente de ser pesquisado ele será.

O problema desta pesquisa pode ser assim enunciado:

“A adoção de medidas para aumentar os níveis de transparência, na divulgação de informações, por parte das empresas brasileiras, aos investidores, analistas financeiros e demais partes interessadas, possui associação negativa com relação ao seu custo de capital ?”

### **4.3 Objetivos**

Para Richardson (1989), os objetivos devem ser extraídos do problema de pesquisa delimitado e podem ser explicitados de duas formas: gerais e específicos. Para o autor, os objetivos gerais definem o que se pretende alcançar com a realização do trabalho de pesquisa. Por outro lado, os objetivos específicos definem aspectos mais determinados que se pretende estudar, contribuindo para o alcance dos objetivos gerais.

Esta dissertação tem por objetivo principal buscar evidências empíricas de que o custo de capital próprio das empresas brasileiras possui associação negativa com os níveis de *disclosure* adotado por elas.

São traçados os seguintes objetivos específicos para alcance do objetivo principal:

- Avaliar metodologia disponível para testar a associação entre *disclosure* e custo de capital;
- Analisar quais modelos de custo de capital poderiam ser adotados para utilização no mercado brasileiro e
- Examinar os efeitos da quantidade e da qualidade da informação apresentada pelas empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no relatório anual publicado para os acionistas, por meio da adoção de índices de *disclosure*.

#### 4.4. Hipóteses

Kerlinger (1997) apresenta as hipóteses como semelhantes aos problemas, pois enunciam relações. Os problemas são sentenças interrogativas, enquanto as hipóteses são afirmativas. Para o autor, as hipóteses são vitais para a vida científica, uma vez que podem ser testadas e mostradas como provavelmente corretas ou incorretas. Hipóteses e problemas são muito semelhantes, diferindo apenas quanto à abrangência e especificidade. Em geral, hipóteses são mais específicas e objetivas do que problemas, que tendem a ser mais abrangentes.

Este trabalho tem por hipótese básica:

A implementação de uma política de maior *disclosure* reduz o custo de capital.

A escolha ótima de *disclosure* por parte das empresas deve considerar um menor custo de capital *versus* outros custos, tais como custos de divulgação. *Ceteris paribus*, deve-se obter uma relação negativa entre custo de capital próprio e *disclosure* (CORE, 2001,p. 449).

#### **4.5 Definição Operacional**

Segundo Richardson (1989), todo estudo científico, tanto descritivo como explicativo, inclui variáveis que contidas em objetivos e/ou hipóteses devem ser isoladas para que possam ser conceituadas e operacionalizadas. Ainda, conforme o autor, a definição operacional possui caráter restrito e voltada diretamente para os aspectos do objeto, possibilitando, dessa forma, a observação ou mensuração das variáveis envolvidas no fenômeno.

Dentro do mundo das ciências, os cientistas, segundo Kerlinger e Lee (2000), expressam suas definições descrevendo suas experiências com uma espécie de manual de instruções que são chamadas definições operacionais. A definição operacional descreve o que um investigador deve fazer para medir e avaliar um experimento. Em geral, existem dois tipos de definições operacionais: de Medidas e Experimental. Uma definição operacional de medida define como uma variável deve ser medida e a experimental define como o investigador deve manipular as variáveis.

Kerlinger e Lee (2000) consideram que a definição operacional tem a função de definir as variáveis usadas nas hipóteses, para que essas hipóteses possam ser testadas. Assim, a definição operacional tem a missão de trabalhar com hipóteses, construtos e variáveis, de modo a possibilitar que sejam entendidos e testados.

De acordo com Cervo e Bervian (2002), uma variável é um valor que pode ser dado a uma quantidade, qualidade ou característica.

Uma variável é qualificada como independente, segundo Kerlinger e Lee (2000), quando ela é a causa presumida de uma variável dependente. Assim, a variável independente influencia a variável dependente. A utilização desse conceito é útil dentro do estudo dos fenômenos nas ciências, uma vez que um dos objetivos científicos é determinar as correlações entre determinadas variáveis. Na experimentação, o pesquisador irá manipular a variável independente e, assim, mudanças na variável independente irão produzir mudanças na variável dependente.

#### **4.6. Operacionalização das Variáveis**

##### **4.6.1. Variável Dependente**

A variável dependente consiste no cálculo do custo de capital. Neste trabalho de pesquisa, o custo de capital foi calculado através dos modelos CAPM, Dividendos Descontados e Ohlson e Juettner.

O Quadro 2 descreve as variáveis que foram utilizadas para calcular o custo de capital pelo método CAPM:

**Quadro 2 - Definição da variável dependente - KeCAPM.**

Variável	Definição Operacional	Autores
KeCAPM	Custo de Capital calculado em 31 de Dezembro de 2004 conforme equação (6)	Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966)

Beta	Calculado para o período de 2000 a 2004, calculado mês a mês, pela metodologia definida pela equação (5)	Damodaran (2004)
Taxa de Retorno do ativo livre de Risco (RF)	Adotado como ativo livre de risco o retorno do título do tesouro americano de 10 anos (T-Bond), no período de 1994 a 2004, calculado pela média aritmética. Os dados foram obtidos no site <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar</a> .	Damodaran (2004, p.172 a 175)  Acesso em 16 de Setembro de 2004.
Prêmio de risco total País (PRTP)	Calculado pela somatória do prêmio de risco para um mercado maduro (EUA) e do Prêmio de Risco do Mercado de Capital Próprio do País representado pela equação (4)	Damodaran (2004, p.176 a 177)
Prêmio de Risco de Mercado Maduro (PRMM)	Adotado como mercado maduro o mercado de ações nos EUA. O prêmio de risco para o período de 1994 a 2004, calculado pela média aritmética da razão entre o retorno das ações e o T-Bond de 10 anos. Os dados foram obtidos no site <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar</a> .	Damodaran (2004, p.172 a 175)  Acesso em 16 de Setembro de 2004
Prêmio de Risco do Mercado de Capital Próprio do País (PRCP)	Calculado pela multiplicação do spread de inadimplência do País pela Volatilidade Média do Capital Próprio do País, conforme equação (3)	Damodaran (2004, p.176 a 177)
Spread de Inadimplência do País (SIP)	Foram utilizados os ratings obtidos, por e-mail, da Moody's, para o período de 1998 a 2004. O spread de inadimplência para o rating, foi obtido pela tabela de spreads do site <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar</a> . Nos cálculos foi utilizada a média aritmética dos ratings do período de 1998 a 2004	Damodaran (2004, p.172 a 175)  Acesso em 16 de Setembro de 2004
Volatilidade Média do Capital Próprio do País (VMCP)	Utilizada a equação (2), que representa a razão entre o desvio padrão do retorno das ações, que compõem o Ibovespa, calculado mês a mês, para o período de 1998 a 2004, pelo desvio padrão dos retornos de títulos de Longo Prazo do País, calculado mês a mês, no mesmo período. Os dados foram obtidos na Economática.	Damodaran (2004, p.175-176)
Retornos dos Títulos de Longo Prazo do País (RTLTP)	Adotado como título de dívida de longo prazo do país o C-BOND, cujos retornos foram calculados mês a mês, para o período de 1998 a 2004. Os dados foram obtidos na Economática.	Damodaran (2004, p.175-176)

Fonte: Mencionada na coluna autores deste quadro

O Quadro 3 descreve as variáveis que foram utilizadas para calcular o custo de capital pelo método de Dividendos Descontados.

**Quadro 3 - Definição da variável dependente - KeMDD**

Variável	Definição Operacional	Autores
KeMDD	Custo de Capital calculado em 31 de Dezembro de 2004 conforme equação (13).	Damodaran (2004, p.125)
Dividendos (DPA)	Os dividendos para o próximo período (ano 2005), foram calculados pela equação (15).	Damodaran (2004, p.126)

Taxa de Crescimento de Dividendos ( $G$ )	Calculada pela equação (10), para o ano de 2005.	Ross et al. (2002,p.106)
Índice de Distribuição de Dividendos ( $\rho$ )	Calculado pela equação (11).	Ross et al. (2002,p.106)
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	Calculado pela equação (12).	Ross et al. (2002,p.106)

Fonte: Mencionada na coluna autores deste quadro

Os seguintes cuidados foram tomados no que se refere às projeções de dados requeridos pelo Modelo de Dividendos Descontados, conforme recomendado por Damodaran (2004):

- (1) Na projeção da taxa de crescimento, foi utilizada a taxa de crescimento constante de dividendos para o setor onde a empresa está inserida;
- (2) Na projeção do índice de distribuição de dividendos (*pay-out*), foi utilizada a média do setor;
- (3) A projeção de dividendos para o próximo ano, utilizou a seguinte fórmula:

$$DPA = LPA \times \rho \quad (15)$$

$LPA$  = lucro por ação para o próximo ano, calculado pela fórmula:

$$LPA_{t-1} \times (1 + G) \quad (16)$$

$\rho$  = índice de distribuição de dividendos;

$LPA_{t-1}$  = lucro por ação no ano anterior e

$G$  = taxa de crescimento de dividendos.

O Quadro 4, abaixo, descreve as variáveis que foram utilizadas para calcular o custo de capital pelo método Ohlson e Juttner:

**Quadro 4 - Definição da variável dependente - KeOJ**

Variável	Definição Operacional	Autores
KeOJ	Custo de Capital calculado em 31 de Dezembro de 2004 conforme equação (14).	Ohlson e Juettnner(2000)

Lucro Por ação (LPA)	Projetado conforme equação (16)	Damodaran (2004,p.126)
Taxa de Crescimento perpétuo da empresa (GP)	Taxa de crescimento da economia para os próximos anos.	Ohlson e Juettner(2000)

Fonte: Mencionada na coluna autores deste quadro.

#### 4.6.2 Variáveis Independentes

Os trabalhos de Botosan (1997), Hail (2002), Godê e Mohanran (2001), Gebhardt et al. (2001) e Cheng et al. (2003), testaram diversas variáveis. Neste trabalho, procurou-se adotar as mesmas variáveis selecionadas por esses autores. Entretanto, não foi possível obter dados para o caso das variáveis relacionadas à projeção de lucros e resultados elaboradas por analistas de mercado, que são abundantes no mercado americano, porém, pouco disponíveis no mercado brasileiro.

O Quadro 5, abaixo, define as variáveis independentes selecionadas para este estudo.

**Quadro 5 - Definição das variáveis independentes relacionadas ao custo de capital**

Variável	Definição Operacional	Autores
VALME	Valor de Mercado da empresa calculado pela fórmula: Quantidade de ações escrituradas vezes o preço ponderado por ação na data base 31 de Dezembro de 2004	Botosan(1997);Hail (2002);Godê e Mohanran (2001), Gebhardt et al. (2001)
PL	Valor do Patrimônio Líquido da empresa em 31 de Dezembro de 2004	Botosan(1997);Hail (2002)
AT	Valor dos ativos totais da empresa em 31 de Dezembro de 2004	Botosan(1997);Hail (2002)
BETAUN	Beta não alavancado , calculado pela fórmula: $BETAUN = \beta / (1 + (1 - aliq. IR))$ onde $\beta$ é o beta alavancado e aliq. IR é a alíquota IR da empresa	Damodaran(2004, p.184)
DIV-PL	O índice dívida sobre patrimônio líquido foi calculado pela razão entre dívida de longo prazo e patrimônio líquido, para cada empresa, para o ano de 2004.	Botosan(1997); Hail (2002); Godê e Mohanran (2001); Gebhardt et al. (2001).
LPA	Lucro Por ação, calculado pela fórmula: Lucro Líquido dividido pelo número total de ações em poder do público, para o período de 2001 a 2004.	Gebhardt et al. (2001)
VARLPA	Índice que representa a razão entre a média de lucro anual do período de 2001 a 2004, dividida pelo desvio padrão.	Gebhardt et al. (2001) ; Godê e Mohanram (2001)



ROE	Retorno sobre patrimônio líquido, calculado pela fórmula apresentada na equação (12)	Ross et al. (2002,p.106)
VARROE	Índice que representa a razão entre o Retorno sobre o patrimônio líquido para o período de 2001 a 2004, dividido pelo desvio-padrão.	Gebhardt et al. (2001) ; Godê e Mohanram (2001)
ROA	Retorno sobre Ativos = Lucro Líquido dividido pelo total de ativos, para o período de 2001 a 2004.	Ross et al. (2002)
VARROA	Índice que representa a razão entre a média dos retornos sobre os ativos para o período de 2001 a 2004, dividida pelo desvio-padrão.	Gebhardt et al. (2001) ; Godê e Mohanram (2001)
PL	Valor patrimonial das ações registradas na contabilidade em 31 de Dezembro de 2004.	Damodaran(2004)
G	Taxa de crescimento de dividendos para o ano de 2004.,calculada conforme Tabela 4.	Damodaran(2004)
INADR	Este índice foi calculado por meio de uma variável <i>dummy</i> , sendo zero para empresas que não emitem ADR e 1 para empresas que emitem ADR.	Leuz e Verrecchia (2000) e Garcia et al. (2004).
INNM	Este índice foi calculado por meio de uma variável <i>dummy</i> , sendo zero para empresas não integrantes do Novo Mercado da BOVESPA e 1 para empresas integrantes do Novo Mercado.	Leuz e Verrecchia (2000).
IDISC	Este índice foi calculado por meio de uma variável <i>dummy</i> , sendo zero para empresas que não participaram do prêmio ABRASCA no ano de 2003 e 1 para empresas que participaram do prêmio.	Com a utilização desta variável <i>dummy</i> objetivou o pesquisador avaliar se existe alguma diferença significativa entre as empresas participantes da amostra do prêmio ABRASCA ou não.
IDISCABR	Conforme descrito em 4.6.2.1.	Botosan (1997) e Hail (2002).

Fonte: Mencionada na coluna autores deste quadro.

#### 4.6.2.1 Definição da Variável Independente IDISCABR

A variável independente IDISCABR representa a avaliação dos níveis de *disclosure* voluntário apresentado pelas empresas no relatório anual para os acionistas, para o ano de 2003, que participaram do 6º prêmio ABRASCA. A entrega do prêmio ocorreu no dia 18 de Setembro de 2004, com a publicação dos resultados finais às empresas participantes.

Os itens incluídos no formulário de pontuação ABRASCA refletem algumas das mais importantes informações voluntárias identificadas como relevantes no trabalho de Botosan (1997), dentre elas: informações de suporte que permitam contextualizar a gestão da empresa,

incluindo objetivos e estratégia do negócio, ambiente em que a empresa compete, principais produtos e mercados de atuação; sumário dos dados financeiros históricos, mínimo de 2 anos, projeção de dados futuros e fluxos de caixa, despesas de pesquisa e desenvolvimento e de *marketing*, previsão de lucros e venda e demais informações não financeiras, tais como: número de empregados, participação de mercado, unidade de produtos vendidos, entre outras.

A Comissão Julgadora do prêmio ABRASCA de 2004 foi composta de 25 membros pertencentes às 8 entidades apoiadoras do evento, tendo cada entidade indicado 3 peritos, num total de 24 peritos, mais um coordenador administrativo e um coordenador técnico. A Comissão discutiu os critérios que seriam aplicados aos relatórios anuais. Os avaliadores foram impedidos de avaliar relatórios de empresas com as quais tivessem qualquer vínculo, bem como os de suas concorrentes. Na primeira rodada, cada relatório recebeu 3 notas e nenhum avaliador soube quais foram as outras notas, nem quais foram os outros avaliadores do mesmo relatório. Dessa primeira rodada, resultou o lote de semifinalistas. As empresas desconheciam quais peritos foram indicados pelas respectivas entidades e as empresas finalistas foram conhecidas alguns dias antes da entrega dos prêmios

Foram avaliados e pontuados 15 itens constantes do relatório anual, a saber: Perfil da Empresa, Quadro Resumo dos principais indicadores financeiros, Mensagem de Abertura, Análise dos Aspectos econômicos Financeiros; Relatório Social, Segmentação de Vendas por Produto, Estratégia Global da Empresa, Nossas ações como Investimento, Fluxo de Caixa, Novos Projetos, Gestão de Risco, Práticas de Governança Corporativa, Informações Gerais, Ativos Intangíveis e Impressão Geral do relatório. A pontuação máxima foi de 100 pontos.

Os avaliadores deram uma nota para impressão geral do relatório, baseados na clareza, objetividade e sinceridade da linguagem e no equilíbrio das informações prestadas, em termos de quantidade e qualidade. Falta ou excesso de informações e linguagem rebuscada ou autolaudatória foram fatores de peso negativo na avaliação. Também foi ponderada a qualidade do projeto gráfico/design, em função da apresentação, facilidade de leitura, ilustrações e criatividade, não sendo preponderante o fator “custo” (ABRASCA,2005).

A adoção do relatório anual para os investidores como base para o cálculo do índice de *disclosure* foi embasada em estudos que comprovam que o relatório anual é o informativo mais utilizado entre investidores e analistas de mercado (BOTOSAN, 1997; KNUTSON,1992) e de que contém informação relevante para o mercado (LIMA ; TERRA, 2004). Adicionalmente, o relatório anual para os investidores, é um relatório com publicação obrigatória pelas empresas de capital aberto, mas cujo conteúdo permite a inclusão de informações não obrigatórias, permitindo aos pesquisadores pontuar as diferentes políticas de *disclosure* adotadas pelas empresas.

O resultado da pontuação de cada empresa no prêmio ABRASCA encontra-se discriminada no Anexo I.

#### **4.6.2.2 Variáveis de *Disclosure* INADR, INNМ , IDISC .**

Os pesquisadores Leuz e Verrecchia (2000) buscaram, em suas pesquisas, entender quais seriam os benefícios da adesão ou não às Normas USGAPP ou IAS por empresas alemãs. Esses autores pesquisaram 102 empresas e adotaram como pressuposto que a adesão a

padrões diferenciados de publicação de dados contábeis deveriam trazer benefícios econômicos às empresas.

A metodologia utilizada por esses autores foi de testar se houve ou não redução no custo de capital, pelo método de testes conjuntos. Primeiro, os autores buscaram testar se houve redução na assimetria de informação pela redução dos *spreads* de compra e venda dos títulos das empresas da amostra. Uma vez detectada a redução do *spread* de compra e venda dos títulos, embasados em outros trabalhos acadêmicos que confirmam que a redução da assimetria de informação reduz o custo de capital, concluíram os autores que houve redução no custo de capital das empresas alemãs pesquisadas, pelo chamado método indireto.

Os pesquisadores Garcia et al. (2004), embasados nos conceitos de Leuz e Verrecchia( 2000), buscaram analisar a relação entre maiores níveis de transparência das empresas brasileiras e a criação de valor para os acionistas. Esses autores adotaram como pressuposto em seus trabalhos que as empresas brasileiras que emitem ADRs apresentariam um maior nível de transparência, pois estavam obrigadas a disponibilizar as informações contábeis aos investidores, nos padrões contábeis brasileiros, pelas regras USGAAP e pelo preenchimento do formulário 20-F, exigido pela SEC. A metodologia utilizada foi um estudo de evento. Concluíram esses autores que as empresas que emitiram ADRs, por apresentar um maior nível de transparência, obtiveram uma maior valorização de suas ações e usufruíram de uma redução no custo de capital.

Com base nos dois trabalhos acima mencionados, decidiu-se adotar duas variáveis independentes, como indicativas de maior número de *disclosure*:

- A variável independente INADR, que foi calculada por meio de uma variável *dummy*, tomando o valor zero para as empresas que não emitem ADR e 1 para as empresas que emitem ADRs;
- E a variável independente INMM, que foi calculada por meio de uma variável *dummy*, sendo zero para empresas não integrantes do Novo Mercado da BOVESPA e 1 para empresas integrantes do Novo Mercado. Como explicado anteriormente neste trabalho, as empresas que aderiram ao Novo Mercado, ficaram sujeitas à apresentação de níveis diferenciados de publicação de dados contábeis e, por conseqüência, deveriam ser beneficiadas por tal decisão;
- A variável independente IDISC foi calculada por meio de uma variável *dummy*, objetivou o pesquisador avaliar se existe alguma diferença significativa entre as empresas participantes da amostra do prêmio ABRASCA ou não.

#### **4.7 Definição da População e Amostra e Instrumentos de Coleta de Dados**

Segundo Sproull (2002), faz-se necessário delimitar o universo a ser pesquisado de forma específica. Definida a população, esse autor recomenda a definição do método de coleta e critério de seleção da amostra a ser utilizada na pesquisa. As diversas formas de coleta de dados, segundo Sproull (2002), devem ser definidas após a verificação de que o instrumento, que pode ser um questionário, uma entrevista, ou dados secundários obtidos em base de dados, entre outros, é o mais apropriado para se coletarem os dados necessários para a análise das variáveis apresentadas no problema de pesquisa e dos procedimentos operacionais definidos pela metodologia adotada para a pesquisa.

Foi estabelecida como população para fins deste trabalho de pesquisa, as empresas listadas no Bolsa de Valores do Estado de São Paulo, constantes da base de dados da Economática.

A primeira amostra foi obtida utilizando-se todas as empresas com dados contábeis disponíveis na Economática, na categoria de ações, conforme apresentado na Tabela 1.

**Tabela 1- Dados da Amostra Geral**

	Número Empresas	
No. Total de Empresas Economática	507	
(-)No de Empresas com <i>status</i> cancelado	188	(1)
(-)No.de Empresas Mercado Financeiro	42	(2)
(-)Empresas com prejuízo em 2004	25	(3)
(-)Empresas com Beta não Disponível	102	(4)
(-)Empresas com dados não disponíveis	19	(5)
Total de Empresas	131	

Setores da Indústria	Número Empresas	Participação Ibovespa
Alimentos e Bebidas	8	2,54%
Comércio	6	0,00%
Construção	4	0,00%
Eletroeletrônicos	4	0,00%
Energia Elétrica	15	9,33%
Máquinas Industriais	4	0,00%
Mineração	3	10,91%
Minerais não Metais	2	0,00%
Outros	13	2,96%
Papel e Celulose	6	2,83%
Petróleo e Gás	6	9,10%
Química	14	2,75%
Siderurgia & Metalurgia	19	18,24%
Telecomunicações	10	14,90%
Têxtil	9	0,00%
Veículos e peças	8	1,04%
Total	131	74,59%

Fonte : Economática, 2005

As seguintes exclusões foram efetuadas nos dados obtidos da Economática:

- (1) A Económica evidencia quando um ativo está ATIVO ( em negociação ) ou quando está CANCELADO ( não está mais em negociação). Foram excluídos todos os ativos da categoria CANCELADO;
- (2) As empresas do mercado financeiro foram excluídas, conforme recomendado pelos autores Botosan (1997), Gebhardt et al. (2001) e Godê e Mohanram (2001);
- (3) Foram excluídas da amostra as empresas que apresentaram prejuízo no exercício de 2004, uma vez que o Modelo de Descontos de Dividendos e o Modelo Ohlson Juettner dependem do lucro por ação do ano de 2004, para que se possa projetar o lucro por ação para o período seguinte (2005);
- (4) Foram excluídas as empresas que não apresentaram liquidez suficiente para que se pudesse calcular o beta na data de 31 de Dezembro de 2004, utilizando-se dados mensais, para um período de 48 meses;
- (5) Foram excluídas as empresas que não possuíam dados de balanço que permitissem calcular o valor de mercado e o total de ativos em 31 de Dezembro de 2004.

Foi mantido somente um tipo de ação por empresa. Se a empresa emitiu ações ON, PN ou PNA, PNB, PNC , foi escolhido para representar o custo de capital da empresa o tipo de ação que apresentou maior participação no Ibovespa, no período de Setembro a Dezembro de 2004. Caso a empresa não tenha participado do Ibovespa, foi escolhida a ação tipo ON. Se para esse tipo de ação foi possível calcular o beta, por um período de 48 meses, na data-base 31 de dezembro de 2004, foi adotado o tipo de ação para o qual havia dados disponíveis para se calcular o beta.

A Tabela 1 apresenta, também, os dados da amostra geral por setor e o percentual de participação da amostra no Ibovespa publicado para o período de Setembro a Dezembro de

2004. Pode-se observar que as empresas da amostra estão concentradas nos segmentos de energia elétrica, outros, química, siderurgia e metalurgia e telecomunicações. Essa concentração retrata a concentração existente no IBOVESPA, uma vez que a amostra está representando 74,59% do IBOVESPA. A diferença de 74,59% entre a amostra e os 100% das empresas que participaram no IBOVESPA, deve-se ao fato de terem sido retiradas da amostra as empresas financeiras, as que participaram com mais de uma ação e as sem dados disponíveis, que representavam, respectivamente, 9,15 %, 7,26%, 9% desse índice.

Uma segunda amostra foi obtida dentre as 507 empresas da amostra Geral, foi constituída pelas 59 empresas participantes do 6º. prêmio ABRASCA de 2003. Foram excluídas 22 empresas da amostra, sendo 6 financeiras e 16 que apresentaram prejuízo no exercício de 2004 e representavam, respectivamente, 12,34% e 8,74% do Ibovespa. A Tabela 2 apresenta os dados dessa amostra por setor.

**Tabela 2 - Dados da Amostra ABRASCA por Setor**

Setores da Indústria	Número de Empresas	Participação Ibovespa
Alimentos e Bebidas	2	1,14%
Comércio	1	0,00%
Construção	0	0,00%
Eletroeletrônicos	1	0,00%
Energia Elétrica	4	3,23%
Máquinas Industriais	0	0,00%
Mineração	1	3,83%
Minerais não Metais	0	0,00%
Outros	3	2,02%
Papel e Celulose	4	1,57%
Petróleo e Gás	4	8,62%
Química	2	0,00%
Siderurgia & Metalurgia	6	12,64%
Telecomunicações	4	12,56%
Têxtil	1	0,00%
Veículos e peças	4	1,04%
<b>Total</b>	<b>37</b>	<b>46,65%</b>

Fonte: <http://www.abrasca.com.br> acesso em 12/05/2005



Essa amostra apresentou empresas em todos os segmentos. Os segmentos de energia elétrica, outros, papel e celulose, petróleo e gás, siderurgia e metalurgia, telecomunicações, apresentaram número muito próximo de empresas entre si.

Para as duas amostras foram utilizadas, como instrumento de coleta de dados, as publicações e análises disponíveis no *software* da Economática. Os relatórios de publicação de números contábeis apresentados pelas empresas em seus balanços anuais publicados para os acionistas disponíveis na Internet ou disponibilizados pelos departamentos de relações com investidores das empresas pesquisadas, foram utilizados como fonte de dados complementar. Os dados do *ranking de disclosure*, publicados para o 6º. Prêmio ABRASCA, foram obtidos no *site* da ABRASCA e faz parte do anexo I desta dissertação.

A adoção de duas amostras em dados de corte (*cross section*), de tamanhos diferentes, teve como objetivo obter condições de comparabilidade nos testes. A separação da amostra ABRASCA, que é uma amostra premiada, levou em consideração os resultados obtidos no trabalho de Fortunato et al (2004). Este autor obteve resultados satisfatórios, em testes para avaliar transparência e adição de valor, para empresas do mercado Brasileiro.

Foi estabelecida como data de corte 31 de Dezembro de 2004.

Uma vez que os elementos da amostra foram constituídos de forma mais simplificada e barata e, portanto, de forma arbitrária (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2000, p.226), a amostragem utilizada foi classificada como não probabilística. Desta forma, os resultados obtidos nesta pesquisa não poderão ser extrapolados para a população.

#### 4.8 Tratamento Estatístico dos Dados e Teste da Hipótese

Os autores Botosan (1997), Hail (2002), Godê e Mohanran (2001), Gebhardt et al. (2001) e Cheng et al. (2003) utilizaram o Método dos Mínimos Quadrados (MQO), em que  $Ke$  o custo de capital foi adotado como variável dependente e diversas variáveis explicativas, indicativas de tamanho, variabilidade de resultados, risco e *disclosure*, foram incluídas na regressão. Os autores embasaram a escolha das variáveis explicativas a serem incluídas na regressão linear múltipla em estudos empíricos e teóricos de outros pesquisadores.

Para os testes neste trabalho de pesquisa, utilizou-se o método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), conforme recomendado pelos autores acima, para testar a seguinte regressão linear múltipla:

$$Ke = \alpha + \beta_1 \ln VALME + \beta_2 \ln AT + \beta_3 \ln PL + \beta_4 BETAUN + \beta_5 DIV - PL + \beta_6 G + \beta_7 VARLPA + \beta_8 VARROA + \beta_9 VARROE + \beta_{10} INNM + \beta_{11} INADR + \beta_{12} IDISC + \beta_{13} IDISCABR + \mu \quad (17)$$

em que:

$Ke$  = custo de capital foi calculado pelos modelos CAPM, Modelo Dividendos Descontados e Ohlson Juettner e foram chamados de  $Ke_{CAPM}$ ,  $Ke_{MDD}$ ,  $Ke_{OJ}$ ;

$\alpha$  = constante;

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_{13}$  são os coeficientes da regressão linear múltipla e

$\mu$  representa o termo erro.

Segundo Gujarati (2004), a análise de regressão é a técnica estatística adequada à avaliação do efeito de uma variável, a variável dependente, em relação a uma ou mais variáveis, as

variáveis explicativas, com o objetivo de estimar a média da população ou o valor médio da variável dependente nos termos dos valores conhecidos das variáveis explicativas.

Conforme Gujarati (2004), o modelo clássico de regressão linear pressupõe o estabelecimento de 11 hipóteses subjacentes ao Método dos Mínimos Quadrados, de modo que se possa saber quão próximos os coeficientes betas estimados pela regressão estão próximos de sua contrapartida, os betas da população, ou quão próxima a variável dependente ( $Y$ ) estimada está de seu valor esperado  $E(Y/X)$ . Para tanto, deve-se não apenas especificar a forma funcional do modelo, mas também formular certas hipóteses sobre as quais os  $Y$  estimados são gerados. As hipóteses do modelo são as seguintes:

- 1) O modelo de regressão é linear nos parâmetros, ou seja, a variável dependente é função linear das variáveis independentes;
- 2) Os valores das variáveis independentes ( $X_i$ ) são fixados em amostragem repetida, ou seja, supõe-se que  $X$  seja não estocástico;
- 3) Valor médio zero da perturbação  $\mu$  é zero;
- 4) Homocedasticidade ou variância igual de  $\mu$ . Dado o valor de  $X_i$ , a variância  $\mu$  é a mesma para todas as observações;
- 5) 5) Nenhuma autocorrelação entre as perturbações. Dados dois valores  $X$  quaisquer,  $X_i$  e  $X_j$  ( $i \neq j$ ), a correlação entre quaisquer dois  $\mu_{ij}$  ( $i \neq j$ ) é zero. Trata-se da hipótese de ausência de correlação serial ou ausência de autocorrelação;
- 6) Se os  $X_s$  forem estocásticos, o termo de perturbação e os  $X_s$  são independentes ou, pelo menos, não correlacionados;
- 7) O número de observações  $n$  deve ser maior que o número de parâmetros a serem estimados;

- 8) Deve haver variabilidade suficiente em valores assumidos pelos regressores;
- 9) O modelo de regressão está corretamente especificado, ou seja, não há nenhum viés ou erro de especificação no modelo usado na análise empírica;
- 10) Não existe multicolinearidade perfeita, ou seja, não há relações lineares perfeitas entre as variáveis explicativas;
- 11) O termo estocástico  $\mu$  se distribui normalmente.

Com base nas hipóteses acima, Gujarati (2004) esclarece que os estimadores por mínimos quadrados adquirem certas propriedades, resumidas no Teorema de Gauss-Markov, que explicam que um estimador de mínimos quadrados ordinários, é um melhor estimador linear não viesado, caso sejam válidos os seguintes pressupostos:

- É um estimador linear, isto é, trata-se de uma função linear de uma variável aleatória, tal como a variável dependente  $Y$  no modelo de regressão;
- É um estimador não-viesado, isto é, seu valor médio esperado,  $E(Y)$ , é igual ao valor verdadeiro de  $Y$ .
- É um estimador com mínima variância e, por isso, chamado de estimador eficiente.

O grau de ajuste global do modelo de regressão é medido pelo coeficiente de determinação calculado pela fórmula:

$$R^2 = \frac{SQE}{SQT} \quad (18)$$

em que:

$SQE$  = soma dos quadrados total e

$SQT$  = soma dos quadrados explicada.

O grau de ajuste global permite verificar o nível de ajuste da reta de regressão da amostra aos dados e o que se espera é que os resíduos junto à linha de regressão sejam tão pequenos quanto possíveis. Quanto mais perto chegar  $R^2$  de 1, maior o grau de ajuste.

Para serem avaliados os resultados de uma regressão linear, faz-se necessário questionar a adequação do modelo e, para tanto, uma série de testes podem ser adotados.

Na análise dos dados das amostras deste trabalho, as seguintes avaliações e testes foram executados, conforme recomendado por GUJARATI (2004);:

- Análise dos sinais obtidos nos coeficientes da regressão *vis-à-vis* as expectativas teóricas e resultados prévios obtidos por outros pesquisadores;
- A significância ou não, do ponto de vista estatístico, de cada coeficiente da regressão, chamado teste t ;
- Quão bem o modelo de regressão explica a variável dependente através do cálculo do coeficiente múltiplo de determinação  $R^2$  ;
- Pela análise dos coeficientes de correlação simples ou de ordem zero que é uma medida do grau de associação linear entre as variáveis;
- O teste F chamado de teste de significância global , para avaliar se os parâmetros da regressão, são conjunta ou simultaneamente iguais a zero.É calculado pela expressão:

$$F = \frac{SQE \div gl}{SQR \div gl} \quad (19)$$

em que:

$SQE$  = soma dos quadrados da regressão explicada;

$SQR$  = soma dos resíduos quadrados da regressão e

$gl$  = graus de liberdade.

Neste trabalho de pesquisa, os dados da amostra foram analisados com o auxílio do *software* GRETL. Esse *software* é disponibilizado no *website* <http://econ.uscd.edu/~rramanat/embook5.htm> e é recomendado por Ramanathan (2002) para utilização em cálculos de regressão linear múltipla.

O *software* GRETL possibilita a execução dos testes mencionados nos itens mencionados no parágrafo anterior e permite, adicionalmente, efetuar os seguintes testes recomendados por Gujarati (2004) :

- Testar a hipótese do termo estocástico  $u$  ter distribuição normal, por meio do teste do grau de ajuste por qui-quadrado;
- Avaliar a presença ou não de multicolinearidade, pois calcula a fórmula FIV, Fator de Inflação da Variância;
- Avaliar a presença de heteroscedasticidade através do Teste de White. Detectada a presença de heteroscedasticidade, o *software* GRETL permite a revisão da regressão e efetuará o ajuste para heteroscedasticidade, se for o caso;
- Avaliar a presença de autocorrelação ou correlação serial, através do teste de Breusch-Godfrey;
- Teste RESET (*Regression Specification Error Test*) de Ramsey,, para avaliar se existe ou não erro de especificação na regressão.

Para avaliar a existência ou não de erros de especificação, seja pela inclusão ou não de uma variável irrelevante ou por forma funcional errada, foi utilizada a função *OMIT VARIABLE* do *software* GRETL. Esse *software* permite que sejam incluídas todas as variáveis em avaliação para a elaboração da regressão e emite uma série de resultados estatísticos, com base em oito critérios de adequação: SGMASG, HG, GVC, AIC, SCHWARZ, RICE, FPE e SHIBATA. Após a elaboração da regressão com todas as variáveis, o *software* GRETL sugere a variável com menor “*p-value*” como possível candidata para exclusão do modelo. Por meio do comando *OMIT* é possível excluir essa variável do modelo e efetuar novamente o cálculo da regressão. O *software* compara pelos oito critérios de testes acima mencionados se a nova forma funcional melhor representa a variável dependente em avaliação.

Os testes foram efetuados utilizando-se a equação 17, e foram obtidas seis regressões lineares múltiplas, pois esta pesquisa trabalhou com duas amostras (Geral e ABRASCA) e o custo de capital foi calculado por três diferentes modelos, o CAPM, o modelo de descontos de dividendos e o modelo Ohlson e Juettner, respectivamente denominados de KeCAPM, KeMDD e KeOJ.

Foram consideradas como explicativas as variáveis mantidas no modelo após os testes do modelo *OMIT*, com níveis de significância entre 1 a 5%.

## **5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS**

### **5.1 Cálculos preliminares dos dados da amostra**

Após a coleta dos dados foram efetuados os cálculos preliminares para as variáveis dependentes e independentes.

O custo de capital calculado pelo método de dividendos descontados, o  $Ke_{MDD}$ , e o calculado pelo modelo Ohlson e Juettner, o  $Ke_{OJ}$ , apresentaram resultados muito próximos quando foram comparados os cálculos obtidos. Esses dois modelos de cálculo partiram de uma taxa de crescimento de dividendos ( $G$ ), no caso do MDD, e uma taxa de crescimento perpétuo ( $GP$ ), no modelo Ohlson e Juttner. Essas taxas ( $G$  e  $GP$ ) direcionaram o crescimento dos lucros para os períodos futuros e, conseqüentemente, foram direcionadores dos resultados de  $Ke$ .

Para uma melhor compreensão dos resultados obtidos, a Tabela 3 apresenta as estimativas para  $G$ , por indústria, utilizadas na amostra e um comparativo com a tabela calculada por Damodaran (2004). Damodaran (2004) apresenta como um dos critérios para a projeção da taxa de crescimento de dividendos ( $G$ ) a utilização de dados da indústria e esse critério foi adotado nesta pesquisa.



Tabela 3 - Cálculo da Estimativa da taxa de Dividendos por Setor

Setores da Indústria	131 Empresas da Amostra Geral Médias Aritméticas - Período de 2000 a 2004				Empresas do Mercado Americano Período de 1994 a 2002 (#)				Estimativas Taxas de Crescimento (G) das	
	Rentabilidade Patrimônio Líquido	Pay Out Ratio	(G)Taxa de Crescimento Dividendos	Índice Dívida PL	Rentabilidade Patrimônio Líquido	Pay Out Ratio	Índice Dívida PL	Taxa G Eua	Amostras Pay-Out	G Estável
Alimentos e Bebidas	16,81%	32,70%	11,01%	100,65%	26,00%	38,00%	13,00%	16,12%	35,00%	8,45%
Comércio	15,13%	36,16%	8,36%	116,32%	23,00%	17,00%	24,00%	19,09%	36,16%	9,58%
Construção	9,60%	20,00%	7,26%	27,88%	-3,00% *		21,00% *		20,00%	8,00%
Eletroeletrônicos	2,02%	51,69%	-0,63%	52,60%	19,00% *		19,00% *		50,00%	5,00%
Energia Elétrica	0,15%	28,09%	-3,40%	63,80%	8,00%	68,00%	123,00%	2,56%	25,00%	6,00%
Máquinas Indust	19,86%	78,79%	10,85%	25,27%	7,00%	52,00%	43,00%	3,36%	60,00%	6,00%
Mineração	24,37%	34,63%	14,09%	59,08%	5,00%	77,00%	25,00%	1,15%	35,00%	7,80%
Minerais não Metais	-0,03%	49,94%	-8,32%	122,34%	4,00%	88,00%	34,00%	0,48%	50,00%	4,00%
Outros	64,83%	38,81%	-3,56%	62,06% *		*	*	*	26,00%	6,29%
Papel e Celulose	17,85%	47,29%	11,64%	63,54%	5,00%	109,00%	72,00%	-0,45%	50,00%	6,00%
Petróleo e Gas	34,11%	33,11%	16,83%	36,22%	12,00%	19,00%	29,00%	9,72%	40,00%	9,00%
Química	17,44%	29,52%	6,63%	71,82%	11,00%	128,00%	30,00%	-3,08%	50,00%	6,00%
Siderurgia & Metalurgia	12,68%	36,65%	5,37%	82,01%	12,00%	42,00%	41,00%	6,96%	40,00%	6,00%
Telecomunicações	11,84%	82,40%	4,47%	57,68%	11,00% *		55,00% *		40,00%	6,00%
Textil	-13,22%	24,70%	-16,11%	51,69%	-2,00%	74,00%	86,00%	-0,52%	14,00%	6,19%
Veículos e peças	25,17%	29,82%	15,65%	221,27%	14,00%	29,00%	46,00%	9,94%	30,00%	7,00%
Média	16,16%	40,89%	5,01%	75,89%	10,13%	61,75%	44,07%	5,44%	37,57%	6,71%

(#) Fonte: site <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/divinzu.xls> acesso 19.9.2004

(\*) Não existem dados disponíveis no site

Damodaran (2004, p.125), quando comenta a taxa de crescimento G constante, para ser utilizada no modelo de crescimento de Gordon, menciona que para empresas americanas avaliadas em dólares essa taxa de crescimento está entre de 5% a 6%. Pode-se confirmar essa afirmação do autor através da análise dos dados da Tabela 3, que permite notar que a taxa média de crescimento de dividendos das indústrias no mercado americano foi 5,44% ao ano, para o período de 1994 a 2002.

Observou-se que, no Brasil, a taxa de crescimento de dividendos da amostra, constituída de 131 empresas selecionadas para este trabalho, foi de 5,01 % ao ano, para o período de 2000 a 2004, ou seja, não houve grande diferença nas taxas médias de crescimento de dividendos, apresentadas pelas empresas da amostra e pelas empresas americanas. Porém, o índice médio de distribuição de dividendos (*Pay-out*) foi menor para as empresas da amostra,

respectivamente, 40,89% contra 61,75%, apresentado pelas empresas pesquisadas por Damodaran (2004) para o mercado americano.

Uma vez que o índice de *pay-out* para as empresas da amostra é menor e o lucro das empresas dessa amostra deverá convergir, no futuro, para níveis mais próximos dos mercados maduros, é de se esperar que as empresas da amostra apresentem taxa de crescimento  $G$  superior à apresentada pelas empresas do mercado americano. Tal conclusão deveu-se, exclusivamente, ao fato de que as empresas da amostra estavam reinvestindo uma parte maior dos lucros obtidos, quando comparadas com as empresas do mercado americano. A taxa de crescimento de dividendos ( $G$ ) para as empresas da amostra foi projetada em média em 6,71% ao ano.

Ohlson e Juettner (2000) recomendam utilizar, nos cálculos do modelo por eles desenvolvido, uma taxa de crescimento perpétuo ( $GP$ ). Segundo esses autores, essa taxa deve representar a taxa de crescimento da economia no longo prazo. Para o mercado americano, os autores recomendam utilizar entre 5 e 6% ao ano. Para as empresas da amostra, a taxa de crescimento perpétuo ( $GP$ ) adotada foi de 6% ao ano. Dessa forma, as taxas  $G$  e  $GP$  ficaram muito próximas, respectivamente, 6,71% e 6% ao ano, fato esse que explica por que os cálculos do custo de capital, nesses dois modelos, apresentaram resultados muito próximos.

Um outro fator que contribuiu para que o  $KeMDD$  e  $KeOJ$  tivessem números próximos é que os dois modelos utilizaram como premissa o lucro por ação do ano anterior (2004) e a taxa de crescimento  $G$ , em média 6,71% ao ano, para a projeção de lucros e dividendos para o próximo período (2005).

Quanto à variável dependente KeCAPM, foi utilizado para o cálculo do prêmio de risco total do País o conceito de *spread* de inadimplência, sugerido por Damodaran (2004), cujos resultados são apresentados na Tabela 4.

**Tabela 4 - Cálculo do Prêmio de Risco Total do País**

<i>Ratings da Moodys</i> Títulos da Dívida Brasileira em Reais Mercado Local		<i>Spread</i> de Inadimplência
	Rating (1)	(2)
2/set/98	B3	650
17/ago/00	B3	650
16/out/00	B1	450
12/ago/02	B2	550
9/set/04	Ba3	400
	Média	540

Fontes: (1) *Moody's* email em 15/8/2005 (2) Fonte: *site* <http://www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar>. Acesso em 16.9.2005

Para o cálculo da volatilidade média do Capital Próprio do País foram utilizados:

- O desvio-padrão do retorno das ações que compõem o IBOVESPA foi de 7,62% ao ano, para o período de 1998 a 2004, calculado mês a mês;
- O desvio-padrão do retorno dos títulos de longo prazo do País foi de 10,68 % ao ano, calculados mês a mês, para o período de 1998 a 2004. Foi adotado como título de longo prazo o C-BOND;
- A volatilidade média do Capital Próprio do País foi calculada pela equação (6) e foi obtido 1,4015. Esse número é o quociente entre o desvio-padrão do mercado de Capital Próprio, no caso, o IBOVESPA, e o desvio-padrão do retorno dos títulos de longo prazo do País, respectivamente (10,68%/7,62%).

No cálculo do prêmio de risco do mercado de Capital Próprio do País, foi adotada a equação (5) que representa o produto entre o do *spread* de inadimplência obtido da classificação de risco e a volatilidade média do Capital Próprio do País. Os resultados obtidos foram: 5,40% ao ano multiplicado por 1,4015 = 7,57% ao ano.

Para o cálculo do prêmio de risco de um mercado maduro, foi adotado como mercado maduro o mercado americano, conforme sugerido em Damodaran (2004). Esse prêmio representa a média aritmética da razão entre o retorno das ações e o retorno dos T-Bonds de 10 anos de prazo. Os dados para o período de 1994 a 2004, foram obtidos no *site* <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>. Nesse período, o prêmio de risco foi de 5,82% ao ano.

O prêmio de risco total do País, foi calculado pela equação (4) que representa a soma entre o prêmio de risco de um mercado maduro (5,82%) e o prêmio de risco do mercado de capital próprio do País (7,57%). O resultado obtido foi 13,39%. Esse prêmio de risco mensura o “retorno extra” que seria exigido para serem transferidos os recursos de um investimento sem risco, para um investimento com risco.

Assim, no modelo CAPM foi utilizada a fórmula :

$$r(E_i) = 6,88 + \beta \times 13,39\%$$

Como taxa livre de risco foi adotado 6,88 % ao ano. Esse dado foi obtido no *site* <http://pages.stern.edu/~adamodar> e corresponde à média aritmética do retorno obtido pelos investidores em T-bonds de anos, no mercado americano, calculado no período de 1994 a 2004.

O custo de capital calculado pelo modelo CAPM, que é o modelo mais utilizado pelo mercado, permitiu avaliar a consistência dos cálculos entre os três modelos e pode-se notar, que apesar do modelo CAPM e dos modelos MDD e OJ, partirem de premissas muito

diferentes, os dados obtidos foram próximos e se mostraram consistentes quando comparados entre si.

## 5.2 Amostra ABRASCA

A Tabela 5, abaixo, descreve os principais dados estatísticos da Amostra ABRASCA, com 37 empresas. Pode-se observar que, apesar do tamanho da amostra ser pequeno, ficou evidenciada uma grande dispersão entre o tamanho das empresas participantes da amostra. A menor empresa da amostra apresentou R\$ 441 milhões de reais de ativos e a maior R\$ 147 bilhões. A análise das variáveis independentes reforçou que a amostra de empresas que participaram do prêmio ABRASCA era bastante heterogênea.

**Tabela 5 - Dados Estatísticos da Amostra ABRASCA - Variáveis Dependentes e Independentes**

Independentes = Indicativas de " Tamanho"	Nome da Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Total Ativos em Reais (Milhões)	AT	13.023	3.851	441	147.040	31.549
Patrimônio Líquido em Reais ( Milhões)	PL	4.238	1.694	186	62.272	10.111
Valor de Mercado em Reais (Milhões)	VALME	8.258	3.898	563	106.530	17.331
Ln do Patrimônio Líquido	LnPL	14,37	14,34	12,14	17,95	1,24
Ln do Total de Ativos	LnAT	15,23	15,16	12,98	18,81	1,36
Ln do Valor de Mercado	LnVALME	15,1	15,18	13,24	18,48	1,25
Independentes = Indicativas de " Risco"						
Índice Dívida / Patrimônio Líquido	Div-PL	0,57	0,5	0	1,51	0,38
Beta - Mês e Mês - 48 meses	BETA	0,68	0,7	0,1	1,5	0,35
Beta Não Alav. - Mês e Mês - 48 meses	BETAUN	0,51	0,5	0,08	1,28	0,28
Independentes = Indicativas de " Variação nos Resultados "						
Variação do Lucro por Ação	VARLPA	1,65	1,15	0,01	5,83	1,35
Taxa de crescimento Dividendos	G	0,22	0,16	-0,7	1,79	0,31
Variação do Retorno sobre Ativos	VARROA	2,06	1,38	0,06	13,98	2,46
Variação do Retorno sobre Patrimônio Líquido	VARROE	2,17	1,42	-0,43	15,28	2,68
Independentes = Indicativas de " Disclosure"						
Índice de Disclosure Notas da ABRASCA	IDISCABR	0,79	0,82	0,5	0,95	0,11
Índice Indicativo de Emissão de ADRs	INADR	0,32	0	0	1	0,47
Índice Indicativo Adesão Novo Mercado	INNEM	0,43	0	0	1	0,5
Dependente = Custo de Capital						
Custo Capital - Modelo Div. Descontados	KeMDD	12,69%	11,84%	6,08%	23,02%	3,81%
Custo Capital - Modelo CAPM	KeCAPM	14,25%	14,46%	6,37%	25,24%	4,71%
Custo Capital - Modelo Ohlson e Juettner	KeOJ	12,38%	11,73%	6,10%	26,96%	4,05%

Fonte: <http://www.abrasca.com.br> acesso em 12/05/2005 e dados da Economia

A amostra contou com três índices de *disclosure* : o IDISCABR, o INADR e o INNM, que representaram, respectivamente, as pontuações de zero a 100 pontos na avaliação dos examinadores do prêmio ABRASCA, as empresas que emitiram ADRs ou não e as empresas que aderiram ou não ao Novo Mercado.

O índice IDISCABR mostrou que a menor nota entre as empresas da amostra foi 0,5 ,ou seja, 50 pontos e a maior nota foi 0,95, respectivamente 95 pontos. A média das notas entre as empresas foi de 79 pontos e o desvio- padrão entre as empresas foi de 11 pontos.

O índice INADR apresentou média 0,32 e desvio-padrão 0,47 e o índice INNM apresentou média 0,43 e desvio-padrão 0,50. Notou-se o baixo número de empresas da amostra que emitiram ADRs ou optaram pelo Novo Mercado pelo elevado desvio-padrão obtido na amostra.

Um outro fator a ser considerado é que na regressão linear múltipla, diversas variáveis foram incluídas com o objetivo de se avaliar sua contribuição na regressão linear. Assim sendo, um dos procedimentos de análise que foi efetuado com relação aos dados da amostra foi a matriz de correlação de Pearson.

**Tabela 6: Matriz de Correlação de Pearson para amostra 37 empresas - ABRASCA**

Variáveis	VARLPA	G	VARROA	DIV-PL	BETAUN	VARROE	INADR	INNM	LnPL	LnAT	LnVALME
G	-0,3160										
<i>p-value</i>	0,0570										
VARROA	0,6560	-0,2200									
<i>p-value</i>	0,0000	0,1910									
DIV-PL	-0,1600	-0,3440	-0,2840								
<i>p-value</i>	0,3460	0,0370	0,0880								
BETAUN	-0,1590	0,2390	0,0370	-0,2920							
<i>p-value</i>	0,3480	0,1540	<u>0,8270</u>	0,0790							
VARROE	<u>0,7130</u>	-0,2430	<u>0,9830</u>	-0,2800	0,0700						
<i>p-value</i>	0,0000	0,1480	0,0000	0,0930	0,6820						
INADR	0,0960	-0,1050	-0,0180	0,1540	0,1280	-0,0050					
<i>p-value</i>	0,5720	0,5350	0,9150	0,3630	0,4490	0,9790					
INNM	0,1160	-0,1440	-0,0750	0,2440	-0,1340	-0,0660	0,2110				

<i>p-value</i>	0,4930	0,3940	0,6610	0,1450	0,4290	0,6990	0,2100				
LnPL	0,1700	-0,2120	0,2740	0,0170	0,2720	0,2960	0,4990	-0,0480			
<i>p-value</i>	0,3150	0,2080	0,1000	0,9210	0,1030	0,0750	0,0020	0,7770			
LnAT	0,1800	-0,2930	0,4040	0,1490	0,3010	0,4260	0,4540	-0,0630	<u>0,9460</u>		
<i>p-value</i>	0,2880	0,0780	0,0130	0,3800	0,0700	0,0090	0,0050	0,7090	0,0000		
LnVALME	0,1220	-0,1750	0,2160	0,0080	0,2040	0,2490	0,4680	-0,1100	<u>0,9240</u>	<u>0,8800</u>	
<i>p-value</i>	0,4720	0,3000	0,1990	0,9610	0,2250	0,1370	0,0040	0,5170	0,0000	0,0000	
IDISCABR	0,4350	-0,2470	0,3010	0,1090	0,1210	0,3360	0,4170	0,0810	0,5460	0,5100	0,4980
<i>p-value</i>	0,0070	0,1400	0,0700	0,5220	0,4760	0,0420	0,0100	0,6340	0,0000	0,0010	0,0020

Fonte: Cálculos *software* GRETL

A decisão de incluir mais de uma variável explicativa para tamanho, risco, variabilidade de resultados e *disclosure*, teve como objetivo analisar quais dessas variáveis seriam mais significativas na explicação do modelo de regressão linear.

A análise da tabela 6 permitiu observar que as seguintes variáveis independentes apresentaram correlação alta:

- VARLPA, VARROE e VARROA. Essas 3 variáveis são indicativas de “variabilidade de resultados” e conceitualmente deveriam apresentar alta correlação;
- Lnpl, LnAT e LnVALME. Essas 3 variáveis são indicativas de “tamanho” e também, conceitualmente, deveriam apresentar alta correlação.

Ao longo dos cálculos deste trabalho de pesquisa, decidiu-se manter todas as variáveis na equação, apesar dos resultados apresentados na matriz de correlação de Pearson, uma vez que o *software* GRETL apresentou a facilidade de excluir as variáveis ponderando diversos critérios, que permitiram ajustar a regressão, conforme mencionado anteriormente no tópico Tratamento Estatístico dos Dados.

Três regressões foram, então, examinadas, por meio da equação 17, para as variáveis KeCAPM, KeMDD e KeOJ.

A primeira regressão foi calculada tendo como variável dependente KeCAPM cujos resultados são apresentados na Tabela 7:

**Tabela 7 - Variável Dependente : KeCAPM -Amostra ABRASCA-37 empresas**

Modelo 1 - Primeira regressão				Modelo 6 - Sexta regressão			
Variável Independente	Coefficiente	T	Nível Sig.	Variável Independente	Coefficiente	t	Nível Sig.
constante	0,0110	0,4070		Constante	0,0202	1,1160	
VARLPA	0,0035	1,4720		VARLPA	0,0023	1,3380	
G	-0,0014	-0,2380		G	omitida		
VARROA	0,0042	1,0630		VARROA	omitida		
DIV-PL	0,0499	5,6360	***	DIV-PL	0,0507	11,4688	***
BETAUN	0,1764	20,9150	***	BETAUN	0,1746	29,0660	***
VARROE	-0,0058	-1,3670		VARROE	-0,0012	-1,4500	
INADR	-0,0021	-0,5140		INADR	omitida		
INNM	-0,0001	-0,0330		INNM	omitida		
LnPL	-0,0012	-0,1510		LnPL	omitida		
LnAT	0,0038	0,4450		LnAT	0,0022	1,5190	
LnVALME	0,0000	0,0110		LnVALME	omitida		
IDISCABR	-0,0368	-1,8210	*	IDISCABR	-0,0388	2,3250	**
R <sup>2</sup> ajustado =	0,963081			R <sup>2</sup> ajustado =	0,968619		
F-statistic (12, 24) = 79,26 (p-value < 0,00001)				F-statistic (6, 30) = 186,197 (p-value < 0,00001)			
*** significativo a 1%		**significativo a 5%		* significativo a 10%			

Fonte: Cálculos *software* GRETL

O GRETL *software* utilizado nesta pesquisa, conforme já ressaltado anteriormente, emitiu uma série de resultados estatísticos com base em oito critérios de adequação: SGMASG,HG,GVC,AIC,SCHWARZ,RICE,FPE e SHIBATA. Após a elaboração da regressão com todas as variáveis, o *software* GRETL sugeriu a variável com menor “*p-value*” e, portanto, possível candidata à exclusão do modelo. Por meio do comando OMIT, foi possível excluir essa variável do modelo e efetuar, novamente, o cálculo da regressão. O *software* comparou pelos oito critérios de testes acima mencionados se a nova forma funcional representava de forma mais ajustada a variável dependente em avaliação.



As variáveis : G, VARROA, INADR, INNEM, LnPL e LnVALME foram omitidas no modelo final, uma vez que não se mostraram significativas segundo os critérios do modelo OMIT. O modelo 6 apresentou a forma funcional mais representativa da regressão linear dos dados da amostra, de acordo com os critérios mencionados acima:

$$KeCAPM = 0,202 + 0,022 LnAT + 0,1746 BETAUN + 0,0507 DIV - PL + 0,0023 VARLPA - 0,0012 VARROE - 0,0388 IDISCABR + \mu$$

A regressão final apresentou  $R^2 = 96,86\%$ , ou seja, quase 100% do custo de capital pode ser explicado pela regressão acima. As variáveis, BETAUN e DIV-PL apresentaram o teste t significativo a 1% com sinal positivo. Esse resultado está em concordância com os resultados obtidos por Botosan (1997), Gebhardt et al. (2001) e Godê e Mohanram (2001).

O índice IDISCABR apresentou sinal negativo, em conformidade com os resultados obtidos nos trabalhos de Botosan (1997) e Hail (2001), e foi significativo a 5%. Esse resultado permite afirmar que as empresas integrantes da amostra ABRASCA, se beneficiaram de um custo de capital menor e com esse resultado a hipótese foi confirmada para KeCAPM.

As demais variáveis incluídas na regressão não se mostraram significativas. Este resultado difere de Botosan (1997) e Gebhardt et al. que obtiveram LNVALME como variável explicativa negativa e significativa.

A segunda regressão foi calculada tendo como variável dependente KeMDD, e foram utilizadas as mesmas variáveis independentes testadas em KeCAPM e os resultados obtidos são apresentados na Tabela 8:

Tabela 8 - Variável Dependente : KeMDD - Amostra ABRASCA- 37 empresas

Modelo 1 - Primeira regressão				Modelo 7 - Sétima regressão			
Variável Independente	Coeficiente	t	Nível Sig.	Variável Independente	Coeficiente	t	Nível Sig.
constante	0,1958	2,270	**	constante	0,1323	2,22	**
VARLPA	-0,0103	-1,357		VARLPA	omitida		
G	0,0714	3,714	***	G	0,0775	4,981	***
VARROA	0,0062	0,485		VARROA	omitida		
DIV-PL	0,0198	0,696		DIV-PL	omitida		
BETAUN	-0,0025	-0,092		BETAUN	omitida		
VARROE	0,0028	0,204		VARROE	omitida		
INADR	0,0068	0,525		INADR	omitida		
INNM	-0,0219	-2,025	*	INNM	-0,0210	-2,211	**
LnPL	0,0490	1,931	*	LnPL	0,0216	2,127	**
LnAT	-0,0333	-1,225		LnAT	omitida		
LnVALME	-0,0214	-1,858	*	LnVALME	-0,0242	-2,46	**
IDISCABR	0,0466	0,719		IDISCABR	0,0534	1,041	
R <sup>2</sup> ajustado =	0,420183			R <sup>2</sup> ajustado =	0,4703		
F-statistic (12, 24) = 3,17405 (p-value < 0,00773)				F-statistic (5, 31) = 7,395 (p-value < 0,000116)			
*** significativo a 1%		**significativo a 5%		* significativo a 10%			

Fonte: Cálculos software GRETL

A forma funcional mais ajustada e representativa do cálculo de KeMDD foi a regressão apresentada abaixo, obtida na sétima regressão, tendo sido omitidas as variáveis: VARLPA, VARROA, DIV-PL, BETAUN, VARROE, INADR e LnAT.

$$KeMDD = 0,1323 + 0,0242 LnVALME + 0,216 LnPL + 0,0775G - 0,0210 INN + 0,0534 IDISC + \mu$$

A regressão final apresentou  $R^2 = 0,4703$ , ou seja, 47 % do custo de capital pode ser explicado pela regressão.

Interessante notar que a variável G, taxa de crescimento de dividendos, se mostrou a mais significativa e com sinal positivo, em conformidade com os resultados obtidos no trabalho de Gebhardt et al. (2001).

Nessa regressão BETAUN e DIV-PL, que são variáveis indicativas de risco não foram significativas. Essas variáveis se apresentaram significativas em diversos trabalhos acadêmicos (eg. BOTOSAN (1997); HAIL, (2002)).

Ao se comparar a correlação de Pearson entre G, BETAUN e DIV-PL, não se notou correlação alta entre estas variáveis.

Uma das hipóteses para BETAUN e DIV-PL não serem significativas na regressão recai na adoção do modelo de cálculo do custo de capital. Esse modelo, como já mencionado anteriormente, é fortemente direcionado pelas projeções de G. Para essa mesma amostra, BETAUN e DIV-PL mostraram-se significativas nos cálculos da regressão de KeCAPM.

Ao serem comparados os resultados obtidos por Gebhardt et al. (2001), notou-se que essas variáveis, também, não se mostraram significativas no trabalho desse autor.

A variável LnVALME, que representa o valor de mercado, também se mostrou significativa e com sinal negativo, em concordância com os resultados obtidos por Botosan (1997) e Gehardt et al. (2001). Para o sinal positivo em LnAT e significativo não se encontrou resultado semelhante em outros autores. As demais variáveis VARROE, VARROA e VARLPA, não apareceram como significativas nos cálculos com o modelo de Rendimento Residual nos trabalhos de Botosan (1997) e Gebhardt et al. (2001).

Cabe acrescentar que a variável *dummy* INNMM se mostrou significativa a 5% com sinal negativo, ou seja, existe um indicativo de que as empresas que aderiram ao Novo Mercado se beneficiaram de um menor custo de capital. Neste trabalho, INNMM é uma das variáveis

representativas para maior nível de *disclosure* e com esse resultado a hipótese foi confirmada para KeMDD.

A terceira regressão foi calculada tendo como variável dependente KeOJ, com as mesmas variáveis independentes testadas para KeCAPM e KeMDD, cujos resultados são apresentados na Tabela 9.

**Tabela 9 - Variável Dependente : KeOJ - Amostra ABRASCA- 37 empresas**

Modelo 1 - Primeira regressão				Modelo 2 - Segunda regressão			
Variável Independente	Coefficiente	t	Nível Sig.	Variável Independente	Coefficiente	t	Nível Sig.
Constante	0,0816	1,125		Constante	0,0517	0,812	
VARLPA	-0,0023	-0,357		VARLPA	-0,0010	-0,209	
G	0,1015	6,273	***	G	0,1080	6,76	***
VARROA	0,0116	1,079		VARROA	0,0018	0,730	
DIV-PL	0,0170	0,712		DIV-PL	-0,0123	-0,901	
BETAUN	0,0181	0,795		BETAUN	-0,0069	-0,386	
VARROE	-0,0045	-0,389		VARROE	omitida		
INADR	0,0052	0,474		INADR	0,0046	0,421	
INNM	-0,0095	-1,046		INNM	-0,0072	-0,795	
LnPL	0,0373	1,748	*	LnPL	0,0121	1,246	
LnAT	-0,0329	-1,432		LnAT	omitida		
LnVALME	-0,0030	-0,308		LnVALME	-0,0092	-1,021	
IDISCABR	0,0012	0,022		IDISCABR	0,0311	0,598	
R <sup>2</sup> ajustado =	0,637			R <sup>2</sup> ajustado =	0,6244		
F-statistic (12, 24) = 6,27 (p-value < 0,00773)				F-statistic (10, 26) = 6,98 (p-value=3,22e-005)			
*** significativo a 1%		**significativo a 5%		* significativo a 10%			

Fonte: Cálculos *software* GRETL

A forma funcional mais ajustada e representativa do cálculo de KeOJ foi a equação obtida na segunda regressão, tendo sido omitidas as variáveis: VARROE e LnAT.

$$KeOJ = 0,517 - 0,0092 LnVALME + 0,0121 LnPL - 0,0069 BETAUN - 0,0123 DIV - PL + 0,1080 G - 0,0010 VARLPA + 0,0018 VARROA - 0,0072 INNMM + 0,0046 INADR + 0,0311 IDISCABR + \mu$$

A regressão final apresentou  $R^2 = 0,6244$ , ou seja, 62 % do custo de capital pode ser explicado pela regressão. Interessante notar que a variável G, taxa de crescimento de dividendos, se mostrou a única variável significativa.

Esses resultados diferiram dos obtidos por Godê e Moharam (2001) que no modelo Ohlson e Juttner, obtiveram resultados significativos para BETAUN, DIV-PL e VARROE. Porém, esses autores não incluíram G na regressão linear e como índice de *disclosure* utilizaram o número de analistas acompanhando a empresa. Dessa forma, a comparação dos resultados obtidos nos testes dessa amostra com o desses autores não pode ser executado por completo.

Porém, no trabalho de Gebhardt et al. (2001), a variável G foi incluída na regressão. Nesse caso G foi a segunda variável mais significativa, a variável com maior nível de significância foi o índice valor de mercado dividido pelo patrimônio líquido. Notou-se, também, no trabalho de Gebhardt et al. (2001), que beta e DIV-PL não se mostraram significativas. Este resultado contraria o resultado obtido pela maioria dos demais pesquisadores, Botosan (1997), Hail (2002), Godê e Mohanram (2001). Uma das possíveis explicações para esta ocorrência é que o modelo Ohlson e Juttner, como já mencionado anteriormente, é fortemente direcionado pela variável (GP) taxa de crescimento perpétuo.

Nas três regressões obtidas para KeCAPM, KeMDD e KeOJ, com relação à amostra ABRASCA de 37 empresas, foram efetuados os testes de normalidade dos resíduos, multicolinearidade, heteroscedasticidade, autocorrelação e o teste de erro de especificação, conforme mencionado no item de Tratamento Estatístico dos Dados, desta dissertação. Os resultados foram satisfatórios e as 3 regressões obtidas não apresentaram erro de especificação dentro dos critérios de testes propostos nesta pesquisa.

Porém, o teste de hipótese desta dissertação é que “ A implementação de uma política de maior *disclosure* reduz o custo de capital “. Portanto, fez-se imperativo analisar, com maior nível de detalhe, as variáveis INADR, INNМ e IDISCABR que são respectivamente as variáveis *dummies* para empresas que emitem ou não ADR, empresas que aderiram ou não ao Novo Mercado e o índice de pontuação ABRASCA.

**Tabela 10 – Comparação dos Resultados Amostra ABRASCA-Índices de Disclosure**

Variável Independente	Modelo KeCAPM			Modelo KeMDD			Modelo KeOJ		
	Coefficiente	t	Nível Sig.	Coefficiente	t	Nível Sig.	Coefficiente	t	Nível Sig.
INADR	Omitida			omitida			0,0046	0,421	
INNМ	Omitida			-0,0210	-2,211	**	-0,0072	-0,795	
IDISCABR	-0,0388	2,3250	**	0,0534	1,041		0,0311	0,598	
*** significativo a 1%			**significativo a 5%			* significativo a 10%			

Fonte: Cálculos *software* GRETL

Observou-se que, na regressão KeCAPM, o índice IDISCABR apresentou sinal negativo e se mostrou significativo em 5%, porém esse índice não foi significativo nas outras regressões. Esses resultados foram compatíveis com os obtidos por Botosan (1997) e Hail (2002), porém cabe salientar que essas autoras utilizaram um índice de *disclosure* similar ao utilizado nesta amostra, porém os cálculos do custo de capital foram efetuados pelo Modelo de Rendimento Residual e não pelo CAPM.

Na regressão KeMDD, o índice INNМ apresentou sinal negativo e mostrou-se significativo a 5%, entretanto, esse índice não se mostrou significativo nas outras duas regressões. Esse resultado está em conformidade com o obtido por Leuz e Verrecchia (2000), nos testes efetuados com empresas alemãs integrantes do índice DAX..

Nenhum dos índices se mostrou significativo na regressão KeOJ. Esse resultado difere do obtido pelos pesquisadores Godê e Mohanram (2001). Esses autores adotaram como índice de *disclosure* o número de analistas acompanhando a empresa e esse índice se mostrou significativo em suas pesquisas em que o modelo Ohlson e Juettner foi utilizado para cálculo do custo de capital.

A variável IDISCABR cuja metodologia de cálculo é similar à utilizada por Botosan (1997), não se mostrou significativa nos cálculos de KeMDD que seria o modelo mais próximo do modelo RIM utilizado pela autora, porém, mostrou-se significativa com o modelo CAPM, modelo que a autora decidiu não utilizar por entender que não seria possível encontrar evidências tanto teóricas quanto empíricas utilizando esse modelo.

Por outro lado, a variável INNМ, também adotada como metodologia para indicação de nível de *disclosure*, mostrou-se significativa a 5% para o modelo MDD. O índice INNМ foi adotado com base nos trabalhos de Leuz e Verrecchia (2000) que também separaram a amostra de suas pesquisas em empresas com maior ou menor nível de *disclosure* embasados em critério de adesão ou não a normas internacionais de publicação de dados contábeis e essa exigência faz parte dos requerimentos mínimos de adesão ao Novo Mercado, razão pela qual se decidiu incluir uma variável *dummy* para separar empresas com essas características. Esses autores utilizaram dados de corte em suas amostras, separados de forma idêntica à utilizada nesta pesquisa. A diferença de procedimento entre este trabalho de pesquisa e o trabalho de Leuz e Verrecchia (2000) referiu-se à metodologia para comprovar a redução no custo de capital. Enquanto esses autores buscaram provar a hipótese da redução do custo de capital por meio da análise da diferença entre os *spreads* de compra e venda dos títulos da empresa, que é

chamado de teste indireto, esta pesquisa optou por calcular diretamente o custo de capital utilizando, nesse caso, o modelo de descontos de dividendos.

Independente das diferenças na adoção de modelos de cálculo de custo de capital, os resultados obtidos em duas das variáveis dependentes  $KeMDD$  e  $KeCAPM$  permitem concluir que foram encontradas evidências, para a amostra ABRASCA, de que a hipótese foi validada.

### 5.3 Amostra Geral

A adoção de uma segunda amostra, neste trabalho de pesquisa, teve como objetivo analisar os efeitos dos testes efetuados com a amostra menor, com 37 empresas, e avaliar se tais resultados se repetiriam em uma amostra mais ampla. Os critérios de cálculo adotados para todas as variáveis dependentes e independentes foram idênticos para as duas amostras. Tal opção foi tomada de modo a viabilizar a comparação dos dados e de resultados. A única variável que teve seu cálculo modificado foi a variável IDISCABR. Na amostra ABRASCA, esse índice representava as pontuações de 0 a 100 obtidas pelas empresas participantes do prêmio ABRASCA e, na segunda amostra, não foi possível manter esse critério pois nem todas as 131 empresas da amostra possuíam pontuação. Dessa forma, para avaliar o efeito entre as duas amostras, ABRASCA e Geral, foi criada a variável *dummy* chamada IDISC, que indica se a empresa participou ou não do prêmio ABRASCA.

A Tabela 11, abaixo, descreve os principais dados estatísticos da Amostra Geral.



**Tabela 11 - Dados Estatísticos da Amostra Geral -Variáveis Dependentes e Independentes**

Independentes=Indicativas de " Tamanho"	Nome da Variável	Média	Mediana	Mínimo	Máximo	Desvio Padrão
Total Ativos em Reais (Milhões)	AT	6.888	1.135	41	147.035	19.668
Patrimônio Líquido em Reais ( Milhões)	PL	2.789	548	0	69.873	8.522
Valor de Mercado em Reais (Milhões)	VALME	4.540	674	615	106.530	12.329
Ln do Patrimônio Líquido	LnPL	13,07	13,21	-9,21	18,06	2,71
Ln do Total de Ativos	LnAT	14,11	13,94	10,62	18,8	1,79
Ln do Valor de Mercado	LnVALME	13,51	13,42	6,42	18,48	2,18
Independentes = Indicativas de " Risco"						
Índice Dívida / Patrimônio Líquido	DIV-PL	0,9266	0,4215	-0,9200	16,9000	2,2580
Beta - Mês e Mês - 48 meses	BETA	0,5461	0,5000	-0,7000	1,5000	0,3799
Beta Não Alav. - Mês e Mês - 48 meses	BETAUN	0,4138	0,3669	-0,1568	1,9900	0,3099
Independentes= Indicativas de " Variação nos Resultados "						
Variação do Lucro por Ação	VARLPA	1,3595	1,1500	-1,1472	5,8300	1,3500
Taxa de crescimento Dividendos	G	0,0936	0,0891	-5,7046	1,7900	0,5682
Variação do Retorno sobre Ativos	VARROA	1,7710	1,1145	-1,1256	13,9800	2,1372
Variação do Retorno sobre PL	VARROE	1,9494	1,2330	-0,9108	15,5800	2,5900
Independentes = Indicativas de " Disclosure"						
Índice Indicativo Adesão Prêmio ABRASCA	IDISC	0,2615	0,0000	0,0000	1,0000	0,4412
Índice Indicativo de Emissão de ADRs	INADR	0,1931	0,0000	0,0000	1,0000	0,3956
Índice Indicativo Adesão Novo Mercado	INNM	0,2231	0,0000	0,0000	1,0000	0,4179
Dependente - Custo de Capital						
Custo Capital - Modelo Div. Descontados	KeMDD	13,52%	11,89%	6,08%	59,15%	6,48%
Custo Capital - Modelo CAPM	KeCAPM	12,66%	11,76%	6,37%	25,24%	4,75%
Custo Capital - Modelo Ohlson e Juettner	KeOJ	12,25%	11,26%	6,10%	37,35%	4,76%

Fonte: Economática

Pode-se observar que existe uma grande dispersão entre o tamanho das empresas participantes da amostra. A menor empresa da amostra apresentou R\$ 41 milhões de reais de ativos e a maior R\$ 147 bilhões. As variáveis independentes e as dependentes também apresentaram elevado desvio-padrão e reforçaram que a Amostra Geral é, também, bastante heterogênea.

Essa amostra contou com três índices de *disclosure* : o IDISC, o INADR e o INNMM, representando 3 variáveis *dummies*, respectivamente, as empresas que participaram ou não do prêmio ABRASCA, as empresas que emitiram ADRs ou não e as empresas que aderiram ou não ao Novo Mercado. O custo de capital foi também calculado para as variáveis KeMDD, KeCAPM e KeOJ. Pode-se notar que o desvio-padrão dos cálculos do custo de capital dessa amostra foi muito maior do que o da amostra ABRASCA. O custo máximo de capital foi de

59,15% no caso de KeMDD que, com certeza se refere a empresas concordatárias ou em processo de reestruturação.

Os dados da matriz de correlação de Pearson para a amostra Geral estão apresentados na Tabela 12 abaixo:

**Tabela 12: Matriz de Correlação de Pearson para Amostra Geral -131 empresas -**

Variáveis	VARLPA	G	VARROA	DIV-PL	BETAUN	VARROE	INADR	INNM	LnPL	LnAT	LnVALME
G	0,0700										
<i>p-value</i>	0,4300										
VARROA	<u>0,7940</u>	0,0640									
<i>p-value</i>	0,0000	0,4680									
DIV-PL	-0,3160	-0,5510	-0,2650								
<i>p-value</i>	0,0000	0,0000	0,0020								
BETAUN	-0,1100	0,1090	-0,0420	-0,2600							
<i>p-value</i>	0,2140	0,2160	0,6350	0,0030							
VARROE	<u>0,7670</u>	0,0110	<u>0,8810</u>	-0,2170	-0,0520						
<i>p-value</i>	0,0000	0,9020	0,0000	0,0130	0,5540						
INADR	0,0610	0,0250	-0,0060	-0,0470	0,2590	-0,0140					
<i>p-value</i>	0,4890	0,7800	0,9420	0,5980	0,0030	0,8710					
INNM	0,1430	0,0530	0,0740	-0,0520	0,0080	0,0500	0,3480				
<i>p-value</i>	0,1050	0,5490	0,4040	0,5570	0,9270	0,5750	0,0000				
LnPL	0,2660	0,1490	0,2110	-0,2450	-0,0610	0,1500	0,4500	0,2170			
<i>p-value</i>	0,0020	0,0910	0,0160	0,0050	0,4910	0,0880	0,0000	0,0130			
LnAT	0,1500	0,0850	0,1330	-0,1990	0,3100	0,1040	<u>0,6320</u>	0,2750	<u>0,7380</u>		
<i>p-value</i>	0,0890	0,3390	0,1320	0,0230	0,0000	0,2400	0,0000	0,0020			
LnVALME	0,2710	0,2440	0,2290	-0,3860	0,2770	0,1830	0,5530	0,2920	<u>0,7240</u>	<u>0,9120</u>	
<i>p-value</i>	0,0020	0,0050	0,0090	0,0000	0,0010	0,0370	0,0000	0,0010	0,0000	0,0000	
IDISC	0,1100	0,0860	-0,0200	-0,0830	0,1760	-0,0320	0,2430	0,3540	0,2930	0,3760	0,4510
<i>p-value</i>	0,2110	0,3320	0,8180	0,3450	0,0450	0,7200	0,0050	0,0000	0,0010	0,0000	0,0000

Fonte: Cálculos *software* GRETL

As seguintes variáveis independentes apresentaram correlação alta: VARLPA, VARROE, VARROA que são indicativas de “variabilidade nos resultados” e LnPL, LnAT e LnVALME que são indicativas de “ tamanho” . Esses resultados estão em concordância com a teoria e com os resultados obtidos na Amostra ABRASCA. Conforme explicado anteriormente, são substituíveis entre si.

Entretanto, nessa amostra, também apresentaram correlação alta LnAT e INADR. Esses resultados podem, eventualmente, indicar que as maiores empresas apresentam maior propensão a emitir ADRs, o que estudos empíricos futuros poderão comprovar.

Para a amostra geral, também três regressões foram examinadas:

A primeira regressão utilizando a equação 17, foi calculada com a variável dependente KeCAPMM:

Tabela 13 - Variável Dependente: KeCAPM- Amostra Geral - 131 Empresas

Modelo 1 - Primeira regressão				Modelo 6 - Sexta regressão				Modelo 6- Sexta regressão - Corrigido (#)			
Variável	Coefficiente	t	Nível Sig.	Variável	Coefficiente	t	Nível Sig.	Variável	Coefficiente	t	Nível Sig.
Independente				Independente				Independente			
contante	0,0162	0,844		contante	0,0106	0,690		contante	0,0194	1,606	
VARLPA	-0,0033	-1,363		VARLPA	omitida			VARLPA	omitida		
G	0,0005	0,120		G	omitida			G	omitida		
VARROA	-0,0020	-1,033		VARROA	-0,0034	-3,934	***	VARROA	-0,0018	-3,039	***
DIV-PL	0,0047	4,116	***	DIV-PL	0,0049	5,025	***	DIV-PL	0,0088	6,659	***
BETAUN	0,1401	18,718	***	BETAUN	0,1423	19,994	***	BETAUN	0,1417	26,620	***
VARROE	0,0002	0,117		VARROE	omitida			VARROE	omitida		
INADR	0,0168	0,274		INADR	omitida			INADR	omitida		
INNM	0,0089	1,838	*	INNM	0,0092	2,078	**	INNM	0,0038	1,378	
LnPL	0,0081	7,055	***	LnPL	0,0081	7,217	***	LnPL	0,0051	3,107	***
LnAT	0,0046	1,415		LnAT	0,0048	1,608		LnAT	0,0045	1,639	
LnVALME	-0,0088	-3,415	***	LnVALME	-0,0087	-3,703	***	LnVALME	-0,0065	-3,458	***
IDISC	0,0003	0,512		IDISC	omitida			IDISC	omitida		
R <sup>2</sup> ajustado=	0,8206			R <sup>2</sup> ajustado=	0,8249			R <sup>2</sup> ajustado=	0,8815		
F-statistic (12, 117)=50,1818 (p-value<0,00001)				F-statistic (7, 122)=87,817 (p-value<0,00001)				F-statistic (7, 122)=138,12 (p-value<0,00001)			
*** significativo a 1%	**significativo a 5%			* significativo a 10%				(#) Corrigido por heteroscedasticidade e resíduos não normais			

Fonte: Cálculos software GRETL

Os sinais apresentados nas variáveis BETAUN e DIV-PL são positivos em concordância com a teoria (HAIL, 2002 ; BOTOSAN, 1997). As variáveis representativas de “tamanho”, LnVALME e LnPL , apresentaram-se significativas, em conformidade com os resultados obtidos por Botosan (1997) e Gebhardt et al. (2001).

Cabe salientar que VARLPA e VARROE , que são medidas de variação nos resultados, não se apresentaram significativas. Esse resultado difere do obtido pelos pesquisadores Godê e Mohanram (2001). A variável G também, mostrou-se significativa nos trabalhos de Gebhardt et al. (2001) e não se mostrou significativa nessa amostra.

O teste de White teve a hipótese nula rejeitada e a regressão foi recalculada para corrigir a heteroscedasticidade. Os testes de autocorrelação e multicolinearidade foram satisfatórios.

O teste de normalidade dos erros mostrou que os erros não são normalmente distribuídos. Segundo Gujarati (2004,p.315), “ a hipótese da normalidade de  $\mu$  , não é essencial se o objetivo do pesquisador for somente a estimativa”.

Este autor esclarece que, os estimadores de Mínimos Quadrados Ordinários são os Melhores Estimadores Lineares Não Viesados (MELNV), independentemente da normalidade dos resíduos da regressão. Na ocorrência da não normalidade de  $\mu$  pode-se recorrer ao Teorema do Limite Central e portanto os teste t e F são válidos assintoticamente, tanto para amostras pequenas, quanto para amostras grandes (GUJATI, 2004). Dessa forma, foram validados os testes t e F.

O teste RESET de Ramsey mostrou que não existiam erros de especificação e que o modelo 6 era o modelo mais adequado. Assim, a regressão final adotada para KeCAPM é a descrita abaixo:

$$KeCAPM = 0,0194 - 0,0065 LnVALME + 0,0045 LnAT + 0,0051 LnPL + 0,1417 BETAUN + 0,0088 DIV - PL - 0,0018 VARROA + 0,0038 INNMM + \mu$$

Porém, para essa amostra nenhum dos índices de *disclosure* se mostrou significativo. Procurou-se avaliar as hipóteses que levariam à exclusão de todas as variáveis de *disclosure* no modelo final. Uma possibilidade seria a correlação entre essas variáveis e as variáveis representativas de tamanho, a saber, LnVALME e LnPL.

Segundo Botosan (1997), os índices de *disclosure* deveriam ser positivamente correlacionadas com o “tamanho” da empresa. A autora baseou-se nos resultados de Ahmed (1995). Realmente, os resultados, apresentados na Tabela 12, mostraram que os 3 índices de *disclosure* e LnVALME e LnPL são positivamente correlacionados e que tal correlação variou entre 0,2170 e 0,5530. Os níveis de correlação apresentados entre essas variáveis podem ter influenciado na exclusão das variáveis de *disclosure* da regressão.

A segunda regressão foi, então, calculada para a amostra Geral tendo como variável dependente KeMDD:

**Tabela 14- Variável Dependente : KeMDD - Amostra Geral 131 empresas**

Modelo 1 - Primeira regressão				Modelo 9 - Nona regressão				Modelo 9 - Nona regressão (#) Corrigido			
Variável Independente	Coefficiente	t	Nível Sig.	Variável Independente	Coefficiente	t	Nível Sig.	Variável Independente	Coefficiente	t	Nível Sig.
contante	0,2897	5,293	***	contante	0,2669	7,754	***	contante	0,2170	8,180	***
VARLPA	-0,0023	-0,333		VARLPA	omitida			VARLPA	omitida		
G	0,0572	5,160	***	G	0,0558	5,337	***	G	0,0889	5,538	***
VARROA	-0,0012	-0,224		VARROA	omitida			VARROA	omitida		
DIV-PL	0,0045	1,368		DIV-PL	0,0050	1,828	*	DIV-PL	0,0027	0,427	
BETAUN	-0,0082	-0,384		BETAUN	omitida			BETAUN	omitida		
VARROE	0,0035	0,828		VARROE	omitida			VARROE	omitida		
lnADR	0,0172	0,980		lnADR	omitida			lnADR	omitida		
lnNM	-0,0133	-0,969		lnNM	omitida			lnNM	omitida		
LnPL	0,0022	0,679		LnPL	0,0027	1,053		LnPL	0,0029	1,437	
LnAT	0,0009	0,093		LnAT	omitida			LnAT	omitida		
LnVALME	-0,0153	-2,087	**	LnVALME	-0,0132	-3,821	***	LnVALME	-0,0100	-3,841	***
IDISC	0,0095	0,672		IDISC	omitida			IDISC	omitida		
R <sup>2</sup> ajustado	0,2152			R <sup>2</sup> ajustado	0,2494			R <sup>2</sup> ajustado	0,2726		
F-statistic (12, 117) = 3,94 (p-value < 4,16 e-005)				F-statistic (4, 125) = 11,761 (p-value < 0,00001)				F-statistic (4, 125) = 11,761 (p-value < 0,00001)			
*** significativo a 1%	** significativo a 5%	* significativo a 10%						(#) Corrigido por heteroscedasticidade & resíduos não normal			

Fonte: Cálculos *software* GRETL

A Tabela 14 mostra a forma funcional final para a regressão KeMDD com apenas as variáveis G e LnVALME como significativas. O sinal positivo para G está em conformidade

com os resultados obtidos por Gehardt et al. (2001) e o sinal negativo em LnVALME, com os obtidos por Botosan (1997).

O teste de White teve a hipótese nula rejeitada e a regressão foi recalculada para corrigir a heteroscedasticidade da forma funcional. Os testes de autocorrelação e multicolinearidade foram satisfatórios, ou seja, não foi detectada autocorrelação ou multicolinearidade.

O teste de normalidade dos erros mostrou que não eram normalmente distribuídos.

Conforme esclarecido anteriormente, os teste t e F são válidos assintoticamente, independentemente da não normalidade de  $\mu$ , se o objetivo do pesquisador for somente a estimativa (GUJARATI, 2004, p.314).

Entretanto, o teste RESET de Ramsey mostrou que os modelos de 1 a 9 eram inadequados, pois apresentaram erro de especificação na regressão e, assim, não se obteve a forma funcional adequada para esse modelo.

Segundo Gujarati (2004,p.312) dois tipos problemas podem ocorrer quando uma regressão apresenta erro de especificação:

1. Problemas devidos às hipóteses de especificação do modelo e a princípio o autor recomenda analisar as hipóteses 1, 2, 3, 4,5 e 11 mencionadas no tópico 4.8 desta dissertação;
2. Problemas em relação aos dados. Estes problemas podem estar relacionados à presença de observações aberrantes (*outliers*) ou a erros de medição dos dados.

A análise dos resultados dos testes apontou para a existência de heteroscedasticidade. É possível que a função de correção de heteroscedasticidade do *software* GRETL não a tenha conseguido corrigir e, uma outra possibilidade é a presença de *outliers*.

A terceira e última regressão foi calculada para a Amostra Geral tendo como variável dependente KeOJ.

A Tabela 15 mostra as variáveis G, VARROE e LnAT como significativas. Os pesquisadores Godê e Mohanram (2001), ao utilizarem este modelo, obtiveram, também, resultados significativos para BETAUN, DIV-PL e VARROA, o que não ocorreu com essa amostra.

**Tabela 15 - Variável Dependente : KeOJ - Amostra Geral - 131 Empresas**

Modelo 1 - Primeira regressão				Modelo 7 - Sétima regressão			Modelo 7- Sétima regressão - Corrigido (#)				
Variável Independente	Coefficiente	t	p-value	Variável Independente	Coefficiente	t	Nível Sig	Variável Independente	Coefficiente	t	Nível Sig
contante	0,2360	6,034	***	contante	0,2233	6,160	***	contante	0,1972	9,774	***
VARLPA	-0,0035	-0,721		VARLPA	omitida			VARLPA	omitida		
G	0,0488	6,160	***	G	0,0493	6,513	***	G	0,1096	7,355	***
VARROA	0,0015	0,367		VARROA	omitida			VARROA	omitida		
DIV-PL	0,0069	2,984	***	DIV-PL	0,0068	3,422	***	DIV-PL	0,0024	0,566	
BETAUN	0,0115	0,750		BETAUN	omitida			BETAUN	omitida		
VARROE	0,0034	1,107		VARROE	0,0029	2,028	**	VARROE	0,0029	4,664	***
lnADR	0,0166	1,326		lnADR	0,0165	1,370		lnADR	0,0122	1,780	
lnNM	-0,0099	-1,005		lnNM	-0,0094	-1,033		lnNM	-0,0085	-1,571	
lnPL	0,0013	0,532		lnPL	omitida			lnPL	omitida		
lnAT	-0,0105	-1,589		lnAT	-0,0084	-3,180	***	lnAT	-0,0074	-4,708	***
lnVALME	-0,0004	-0,770		lnVALME	omitida			lnVALME	omitida		
IDISC	0,0071	0,705		IDISC	omitida			IDISC	omitida		
R <sup>2</sup> ajustado	0,2584			R <sup>2</sup> ajustado	0,2834			R <sup>2</sup> ajustado	0,4049		
F-statistic (12, 117) = 4,64676 (p-value < 0,0000)				F-statistic (6, 123) = 9,503 (p-value < 0,00001)			F-statistic (6, 123) = 15,63 (p-value < 0,00001)				
*** significativo a 1% **significativo a 5% * significativo a 10%				(#) Corrigido por heteroscedasticidade e resíduos não normal							

Fonte: Cálculos *software* GRETL

Porém, o teste RESET de Ramsey mostrou que os modelos de 1 a 7 eram inadequados pois apresentaram erro de especificação na regressão e assim não se obteve a forma funcional final.

As causas prováveis para a existência de erro de especificação também, nessa regressão, podem ser as mesmas mencionadas no parágrafo onde se comentou os resultados da regressão com KeMDD.

Portanto, apenas o modelo CAPM permitiu que se obtivesse uma regressão para calcular o custo de capital para a Amostra Geral e nessa regressão nenhum dos 3 índices de *disclosure* mostrou-se significativo.



## 6. CONCLUSÃO

Este trabalho de pesquisa teve como objetivo principal buscar evidências empíricas de que o custo de capital próprio das empresas possui associação negativa com os níveis de *disclosure* que adotam.

Para que se pudesse atingir o objetivo principal foram traçados três objetivos específicos, a saber:

- 1) Avaliar metodologia disponível para testar a associação entre *disclosure* e custo de capital;
- 2) Analisar quais modelos de custo de capital poderiam ser adotados para utilização no mercado brasileiro e
- 3) Examinar os efeitos da quantidade e da qualidade da informação apresentada pelas empresas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, no relatório anual publicado para os acionistas, por meio da adoção de índices de *disclosure*.

O presente trabalho dividiu-se em três etapas.

Na primeira etapa, foi escolhida a metodologia para testar a associação existente entre custo de capital e *disclosure*. Foi adotado o Método dos Mínimos Quadrados Ordinários, em conformidade com o referencial teórico.

Na segunda, estabeleceu-se uma metodologia para o cálculo do custo de capital.

Inicialmente, neste trabalho de pesquisa, buscou-se efetuar os cálculos pelo Modelo de Rendimento Residual, porém, a dificuldade com a obtenção dos dados direcionou esta pesquisa para a utilização do Modelo de Dividendos Descontados, com taxa de crescimento constante de dividendos, em lugar do Modelo de Rendimento Residual.

Ao longo da elaboração desta dissertação, optou-se pela adoção de três métodos para o cálculo do custo de capital, incluindo entre esses métodos o CAPM, diferentemente dos autores pesquisados que basearam seus trabalhos em modelos derivados do Modelo de Dividendos Descontados, a saber, o Modelo de Rendimento Residual adotado por Botosan (1997), Hail (2002) e Gebhardt et al. (2001), e o Modelo Ohlson Juettner escolhido por Godê e Mohanram (2001) e posteriormente por Cheng, Collins e Huang (2003).

O Modelo Ohlson Juettner foi utilizado nesta pesquisa conforme proposto no trabalho de Godê e Mohanram (2001), com uma única diferença: a de que esse autor utilizou lucro projetado por analistas de mercado e, neste trabalho, os lucros foram projetados utilizando-se a taxa de crescimento de dividendos  $G$ .

Botosan (1997) mencionou em seu trabalho que uma das dificuldades que encontrou para testar a variável *disclosure* em relação ao custo de capital, foi a adoção do modelo de cálculo. Essa pesquisadora adotou como modelo para calcular o custo de capital em seu trabalho, o modelo de Rendimento Residual (RIM), pois nele encontrou evidências, em uma das amostras, de uma associação negativa entre custo de capital e *disclosure*.

Botosan (1997) e Hail (2002) sugeriram em seus trabalhos que a utilização do CAPM não seria a melhor alternativa para analisar uma possível associação entre *disclosure* e custo de

capital, pois, segundo essas pesquisadoras, o modelo assume que há apenas um fator de risco, proporcional à quantidade de risco não diversificável do ativo, e esse fator é o risco da carteira de mercado. Essas autoras fundamentaram seus argumentos no fato de que o CAPM assume, *a priori*, que a possível associação entre custo de capital e *disclosure*, se existente, não afetaria o custo de capital. Ponderaram que a adição de prêmio por outro risco que não o da carteira de mercado, no modelo CAPM, consistiria em um procedimento inteiramente *ad hoc*.

De forma semelhante às críticas feitas por Botosan (1997) à adoção do modelo CAPM, a utilização do modelo de Dividendos Descontados ou do modelo Ohlson e Juettner, estaria, também, sujeita a argumentações com relação aos critérios de projeção dos dados e sua possível interferência no cálculo do valor justo do custo de capital próprio. Portanto, nenhum dos modelos disponíveis para calcular o custo de capital estaria isento de contra-argumentações.

Considerou-se tão importante quanto obter resultados estatísticos significantes, o correto entendimento e interpretação da teoria estabelecida e, dessa forma, a adoção de três modelos para o cálculo do custo de capital teve como objetivo avaliar uma eventual interferência existente entre o modelo adotado para o cálculo do custo de capital e os resultados obtidos nos testes empíricos

Os resultados desta pesquisa evidenciaram que essa interferência pode existir. Para a amostra ABRASCA, em 2 modelos (CAPM e Modelo Dividendos Descontados), foi possível serem obtidas evidências de que a variável explicativa de *disclosure*, no caso IDISCABR e INNEM,

possuíam uma associação negativa significativa com custo de capital, entretanto, com a mesma amostra, não foram obtidos resultados significativos com o modelo Ohlson Juettner. .

Com os resultados conseguidos na amostra ABRASCA, obtiveram-se evidências de que, dependendo do modelo de cálculo de custo de capital adotado, a variável explicativa para índice de *disclosure*, poderá se apresentar significativa ou não. Esse resultado é consistente com os obtidos nas pesquisas de Botosan (1997).

Na terceira etapa, foram estabelecidas as variáveis independentes tendo como base teórica os resultados dos testes empíricos efetuados nos trabalhos de Botosan (1997), Gebhardt et al. (2001), Godê e Mohanram (2001) e Hail (2002). Ao todo foram analisadas doze variáveis, a saber: quatro variáveis explicativas indicativas de “ tamanho “, três indicativas de risco, quatro indicativas de variação nos resultados e três indicativas de *disclosure*.

A adoção de várias variáveis explicativas decorreu do fato de não existirem trabalhos anteriores para as empresas do mercado brasileiro que tivessem efetuado análise similar. A simples escolha discricionária de uma ou outra variável poderia afetar o resultado dos testes.

A adoção de 3 índices de *disclosure* de conteúdos diferentes, a saber, o INADR, representativo das empresas que emitem ou não ADRs, o INNEM, representativo das empresas participantes ou não do Novo Mercado e o IDISCABR, representativo das notas do prêmio ABRASCA, permitiu comparar os resultados alcançados neste trabalho de pesquisa com os resultados obtidos nos trabalhos de Botosan (1997) e Leuz e Verrecchia (2000).

Observou-se que, na regressão KeCAPM, o índice IDISCABR apresentou sinal negativo e se mostrou significativo em 5%. Esses resultados foram compatíveis com os obtidos por Botosan (1997) e Hail (2002). Cabe salientar que essas autoras utilizaram um índice de *disclosure* similar ao IDISCABR, porém os cálculos do custo de capital foram efetuados pelo Modelo de Rendimento Residual e não pelo CAPM. Independentemente da diferença de modelo de cálculo do custo de capital, foram obtidas evidências de que as empresas da amostra ABRASCA se beneficiaram de uma redução no custo de capital próprio pela adoção de padrão diferenciado de *disclosure*.

A variável INNM, também adotada como metodologia para indicação de nível de *disclosure*, mostrou-se significativa a 5% para o modelo Modelo de Dividendos Descontados. O índice INNM foi adotado com base nos trabalhos de Leuz e Verrecchia (2000) que também separaram a amostra de suas pesquisas em empresas com maior ou menor nível de *disclosure* embasados em critério de adesão ou não a normas internacionais de publicação de dados contábeis, e essa exigência faz parte dos requerimentos mínimos de adesão ao Novo Mercado, razão pela qual se decidiu incluir uma variável *dummy* para separar empresas com essas características. Esses autores utilizaram dados de corte em suas amostras, separados de forma idêntica à utilizada nesta pesquisa. A diferença de procedimento entre este trabalho de pesquisa e o trabalho de Leuz e Verrecchia (2000) referiu-se à metodologia para comprovar a redução no custo de capital. Enquanto esses autores buscaram provar a hipótese da redução do custo de capital por meio da análise da diferença entre os *spreads* de compra e venda dos títulos da empresa, que é chamado de teste indireto, esta pesquisa optou por calcular diretamente o custo de capital utilizando, nesse caso, o modelo de descontos de dividendos.

Com os resultados conseguidos com a variável INNМ, também foram encontradas evidências de que as empresas da amostra ABRASCA se beneficiaram de uma redução em seus custos de capital pela adoção de padrões superiores de *disclosure*.

Dessa forma, foram obtiveram-se evidências por dois modelos de cálculo de custo de capital, CAPM e Modelo Dividendos Descontados, e com dois índices de *disclosure*, IDISCABR e INNМ, de que existiu uma associação negativa entre *disclosure* e custo de capital para as empresas pesquisadas da amostra ABRASCA, confirmando a hipótese deste trabalho.

Para a amostra Geral, os resultados desta pesquisa, também, estão em linha com os resultados obtidos por outros pesquisadores.

Na amostra Geral, somente se conseguiu obter uma regressão linear múltipla sem erro de especificação, com o modelo CAPM e essa regressão teve de ser corrigida por heteroscedasticidade. A distribuição dos erros não apresentou uma distribuição normal, uma das hipóteses requeridas pelo modelo de regressão linear. O teste RESET validou a regressão como sem erro de especificação e, portanto, essa foi adotada como forma funcional adequada para calcular o custo de capital para essa amostra. Entretanto, nessa regressão, nenhum índice de *disclosure* apresentou resultado significativo.

Uma das possíveis explicações para que nenhum dos três índices de *disclosure* tenha apresentado nível de significância no teste t, para a amostra Geral, pode ser decorrente da metodologia utilizada pelo *software* GRETL para corrigir heteroscedasticidade. Na sexta regressão, antes de efetuada a correção por heteroscedasticidade, a variável INNМ se apresentava significativa a 5%. Após a correção do modelo por heteroscedasticidade essa

variável foi omitida. Optou-se por concluir, como modelo mais adequado, o modelo 6 após a correção e esse modelo eliminou a variável INNМ.

As regressões da Amostra Geral que utilizaram as variáveis KeMDD e KeOJ, cujo custo de capital foi calculado, respectivamente, pelos modelos de Dividendos Descontados e Ohlson Juettner, apresentaram erro de especificação, mesmo após a correção por heteroscedasticidade e eliminadas a multicolinearidade e a autocorrelação.

Botosan (1997) esclarece que a pesquisa entre *disclosure* e custo de capital, além de ser sensível ao modelo de cálculo do custo de capital adotado, como já mencionado anteriormente, também é sensível à escolha da amostra. Essa autora decidiu trabalhar com apenas 1 setor industrial para poder viabilizar os testes e evitar o risco de trabalhar com amostras muito heterogêneas. É possível que a heterogeneidade apresentada na amostra Geral tenha sido um dos fatores que contribuíram para que os resultados obtidos na amostra ABRASCA, não tivessem se repetido na amostra Geral.

Um outra possibilidade recai na adoção do modelo de cálculo adotado para a amostra Geral.

Botosan (1997) testou vários modelos de cálculos de custo de capital e muitos modelos não se mostraram adequados .

Uma das possibilidades é que as simplificações adotadas nesta pesquisa para cálculo do modelo de custo de capital possa ter afetado os resultados finais. Com relação ao modelo de Dividendos Descontados, optou-se por utilizar a taxa de crescimento de dividendos (G)

constante. Quanto ao modelo de Ohlson Juettner, optou-se por projetar os lucros por ação futuros, pela dificuldade de obter tais dados no mercado brasileiro.

Outra possibilidade é que a amostra Geral, por ser uma amostra representativa de empresas integrantes de todos os setores negociados na BOVESPA, exceto o setor financeiro, apresentou dados muito heterogêneos e com a presença de informações aberrantes (*outliers*).

Em que pese o fato de que, em dois testes nesta dissertação, foram encontradas evidências em favor da hipótese de que o nível de *disclosure* tem associação negativa com o custo de capital, é importante salientar os cuidados a serem observados com relação à generalização dos resultados obtidos.

A adoção de uma amostragem probabilística impede que os resultados possam ser generalizados.

O presente trabalho de pesquisa procurou colaborar para a discussão do tema relacionado a *disclosure* e custo de capital, no mercado brasileiro, por ser relevante para as decisões diárias das empresas.

As principais contribuições deste estudo referem-se aos cuidados que o pesquisador interessado em efetuar testes empíricos relacionados ao tema em questão deve observar quanto:

- a escolha do modelo para cálculo do custo de capital;
- a sensibilidade dos dados da amostra quanto à heterogeneidade;



- a possibilidade de se estabelecer mais de um índice de *disclosure* para avaliar a associação entre *disclosure* e custo de capital;

Foram encontradas evidências, para as empresas participantes do prêmio ABRASCA, de que a adoção de níveis superiores de *disclosure* reduziu seu custo de capital. Apesar de se tratar de uma amostra pequena estes resultados podem incentivar positivamente as empresas brasileiras em suas decisões relacionadas a adoção de políticas mais transparentes e, induzir futuras pesquisas relacionadas ao tema.

Foram testadas 12 variáveis explicativas para o custo de capital baseadas em estudos teóricos e empíricos internacionais, entretanto, uma pesquisa mais completa poderia ser elaborada com a inclusão de outras variáveis explicativas não utilizadas neste estudo.

Recomenda-se analisar a possibilidade de elaboração ou validação de novos índices de *disclosure*, que porventura possam ser mais representativos das condições existentes no mercado Brasileiro.

Foi utilizada a forma mais simplificada do modelo de Dividendos Descontados, o que abre possibilidade para pesquisas com outros modelos de cálculo de custo de capital que venham apresentar maior precisão nos cálculos.

Recomenda-se que, em estudos futuros, sejam efetuados cálculos com outros modelos de cálculo de custo de capital isentos dessa restrição como, por exemplo, os modelos que adotam o conceito de Fluxo de Caixa Livre da Empresa.

## REFÊRENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADAMATI, A. ; PFLEIDERER, P. **A theory of intraday patterns**. Volume and price variability. Review of Financial Studies, v.1, p. 3-40, 1988.

AGUIAR, Andson B. de ; CORRAR, Luiz J. ; BATISTELLA, Flavio D. **Uma avaliação do Impacto do Nível 1 de Governança Corporativa sobre a Quantidade, o Volume e o preço das ações negociadas**. Anais do XXV ENANPAD , 2004.CD-ROM.

AHMED, K. **The effect of corporate characteristics on disclosure quality in corporate annual reports: A meta-analysis**. Victoria University of Wellington Working Paper, New Zealand, 1995.

AMIHUD, Yakov ; MENDELSON, Haim. **Liquidity, Asset Prices and Financial Policy**. Financial Analysts Journal, v.4 , p.56-60, 1991.

**ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE COMPANHIAS ABERTAS – ABRASCA –** Apresenta informações gerais. Disponível em <<http://www.abrasca.com.br>>. Acesso em 12 de Maio de 2005.

**ASSOCIAÇÃO DOS ANALISTAS E PROFISSIONAIS DE INVESTIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS DE SÃO PAULO – APIMEC -** Seção Conheça. Disponível em <<http://www.ibri.com.br>>. Acesso em 12 de maio de 2005.

**ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS EXECUTIVOS DE FINANÇAS – ANEFAC -** Apresenta informações gerais. Disponível em <<http://www.anefac.com.br>>. Acesso em 12 de Maio de 2005.

**ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE INVESTIDORES DO MERCADO DE CAPITAIS - ANIMEC .** Apresenta informações gerais. Disponível em <<http://www.animec.com.br>> Acesso em 12 de Maio de 2005.

BALL, R.; BROWN, P. **An empirical evaluation of accounting income numbers**. Journal of Accounting Research, v.6 , p.159-177, 1968.

BARRY , C. ; BROWN, S. **Differential information and Security Market Equilibrium**. Journal of Financial and Quantitative Analysis , v. 20, p.407-422, 1985.

BLACK, Bernard S. **Strengthening Brazil's Securities Markets**. Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro (2001). Stanford Law School. John M. Olin Program in Law and Economics. Working Paper no. 205. Disponível em < <http://www.ssrn.com>> Acesso em 12 de Maio de 2005.

BLOOMFIELD, R. ; WILKS, T. **Disclosure: Effects in Laboratory: Liquidity, Depth and the Cost of Capital**. The Accounting Review, v.75, n.1 , p.13-41, 2000.

BOTOSAN, Christine A. **Disclosure Level and the Cost of equity capital.** The Accounting Review, v.72, n. 3 , p. 323-350, 1997.

BOTOSAN, Christine A. ; PLUMLEE, A. Marlene. **A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital.** Journal Of Accounting Research, v..40, n.1. p.21-40, 2002.

**BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO – BOVESPA-** Disponível em Apresenta informações gerais. <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em 10 de Maio de 2005.

BRANDIMARTE, Vera. Entrevista. **Revista RI**, Outubro,2004, p.7. Disponível em <<http://www.ibri.com.br>>, Acesso em 04 de Junho de 2004.

CAMBA, Daniela, Editorial: Ações no Divã. **Jornal Valor**. São Paulo 01 de Junho de 2005 Caderno Eu & Investimentos – Capa.

CARVALHO, A.G. **Efeitos da Migração para os níveis de governança da Bovespa.** Trabalho preparado para a BOVESPA, Jan, 2003.<<http://www.novomercadobovespa.com.br>, acesso em 09.12.2004>.

CERVO, Amado L. ; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia Científica.** 5<sup>a</sup>.ed. São Paulo: Person Prentice Hall, 2002.

CHENG, C.S. Agnes ; COLLINS, Denton ; HUANG, H. Henry. **Disclosure and the Implied Cost of Equity Capital.** The Case of S&P Transparency & Disclosure ranking. University of Huston Paper, p. 1-33, 2003.

COLES J.; LOEWENTEIN, U. ; SUAY, J. **On equilibrium pricing under parameters uncertainty.** Journal of Financial and Quantitative Analysis, v.30, n. 3. p. 347-364,1995.

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM.** Disponível em, <[http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Governança\\_Final.doc](http://www.ibgc.org.br/imagens/StConteudoArquivos/Governança_Final.doc)>. Acesso em 10 de Maio de 2005.

CORE, E. John. **A Review of the empirical disclosure literature : discussion.** Journal of Accounting and Economics, v.31, p. 441-456, 2001

CUSHING, Barry ; ROMNEY , Marshall B. **Accounting Information Systems.** 6th.ed. Massachusetts: Addison-Wesley Publishing Company, 1994.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas.** Teoria e Prática. 2<sup>a</sup>.ed. São Paulo: Bookman, 2004.

DIAMOND, D. ; VERRECCHIA, R. **Disclosure, Liquidity, and the Cost of equity capital.** The Journal of Finance, v. 46, n. 4 , p.1327-1359, 1991.

DURÃO, Vera Saavedra. Empresas Brasileiras e a adaptação a Lei Sarbanes-Oxley . **Jornal Valor.** São Paulo, 11 de Maio de 2005. Caderno Empresas. Capa.

EVANS III , H. John ; SRIDHAR, S.Sri. **Disclosure-Disciplining Mechanisms:** Capital Markets, Products Markets and Shareholder Litigation. The Accounting Review, v.77, n. 3, p. 595-626, 2002.

FAMA, Eugene. **The Behavior of stock market prices.** Journal of Business, v. 38 p. 34-105, 1965.

FAMA, Eugene. **Efficient Capital Markets II.** The Journal of Finance, v.46 , n.5, p1-43, 1991.

**FINANCIAL ACCOUNTING STANDARD BOARD (FASB). Objectives of Financial Reporting by business enterprise.** Statement of financial accounting concepts. SFAC1. New York. 1978 e 1980.

FORTUNATO, Graziela ; TEIXEIRA Arilton ; AQUINO, André. **Relação entre transparência e o valor de mercado das empresas brasileiras de Capital aberto.** Anais do XXVIII ENANPAD, 2004. CD-ROM.

FRANKEL, Richard; MCNICHOLS, M. ; WILSON, G. P. **Discretionary Disclosure and External Financing.** The accounting Review, v.70 , n. 1, p. 135-150, 1995.

GARCIA, Fabio Gallo ; SATO, Livia G. ; CASELANI, César N. **O impacto da política de transparência sobre o valor das empresas brasileiras.** Anais do IV Encontro Brasileiro de Finanças , 22 e 23/07/ 2004. Rio de Janeiro. CD-ROM.

GEBHARDT, William ; LEE, Charles M.C. ; SWAMINATHAN, Bhaskaram. **Toward an implied cost of capital.** Journal of Accounting Research, v.39, n.1, p.135-176, 2001.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de Pesquisa.** 2<sup>a</sup>.ed. São Paulo:Atlas,1994.

GLOSTEN, L ; MILGROM, P. **Bid ask transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders,** Journal of Financial Economics, v.14, n.1, p.71-100,1985.

GODÊ, Dan ; MOHANRAM, Partha. **What affects the implied cost of equity capital ?** New York University Paper, p.1-30, 2001.

GUJARATI, N. Damodar . **Econometria Básica**. 3<sup>a</sup>. ed. São Paulo: Pearson, 2004.

HAIL, Luzi. **The Impact of Voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms**. The European Accounting Review, v. 2 , n. 4, p. 741-773, 2002.

HANDA, Puncet ; LINN C. Scott. **Arbitrage Pricing with Estimation Risk**. Journal of Financial and Quantitative Analysis, v. 28, n. 1 , p. 81-100, 1993.

HEALEY, M. Paul ; PALEPU Krishna . **The challenges of investors communications: The case of CUC International. Inc.** Journal of Financial Economics, v.38, p.111-141, 1995.

HEALEY, M. Paul ; PALEPU Krishna. **A review of Empirical Disclosure Literature**. Harvard University Paper, JAE Conference, p.1-31, 2000.

HEALEY, M. Paul ; HUTTON, P. Amy ; PALEPU, Krishna. **Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure**. Contemporary Accounting Research, v.16, n.3 , p.485-520,1999.

HO, T ; MICHAELY, R. **Information Quality and Market Efficiency**. Journal of Financial and Quantitative Analysis, v. 23, p.53-70, 1988.

HOUAISS, Antonio. **Novo Dicionário Folha Webster's** : inglês/português, português/inglês. São Paulo: Folha da Manhã, 1996.

**INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD - IASB. International Accounting Standards 2001**. Londres: FASB, 2001.

**INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD – IASB**. Apresenta informações gerais. Disponível em < <http://www.iasb.org>>. Acesso em 10 de Maio de 2005.

**INSTITUTO BRASILEIRO DE EXECUTIVOS DE FINANÇAS – IBEF**. Apresenta informações gerais. Disponível em :<<http://www.ibef.com.br/>>. Acesso em 10 de de Maio de 2005.

**INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC**. Apresenta informações gerais. Disponível em : <<http://www.ibgc.org.br/ibConteudo.asp?IDArea=2>>. Acesso em 10 de de Maio de 2005.

**INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL – IBRACON –** Apresenta informações gerais.Disponível em : <<http://www.ibracon.com.br>> . Acesso em 10 de de Maio de 2005.

**INSTITUTO BRASILEIRO DE RELAÇÕES COM INVESTIDORES – IBRI** - Apresenta informações gerais. Disponível em <<http://www.ibri.com.br>>. Acesso em 10 de Maio de 2005.

IUDICIBUS, Sergio de. **Teoria da Contabilidade**. 6a.ed. São Paulo: Atlas, 2000.

JAIN, K ; PANJAK, Kim Jan-Chuk ; REZALL, Zabihollah. **Have the Sarbanes-Oxley Act of 2002 and CEOs Certification made the market more informed ?** University of Memphis Paper, p.1-31, 2003.

JENSEN, Michael C. ; MECKELING, William H. **Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure**. Journal of Financial Economics, v.3, p.305-360, 1976.

JENSEN, Michael C. **The Nature of Man**. Journal of Applied Corporate Finance, v.7, p. 4 – 19, 1994

KERLINGER, N. Fred ; LEE, B. Howard. **Foundations of Behavioral Research**. 3rd.ed. Beverly Hills, 2000.

KERLINGER, N. Fred ; LEE, B. Howard. **Metodologia da Pesquisa em Ciências Sociais**. 4ª.ed , São Paulo: EPU/EDUSP, 1997.

KLEIN, R. ; BAWA, V. **The Effect of Estimation Risk on Optimal Portfolio Choice Under Uncertainty**. Journal of Accounting and Economics, v.10, n.4, p.78-95,1975.

KNUTSON, P. **Financial Reporting in the 1990's and Beyond**. Association for Investment Management and Research , Working Paper,1992.

KÔCHE, José Carlos. **Fundamentos de Metodologia Científica**. Rio de Janeiro: Vozes, 1997.

KORAJCYK, Robert A. ; LUCAS, Deborah J. ; MCDONALD, Robert L. **Equity issues with time-varying asymmetric information**. Journal of Financial and Quantitative Analysis, v . 27, n. 3, p. ,1992.

KOTHARI, S.P. **Capital Markets research in accounting**. Journal of Accounting and Economics, v.31 , p.105-231, 2001.

KYLE, Albert P., **Continuous action and insider trading**. Econométrica, v.53, n.1, p.1315-1335,1985.

LANG, Mark ; LUNDHOLM, Russell. **Corporate Disclosure policy and analyst behavior**. The Accounting Review, v.71, n.1 , p. 467-492, 1993.

LANG, Mark ; LUNDHOLM, Russell **Voluntary disclosure during equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock ?** University of Michigan Paper, p.1-21, 1996.

LAURETTI, Lélío. Apresenta **Noticias da ABRASCA**. Disponível em <<http://www.abrasca.com.br>>. Acesso em 12 de Maio de 2005.

LEUZ, Christian ; VERRECCHIA, Robert E. **The Economic Consequences of Increased Disclosure**. Journal of Accounting Research, v. 38, Supplement 91-124, 2000.

LEUZ, Christian ; VERRECCHIA, Robert E. **Firms Capital Allocation Choices, Information Quality and the Cost of Capital**. The Wharton School Paper, p.1-63, University of Pennsylvania, 2004.

LIMA, João Batista de ; TERRA, Paulo Renato Soares. **Governança Corporativa e Reação do Mercado de Capitais às informações financeiras**. Anais do XXVIII ENANPAD, 2004. CD-ROM.

LIMA, João Batista de ; TERRA, Paulo Renato Soares **A reação do mercado de capitais brasileiro a divulgação das informações contábeis** Parte I: O efeito incondicional e segundo o resultado de exercício. Anais do IV Encontro Brasileiro de Finanças, Rio de Janeiro, 22 a 23/7/2004. CD-ROM.

MALIENI JUNIOR, Walter. **Práticas de Governança Corporativa e geração de valor para os acionistas**. 2003. 241p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas - Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo,2001.

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

NOGUEIRA,Ronnie, Workshop destaca informações valiosas para o relatório anual de 2004. **Revista RI**, São Paulo, Outubro, 2004, p.32. Disponível em <<http://www.ibri.com.br>>, Acesso em 04 de Junho de 2004.

OLSON, James A. ; JUETTNER-Nauroth, Beate. **Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value Earnings**. , New York University Working Paper,p.1-23, September, 2000.

PEREIRA, Marco Antonio Pereira. **Estudo do Nível de Divulgação e sua relação com a Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras.** Anais do XXVIII ENANPAD,2004.CD-ROM.

RAMANATHAN, Ramu. **Introductory Econometrics with Applications.** 5th.ed. Ohio: South-Western, 2002.

RICHARDSON, Roberto J. **Pesquisa Social: métodos e técnica.** 4<sup>a</sup>.ed. São Paulo: Atlas, 1989.

ROSS, S. ; WESTERFIELD, R. ; JAFFE, J. **Administração Financeira.** 2<sup>a</sup>.ed. São Paulo:Atlas, 2002.

SAMPIERI, Roberto H.; COLLADO, Carlos F.; LUCIO, Pilar B. **Metodologia de la investigation.** 2<sup>nd</sup>. Ed. : McGraw-Hill, 1998

SENGUPTA, Partha .**Corporate Disclosure quality and the cost of debt.** Accounting Review, v.73 , no. 4, p .459-474 , 1998.

SILVA, Wesley Mendes da ; OLIVEIRA Fo, Paulo Azevedo de ; NOBREGA, Obionor de Oliveira. **Determinantes da determinação voluntária de informações na Internet: Um estudo de empresas listadas na BOVESPA.** Anais do XXVIII ENANPAD, 2004. CD-ROM.

SIMON, H. A. **A Behavioral Model of Rational Choice.** Quarterly Journal of Economics, v.69, n.1, p.99-118,1955.

SOUZA, Paulo Roberto Esteves de Barros. **Análise do Atual Estágio de Disclosure das Companhias Abertas no Mercado de Capitais Brasileiro e Contribuições para o seu aprimoramento.** 1995, 219p. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia e Administração , Universidade de São Paulo, São Paulo,1997.

SPROULL, N. **Handbook of Research Methods: a guide for practitioners and students in the Social Sciences.** 2nd. Ed. London Screcrow Press, 2002.

VERGARA, Sylvia C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 2<sup>a</sup>.ed. São Paulo: Atlas, 2003.

WATTS, R : ZIMMERMAN, J. **Positive Accounting Theory: A ten year perspective.** The Accounting Review, v.1, n. 65, p. 131-156, 1990.



**Anexo 1 – RANKING ABRASCA e PARTICIPAÇÃO IBOVESPA**

Empresas	Código	Setor Econômico	Participação Ibovespa	Nota Abrasca IDISC
Acesita PN	ACES4	Siderurgia & Metalurgia	1,06%	74,00
Alpargatas PN	ALPA4	Têxtil	0,00%	78,00
Aracruz PNB	ARCZ6	Papel e Celulose	1,06%	81,00
Belgo Mineira PN	BELG4	Siderurgia & Metalurgia	0,00%	92,33
Brasil Telecom PN	BRTO4	Telecomunicações	2,27%	91,60
Caemi PN	CMET4	Mineração	3,83%	78,66
Cemig PN	CMIG4	Energia Elétrica	2,68%	69,66
Coelba ON	CEEB3	Energia Elétrica	0,00%	82,33
Confab PN	CNFB4	Siderurgia & Metalurgia	0,00%	53,66
Copesul ON	CPSL3	Química	0,00%	76,33
Duratex PN	DURA4	Outros	0,00%	87,00
Eletropaulo Metropo PN	ELPL4	Energia Elétrica	0,55%	70,33
Embraer PN	EMBR4	Veiculos e peças	1,04%	82,66
Gerdau PN	GGBR4	Siderurgia & Metalurgia	4,19%	88,00
Iochp-Maxion ON	MYPK3	Veiculos e peças	0,00%	63,33
Ipiranga Dist PN	DPPI4	Petróleo e Gás	0,00%	65,00
Ipiranga Pet PN	PTIP4	Petróleo e Gás	0,65%	65,00
Ipiranga Ref PN	RIPI4	Petróleo e Gás	0,00%	65,00
Itausa PN	ITSA4	Outros	1,45%	86,66
Itautec ON	ITEC3	Eletroeletrônicos	0,00%	86,66
Klabin PN	KLBN4	Papel e Celulose	0,52%	82,66
Marcopolo ON	POMO3	Veiculos e peças	0,00%	80,33
Pao de Acucar PN	PCAR4	Comércio	0,00%	95,33
Perdigao PN	PRGA4	Alimentos e Bebidas	0,00%	90,66
Petrobras PN	PETR4	Petróleo e Gás	7,97%	88,66
Petroflex ON	PEFX3	Química	0,00%	73,00
Randon Part PN	RAPT4	Veiculos e peças	0,00%	50,00
Ripasa PN	RPSA4	Papel e Celulose	0,00%	83,66
Sadia SA PN	SDIA4	Alimentos e Bebidas	1,11%	88,33
Sid Tubarao PN	CSTB4	Siderurgia & Metalurgia	1,40%	80,33
Souza Cruz ON	CRUZ3	Outros	0,57%	84,33
Suzano Papel PNA	SUZB5	Papel e Celulose	0,00%	92,33
Telemar-Tele NL Par PN	TNLP4	Telecomunicações	8,41%	85,66
Telemig Celul Part PN	TMCP4	Telecomunicações	0,78%	81,66
Tim Participacoes PN	TCSL4	Telecomunicações	1,10%	83,33
Tractebel ON	TBLE3	Energia Elétrica	0,00%	66,00
Usiminas PNA	USIM5	Siderurgia & Metalurgia	5,99%	86,00
Total Empresas		37	46,62%	

Fonte: <http://www.abrasca.com.br> acesso em 12/5/2005 e <http://www.bovespa.com.br> acesso em 10/5/2005.

