



**DIMITRE MORANT VIEIRA GONÇALVES PEREIRA**

**UM ESTUDO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE O LUCRO CONTÁBIL E O  
DISCLOSURE DAS COMPANHIAS ABERTAS DO SETOR DE MATERIAIS  
BÁSICOS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS**

**RECIFE**

**2008**

**DIMITRE MORANT VIEIRA GONÇALVES PEREIRA**

**UM ESTUDO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE O LUCRO CONTÁBIL E O  
DISCLOSURE DAS COMPANHIAS ABERTAS DO SETOR DE MATERIAIS  
BÁSICOS: EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS NO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS**

Dissertação apresentada ao Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco e Universidade Federal do Rio Grande do Norte como requisito para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

**Orientador: Prof. Jorge Expedito de  
Gusmão Lopes, PhD.**

**RECIFE**

**2008**

Pereira, Dimmitre Morant Vieira Gonçalves

Um estudo sobre a relação entre o lucro contábil e o disclosure das companhias abertas do setor de materiais básicos : evidências empíricas no mercado brasileiro de capitais / Dimmitre Morant Vieira Gonçalves Pereira. – Recife : O Autor, 2008.

123 folhas : gráf. e quadro.

Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de Pernambuco. CCSA. Ciências Contábeis, 2008.

Inclui bibliografia e anexo.

1. Informações contábeis. 2. Evidenciação. 3. Mercado de capitais. 4. Abertura de informação ao público. 5. Mercado financeiro – Análise. I. Título.

657 CDU (1997) UFPE

657 CDD (22.ed.) CSA2008-035

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

DIMITRE MORANT VIEIRA GONÇALVES PEREIRA

UM ESTUDO SOBRE A RELAÇÃO ENTRE O LUCRO CONTÁBIL E O DISCLOSURE  
DAS COMPANHIAS ABERTAS DO SETOR DE MATERIAIS BÁSICOS: EVIDÊNCIAS  
EMPÍRICAS NO MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS

Aprovado em 09 de maio de 2008,

Banca Examinadora:

Prof. Jorge Expedito de Gusmão Lopes, Ph.D – UFPE (Orientador)

Prof. José Francisco Ribeiro Filho, Doutor – UFPE (Membro Interno)

Prof. Lázaro Plácido Lisboa, Doutor - USP (Membro Externo)

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por me guiar pelo caminho da fé e da perseverança, provendo meu espírito de paz e meu corpo de saúde.

À minha família pelo amor e compreensão que me conduziram à conclusão dessa importante etapa da minha vida.

À minha noiva Ana Carolina por encontrar no seu amor a felicidade e a força para vencer os obstáculos da vida.

Agradeço ao meu orientador professor Jorge Lopes, o arquiteto das minhas vitórias acadêmicas e pessoais, por sempre ter acreditado no meu potencial e por ter me concedido a oportunidade de participar da sua vida.

Agradeço a todos os meus professores do mestrado, especialmente ao professor Francisco Ribeiro, por terem me proporcionado os saberes necessários para realização desse trabalho. Ao professor Lázaro Plácido Lisboa da Universidade de São Paulo pela participação na banca examinadora e pelas contribuições para o enriquecimento do trabalho.

Agradeço à Coordenação Geral do programa de pós-graduação na pessoa do professor Jorge Katsumi Niyama e à Comissão para o Aperfeiçoamento do Ensino Superior – CAPES do Ministério da Educação pelo fomento concedido ao desenvolvimento das minhas atividades acadêmicas durante o período do curso.

Agradeço a todos que fazem parte da equipe que viabiliza a realização das atividades do programa, em especial ao Dinamérico e ao Paulo, pela atenção e gentileza com que me trataram sempre.

Agradeço aos meus colegas de turma Humberto, Jorge, Wesley e Roberta pelas demonstrações de companheirismo e apoio durante o curso. Por último mas não menos importante, agradeço aos meus amigos Felipe, Rodrigo, Caio, Hugo, Rafael e Marcleide pelo apoio incondicional nessa importante etapa da minha vida.

## RESUMO

PEREIRA, Dimmitre M.V.G. **Um estudo sobre a relação entre o lucro contábil e o disclosure das companhias abertas do setor de materiais básicos: evidências empíricas no mercado brasileiro de capitais.** 2008. Dissertação (Mestrado) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPE/UFPE/UFRN), Recife, 2008.

O objetivo do trabalho em tela foi analisar a influência da métrica contábil de lucro sobre o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração das companhias. A hipótese orientadora do estudo afirma que nas companhias abertas, existe uma relação significativa entre as escolhas dos administradores sobre o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração e a métrica contábil de lucro. Nesse sentido, o presente estudo contribui com a literatura contábil testando a hipótese de que o lucro contábil é um fator capaz de prever ou explicar o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração das companhias abertas brasileiras do setor de materiais básicos. Essa pesquisa, portanto, conjuga dois importantes capítulos da teoria contábil: *disclosure* e lucro. Trata-se de uma pesquisa descritiva embasada no método hipotético-dedutivo de investigação, desenhada para levantar evidências empíricas sobre a relação entre o lucro contábil e o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração das 58 companhias abertas do setor de Materiais Básicos listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa em 2006. O estudo se utilizou de técnicas de pesquisa bibliográfico-documental e de análise de conteúdo. Para testar a hipótese orientadora da pesquisa foram construídos dois modelos de regressão linear múltipla. O Modelo I apresentou como variável dependente uma métrica desenvolvida para captar o nível de *disclosure* (DISCLOSURE) e como variáveis independentes o logaritmo da receita líquida (TAMANHO), uma variável binária indicando a adesão ou não a um dos níveis de governança corporativa da Bovespa (GOVERNANÇA) e uma variável binária para identificação da nacionalidade acionista controlador (IDENTIDADE). No Modelo II se mantiveram as mesmas variáveis do Modelo I, mas incluiu-se uma variável explicativa binária indicando a presença ou ausência de lucro contábil no exercício (LUCRO). A análise dos dados revelou que no setor de Materiais Básicos da Bovespa, em 2006, o lucro contábil apresentou uma relação positiva com as escolhas dos administradores sobre o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração. No entanto, não é possível afirmar com base nos resultados qual é a intenção do administrador ao decidir incrementar o *disclosure* apenas na presença do lucro. Para tal, é necessário recorrer às teses apresentadas na literatura sobre as motivações da administração relacionadas o nível de *disclosure*. Também foram confirmadas as teses de que o tamanho da empresa, a adesão a um dos níveis de governança corporativa da Bovespa e a presença de acionistas controladores estrangeiros contribuem positivamente para o nível de evidenciação apresentado nos relatórios das companhias. O estudo concluiu, portanto, que nas empresas do setor de Materiais Básicos da Bovespa a presença do lucro contábil no exercício de 2006 consistiu em um incentivo para que os administradores elevassem o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração das companhias.

**Palavras-Chave:** Disclosure, Lucro Contábil, Relatório da Administração.

## ABSTRACT

PEREIRA, Dimmitre M.V.G. **A study about the relationship between the accounting profit and the disclosure of the companies of the section of basic materials: empiric evidences in the brazilian market of capitals.** 2008. Dissertation (Master degree) – Programa Multiinstitucional e Inter-Regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis (UnB/UFPB/UFPE/UFRN), Recife, 2008.

The objective of the work in screen was to analyze the influence of the metric accounting of profit on the disclosure level contained in the reports of the administration of the companies. The guiding hypothesis of the study affirms that in the open companies, a significant relationship exists among the administrators' choices on the disclosure level contained in the reports of the administration and the metric accounting of profit. In that sense, the present study contributes with the accounting literature testing the hypothesis that the accounting profit is a factor capable to foresee or to explain the disclosure level contained in the reports of the administration of the Brazilians companies of the section of basic materials. That research, therefore, it conjugates two important chapters of the accounting theory: disclosure and profit. It is a descriptive research based in the hypothetical-deductive method of investigation, drawn to lift empiric evidences about the relationship between the accounting profit and the disclosure level contained in the reports of the administration of the 58 companies of the striped section of Basic Materials in the Stock exchange of São Paulo - Bovespa in 2006. The study was used of techniques of bibliographical-documental research and of content analysis. To test the guiding hypothesis of the research two models of multiple lineal regression they were built. The Model I presented as dependent variable a metric one developed to capture the disclosure level (DISCLOSURE) and as independent variables the logarithm of the liquid income (SIZE), a binary variable indicating the adhesion or not to one of the levels of corporate governance of Bovespa (GOVERNANCE) and a binary variable for identification of the nationality controlling shareholder (IDENTITY). In the Model II they stayed Model I same variables, but a binary explanatory variable was included indicating the presence or absence of accounting profit in the exercise (PROFIT). The analysis of the data revealed that in the section of Basic Materials of Bovespa, in 2006, the accounting profit presented a positive relationship with the administrators' choices on the disclosure level contained in the reports of the administration. However, it is not possible to affirm just with base in the results which it belongs the intention to the administrator when deciding to increase the disclosure in the presence of the profit. For such, it is necessary to appeal to the theories presented in the literature about the motivations of the administration related the level of disclosure. Also were confirmed the theories that the size of the company, the adhesion to one of the levels of corporate governança of Bovespa and the controllers' foreign shareholders presence contributes positively to the disclosure level presented in the reports of the companies. The study ended, therefore, that in the companies of the section of Basic Materials of Bovespa the presence of the accounting profit in the exercise of 2006 consisted of an incentive so that the administrators elevated the disclosure level contained in the reports of the administration of the companies.

**Key-Words:** Disclosure, Accounting Profit, Report of the Administration.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 01 - Linhas de Pesquisa em Disclosure e suas Questões.....	11
Quadro 02 – Relação: Principal – Agente.....	19
Quadro 03 – Incentivos Presentes na Atuação dos Administradores.....	24
Quadro 04 – Informações Obrigatórias Contidas no Relatório da Administração.....	33
Quadro 05 – Informações Voluntárias Contidas no Relatório da Administração.....	35
Quadro 06 – Lucro Contábil versus Lucro Econômico.....	43
Quadro 07 – Classificação em Subsetores e Segmentos das Empresas Admitidas à Negociação na Bovespa e que Compõem o Setor de Materiais Básicos.....	48
Quadro 08 – Variáveis do Modelo de Regressão Múltipla.....	50
Quadro 09 - Componentes do Índice Utilizado para Aferir o Nível de <i>Disclosure</i> .....	53
Quadro 10 – Análise Descritiva da Receita Líquida.....	73
Quadro 11 – Testes de Normalidade da Receita Líquida.....	74
Quadro 12 – Testes de Normalidade do Logaritmo da Receita Líquida.....	76
Quadro 13 – Análise Descritiva do Resultado do Exercício.....	79
Quadro 14 – Testes de Normalidade do Resultado do Exercício.....	80
Quadro 15 – Análise Descritiva do NDCS <small>compulsório</small> .....	84
Quadro 16 – Análise Descritiva do NDCS <small>voluntário</small> .....	86
Quadro 17 – Análise Descritiva do NDCS <small>total</small> .....	100
Quadro 18 – Escala para o alpha de Cronbach.....	101
Quadro 19 – Testes de Normalidade do NDCS <small>total</small> .....	101
Quadro 20 – Resumo dos Resultados dos Testes de Diferença de Médias.....	102
Quadro 21 – Matriz de Correlação de Spearman.....	104
Quadro 22 – Resumo dos Resultados dos Modelos com a Variável Dependente DISCLOSURE.....	108

**LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 01 – Distribuição das Empresas por Subsetores.....	69
Gráfico 02 – Distribuição das Empresas por Segmentos.....	70
Gráfico 03 – Governança Corporativa no Setor de Materiais Básicos.....	71
Gráfico 04 – Identidade do Acionista Controlador.....	72
Gráfico 05 – Histograma de Frequência da Receita Líquida.....	74
Gráfico 06 – Diagrama de Extremos e Quartís da Receita Líquida.....	75
Gráfico 07 – Histograma de Frequência do Logaritmo Receita Líquida.....	76
Gráfico 08 – Diagrama de Extremos e Quartís do Logaritmo da Receita Líquida.....	77
Gráfico 09 – Desempenho das Empresas do Setor de Materiais Básicos em 2006.....	78
Gráfico 10 – Histograma de Frequência do Resultado do Exercício.....	79
Gráfico 11 – Diagrama de Extremos e Quartís do Resultado do Exercício.....	80
Gráfico 12 – Total da Receita Líquida por Subsetor.....	81
Gráfico 13 – Número de Adesões aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa por Subsetor.....	82
Gráfico 14 – Identidade do Acionista Controlador por Subsetor.....	83
Gráfico 15 – Presença dos Itens de Evidenciação Compulsória nos RAd.....	85
Gráfico 16 – Resumo das Informações Gerais e Não Financeiras Apresentadas nos Relatórios da Administração.....	87
Gráfico 17 – Resumo das Informações Financeiras Adicionais Apresentadas nos Relatórios da Administração.....	91
Gráfico 18 – Resumo das Análises de Tendências e Discussão e Análise Gerencial Apresentadas nos Relatórios da Administração.....	93
Gráfico 19 – Resumo das Informações sobre Risco, Criação de Valor e Projeções Apresentadas nos Relatórios da Administração.....	96

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
1.1 APRESENTAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO DO PROBLEMA .....	10
1.2 OBJETIVOS .....	14
1.2.1 <i>Geral</i> .....	14
1.2.2 <i>Específicos</i> .....	14
1.3 HIPÓTESE DO ESTUDO.....	15
1.4 JUSTIFICATIVA.....	15
<b>2. REVISÃO DA LITERATURA</b> .....	<b>17</b>
2.1 PAPEL DO DISCLOSURE NO MERCADO DE CAPITAIS .....	17
2.1.1 <i>O Problema de Agência</i> .....	17
2.1.2 <i>Assimetria Informacional</i> .....	19
2.1.3 <i>A Função do Disclosure no Mercado de Capitais</i> .....	20
2.2 DECISÕES DA ADMINISTRAÇÃO SOBRE DISCLOSURE. ....	22
2.2.1 <i>Ótica da Teoria Contábil Positivista</i> .....	22
2.2.2 <i>Ótica do Mercado de Capitais</i> .....	25
2.2.2.1 <i>Incentivos para Realização do Disclosure Voluntário</i> .....	25
2.3 DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES FINANCEIRAS .....	30
2.3.1 <i>Relatórios Financeiros</i> .....	30
2.3.2 <i>Relatório da Administração</i> .....	31
2.4 LUCRO CONTÁBIL.....	37
2.4.1 <i>Lucro, Capital e Manutenção da Riqueza</i> .....	37
2.4.2 <i>Lucro Econômico versus Lucro Contábil</i> .....	39
2.4.3 <i>A Relevância do Lucro Contábil: Crepúsculo ou Ressurgimento?</i> .....	44
<b>3. PROCEDIMENTO METODOLÓGICO</b> .....	<b>47</b>
3.1 SELEÇÃO E TAMANHO DA AMOSTRA .....	47
3.2 TRATAMENTO ESTATÍSTICO .....	49
3.3 DEFINIÇÃO TEÓRICA E OPERACIONAL DAS VARIÁVEIS.....	51
3.3.1 <i>Nível de Disclosure (DISCLOSURE)</i> .....	51
3.3.2 <i>Lucro Contábil (LUCRO)</i> .....	64
3.3.3 <i>Tamanho da Empresa (TAMANHO)</i> .....	64
3.3.4 <i>Identidade do Acionista Controlador (IDENTIDADE)</i> .....	65
3.3.5 <i>Governança Corporativa (GOV)</i> .....	66
3.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO .....	67
3.5 PRINCIPAIS DIFICULDADES NA COLETA DE DADOS .....	67
3.6 PRINCIPAIS LIMITAÇÕES DA PESQUISA.....	68
<b>4. ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	<b>68</b>
4.1 ANÁLISE DESCRITIVA E TRATAMENTO DAS VARIÁVEIS.....	68
4.1.1 <i>Perfil das Empresas Analisadas</i> .....	68
4.1.2 <i>Perfil da Evidenciação das Empresas</i> .....	84
4.2 TESTE DE CONFIABILIDADE INTERNA DO NÍVEL DE DISCLOSURE.....	100
4.3 TESTES DE DIFERENÇA DE MÉDIAS.....	101
4.4 RESULTADOS DO MODELO DE REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA .....	104
<b>CONCLUSÃO</b> .....	<b>111</b>
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	<b>113</b>
<b>ANEXO A – OUTPUS DO SPSS PARA OS MODELOS DE REGRESSÃO</b> .....	<b>117</b>

## 1. INTRODUÇÃO

### 1.1 Apresentação e Caracterização do Problema

Comunicar aos acionistas e as demais partes interessadas o sucesso de uma negociação ou de um novo projeto, a valorização das ações da companhia no mercado ou um lucro acima das expectativas pode se tornar uma oportunidade de barganha para os administradores. Interessados em recompensas pessoais (promoções, mordomias, reconhecimento) e pecuniárias (bônus, opções, aumentos salariais), é de se esperar que os mesmos valorizem esse momento evidenciando todos os pontos em que sua atuação foi decisiva para os resultados alcançados.

Em uma situação oposta, o que dizer do fracasso de negociações e projetos importantes para a companhia, como justificar um prejuízo inesperado seguido de uma significativa desvalorização das ações. Qual o comportamento esperado nesse cenário? Iriam os administradores evidenciar o maior volume possível de informações para esclarecer as partes interessadas o que realmente aconteceu, ou simplesmente adotariam posturas defensivas atribuindo a culpa a fatores externos e ou criando explicações muitas vezes não-plausíveis para ocorrências inatas à vida das empresas.

As questões sobre o volume e a qualidade das informações fornecidas aos usuários externos é um dos problemas dos quais se ocupa a teoria contábil contemporânea [(IUDÍCIBUS, 2004),(HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999)]. A separação entre propriedade e controle, os problemas de assimetria informacional e de *agency*<sup>1</sup> estão no cerne dessas questões. A informação contábil, nesse contexto, seria responsável pela redução da assimetria de informações e das atitudes oportunistas dos administradores, preocupados em maximizar sua utilidade em detrimento da utilidade de terceiros (proprietários e credores). (LOPES e MARTINS, 2005).

---

<sup>1</sup> Ver Jensen e Meckling (1976)

Para Beattie, McInnes e Fearnley (2004) a pesquisa sobre o nível de *disclosure* das companhias e seus impactos no mercado de capitais tem aumentado significativamente. Esses estudos têm como objeto a forma como a administração produz e relata os resultados, bem como o efeito que essa evidenciação produz nos destinatários da informação (analistas, investidores, governos e outros). Conduzindo uma revisão da literatura sobre assimetria informacional, relatórios financeiros e evidenciação voluntária de informações pela direção das companhias e sua relação com o mercado de capitais Healy e Palepu (2001) identificaram as principais linhas de pesquisa desenvolvidas atualmente sobre *disclosure*. As linhas, seus objetivos e questões de pesquisa são apresentados abaixo:

### **Quadro 01 - Linhas de Pesquisa em Disclosure e suas Questões**

<b>Linhas de Pesquisa</b>	<b>Questões</b>
<p>1. Regulamentação do Disclosure</p> <p>Nessa linha, encontram-se os trabalhos referentes aos problemas de assimetria informacional e de <i>agency</i> e o papel do <i>disclosure</i> na mitigação dos mesmos.</p>	<p><b>Por que há necessidade de regulamentar o <i>disclosure</i> no mercado de capitais? Qual <i>disclosure</i> deve ser regulamentado e qual não deve?</b></p> <p><b>Quão efetivos são os padrões contábeis na construção de uma comunicação com credibilidade entre gestores e investidores externos? Quais os fatores que determinam essa efetividade?</b></p> <p><b>Qual informação de evidenciação compulsória deveria ser incluída diretamente nas demonstrações contábeis e quais deveriam ser incluídas nas informações suplementares as demonstrações?</b></p>
<p>2. O Papel dos Auditores e dos Intermediários da Informação no <i>Disclosure</i></p> <p>Trabalhos que investigam a forma e os impactos ocasionados pela atuação dos auditores independentes e de outros intermediários da informação no mercado de capitais.</p>	<p><b>Quão efetivos são os auditores no aumento da credibilidade das demonstrações contábeis? Que fatores influenciam a efetividade dos auditores?</b></p> <p><b>Quão efetivos são os analistas financeiros como intermediários da informação? Que fatores influenciam sua efetividade?</b></p> <p><b>Como o <i>disclosure</i> afeta as garantias oferecidas pelos analistas financeiros sobre suas avaliações?</b></p>

### 3. Decisões da Administração sobre o *Disclosure*

Essa linha de pesquisa tem duas áreas distintas: na primeira, denominada de *Positive Accounting Theory* o foco está nas decisões da administração sobre os relatórios financeiros, o custo de manutenção dos contratos entre as partes interessadas e seus impactos num mercado eficiente que opera na forma semi-forte. Na segunda linha, o foco está nas decisões sobre a evidenciação das informações.

### 4. Conseqüências do *Disclosure* no Mercado de Capitais

Investiga as conseqüências das práticas de evidenciação, suas mudanças e os impactos da evidenciação voluntária no mercado de capitais.

Que fatores afetam as escolhas dos administradores sobre o *disclosure*?

**Qual é a relação entre *disclosure*, governança corporativa e incentivos gerenciais? Que papel o conselho de administração e o comitê de auditoria jogam no processo de *disclosure*?**

Como os investidores respondem ao *disclosure* das empresas? O *disclosure* realizado fora das demonstrações contábeis tem credibilidade?

Os investidores atribuem avaliações distintas ao *disclosure* incluído diretamente nas demonstrações contábeis e o *disclosure* incluído nas informações suplementares?

Quais fatores influenciam na percepção dos investidores sobre a qualidade do *disclosure* dos mercados de capitais através das economias?

O *disclosure* afeta a alocação dos recursos?

Fonte: Adaptado de Healy e Palepu (2001:411)

O trabalho em tela se posiciona na linha de pesquisa denominada por Healy e Palepu (2001) de *Decisões da Administração sobre o Disclosure*. Nela, é discutido o papel da informação contábil no mercado de capitais investigando, entre outros pontos, as motivações dos administradores para realizar evidenciação voluntária de informações assim como o volume, a qualidade e a credibilidade desta evidenciação. Nessa linha de pesquisa, o *disclosure* pode ser analisado sob duas abordagens diferentes:

- A primeira abordagem é a da *Ótica da Teoria Contábil Positivista*. Nessa abordagem, o foco está nas escolhas da administração sobre os relatórios financeiros, o custo de manutenção dos contratos entre as partes interessadas e seus impactos num mercado eficiente que opera na forma semi-forte. Busca explicar as motivações dos administradores sobre o nível de *disclosure* e adoção de determinadas práticas contábeis a partir de questões internas. (HEALY e PALEPU, 2001).

- A segunda abordagem é relacionada ao *disclosure* voluntário e denominada de *Ótica do Mercado de Capitais*. O foco dessa abordagem está no papel da divulgação de informações no mercado de capitais, explicando as motivações dos administradores para escolhas sobre o nível de *disclosure* e práticas contábeis a partir de fatores relacionados ao mercado. Para Healy e Palepu (2001) os estudos dessa linha partem da premissa que mesmo num mercado eficiente os administradores possuem consideravelmente mais informações do que o investidor externo, em relação ao futuro do empreendimento. Na presente investigação, predomina a abordagem do *Mercado de Capitais*. O argumento central do trabalho é o de que, as escolhas dos administradores com relação ao *disclosure* também são afetadas pelas métricas contábeis.

Dentre as informações divulgadas pela companhia nas suas diversas formas destaca-se o lucro contábil. Na visão de Hendriksen e Van Breda (1999) o lucro pode ser conceituado em três diferentes níveis: sintático (estrutural), semântico e comportamental. No nível semântico o lucro representa para os acionistas um indicador da eficiência da gestão, ou seja, a expectativa é de que a administração maximize o retorno sobre os ativos investidos sendo o lucro a expressão dessa eficiência.

Em uma investigação acerca dos fatores associados à evidenciação voluntária dos resultados, Leventis e Weetman (2004) analisando 87 relatórios anuais de companhias gregas, concluíram que o resultado contábil dispara diferentes comportamentos em relação ao *disclosure* e que existe uma forte pressão por parte do mercado no sentido de que as informações sobre lucros e dividendos sejam divulgadas de forma transparente e inteligível, principalmente quando a empresa utiliza instrumentos de captação de recursos em mercados mais avançados em termos de exigências de informações.

Através de uma revisão da literatura em busca de evidências empíricas que suportem os conceitos e os modelos construídos para análise dos dados, o trabalho em tela pretende contribuir com a literatura em *disclosure* ao investigar um dos possíveis fatores responsáveis pelas escolhas dos administradores sobre o *disclosure* respondendo o seguinte problema de pesquisa:

**Estará o lucro contábil relacionado com as escolhas realizadas pelos administradores sobre o nível de disclosure contido nos relatórios da administração das companhias?**

## **1.2 Objetivos**

### 1.2.1 Geral

O objetivo do trabalho em tela é analisar a influência da métrica contábil de lucro sobre o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração das companhias.

### 1.2.2 Específicos

- a) Revisar a literatura nacional e internacional em busca de evidências empíricas que suportem os pressupostos contidos nesse estudo, a escolha das variáveis que possibilitarão a condução da pesquisa e a realização das análises quantitativas e qualitativas necessárias;
- b) Conduzir, através de técnicas devidamente embasadas na literatura pesquisada, a observação e o registro dos valores associados às variáveis em análise;
- c) Realizar análises quantitativas e qualitativas no intuito de comprovar as hipóteses levantadas sobre o comportamento das variáveis;
- d) Confrontar o resultado dos testes de hipótese com os resultados encontrados por estudos similares conduzidos na literatura nacional e internacional;

e) Analisar os resultados obtidos a partir do problema de pesquisa levantado, considerando as possíveis generalizações dos resultados, suas limitações e novos questionamentos suscitados por eles.

### 1.3 Hipótese do Estudo

A hipótese orientadora do estudo admite que nas companhias abertas, existe uma relação significativa entre as escolhas dos administradores sobre o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração e a métrica contábil de lucro, sendo expressa da seguinte maneira:

**As escolhas realizadas pelos administradores sobre o nível de disclosure contido nos relatórios da administração estão relacionadas à métrica contábil de lucro.**

$h_0$  – O nível de *disclosure* das companhias de capital aberto não está relacionado à métrica contábil de lucro.

$h_1$  – O nível de *disclosure* das companhias de capital aberto está relacionado à métrica contábil de lucro.

### 1.4 Justificativa

A relevância do trabalho em tela advém do aumento significativo da literatura que investiga os impactos da evidenciação no mercado de capitais (BEATTIE, MCINNES e FEARNLEY, 2004) e da necessidade de explicar e prever os fatores que influenciam a quantidade e a qualidade do *disclosure* prestado pelas companhias. Evidências empíricas suportam a tese sobre a qual o desempenho da organização em um determinado período dispara diferentes comportamentos nos administradores em termos de evidenciação [(FIELD, LOWRY E SHU, 2005), (LEVENTIS E WEETMAN, 2004)]. No entanto, não foram encontradas evidências empíricas na literatura nacional

sobre uma relação entre o lucro contábil e o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração das companhias.

Um importante indicador de desempenho para as empresas é o resultado apurado pela Contabilidade. No entanto, inspirados nas obras de Solomons “Economic and accounting concepts of income.” e de Johnson e Kaplan “Relevance Lost” publicadas em 1961 e 1988 respectivamente, muitos autores têm, ao longo do tempo, criticado severamente a mensuração e a relevância do lucro contábil até mesmo profetizado o fim ou “crepúsculo” do mesmo e até da própria Contabilidade. No artigo “Lucro Contábil – Crepúsculo ou Ressurgimento”, publicado em outubro de 1989, o Professor Sérgio de Iudícibus apresenta uma série de argumentos em defesa do conceito de lucro contábil contra as críticas mais recorrentes. O debate sobre a mensuração e a relevância do lucro contábil para os usuários das demonstrações contábeis, no entanto, não se encerrou.

Nesse sentido, o presente estudo contribui com a literatura contábil testando a hipótese de que o lucro contábil é um fator capaz de prever ou explicar o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração das companhias abertas brasileiras. O trabalho em tela, portanto, conjuga dois importantes capítulos da teoria contábil: *disclosure* e lucro. De forma complementar, o trabalho faz uma análise detalhada sobre os elementos contidos no *disclosure* das companhias, identificando o tipo de informação evidenciado com mais frequência e verificando ainda se as companhias atendem as orientações da Comissão de Valores Mobiliários – CVM para elaboração do relatório da administração.

## 2. REVISÃO DA LITERATURA

### 2.1 Papel do Disclosure no Mercado de Capitais

Na visão de Jensen e Meckling (1976) a firma é uma ficção jurídica responsável por abrigar uma variedade de contratos – explícitos ou implícitos – entre os diferentes atores que a compõem. O surgimento do contrato entre proprietários e gestores na firma moderna está relacionado à separação entre propriedade e controle, e como decorrência desse novo contrato é que aparecem os principais problemas para alocação eficiente de recursos dos investidores nas oportunidades disponíveis no mercado de capitais: o problema de agência<sup>2</sup> e de assimetria de informações<sup>3</sup> (HEALY e PALEPU, 2001).

#### 2.1.1 O Problema de Agência

Na firma clássica não havia problemas de agenciamento e de assimetria da informação, pois nelas havia um único gestor, sendo este considerado o principal acionista (LOPES e MARTINS, 2005). Para Eaton e Eaton (1999:181) “A forma mais comum é a firma administrada pelo proprietário, em que uma só pessoa é dona da firma e também toma as decisões mais importantes.”

Dentro dessa visão, a firma clássica é considerada como uma unidade técnica, onde a figura do administrador e do investidor (acionista) se confundem, logo o nível de assimetria de informações é zero e conseqüentemente o custo de aquisição de informações também, não ocorrendo à necessidade do investidor exercer fiscalização das decisões tomadas pelo administrador uma vez que se trata da mesma pessoa. Para Sloan (2001) sem esse problema o papel do *disclosure* é reduzido, uma vez que não há necessidade de se prover aos investidores informações sobre o investimento.

---

<sup>2</sup> Decorrentes da teoria da agência ou *agency theory* formalmente apresentada pela primeira vez por Jensen e Meckling (1976).

<sup>3</sup> Diferenças nos níveis de informação entre proprietários e gestores (Akerlof, 1970).

Com a separação dos papéis de administrador e proprietário ocorre uma situação que não havia antes na firma clássica, surgem os conflitos de interesse e problemas de informação em função da incapacidade do proprietário conhecer todas as ações praticadas pelo administrador (HENDRIKSEN E VAN BREDA, 1999). A partir desse momento, surge um contrato entre o proprietário e o administrador. Para Nossa, Kassai e Kassai (2000) os contratos surgem em decorrência das imperfeições do ambiente informacional e da racionalidade limitada dos agentes, sua função é regular a relação de direitos e deveres entre as partes envolvidas.

Para Lopes e Martins (2005) a empresa pode ser entendida enquanto um conjunto de contratos entre os diversos agentes interessados em sua atividade, em razão de cada um deles contribuir com algo para a firma recebendo em troca uma contraprestação. Para Iudícibus (2004) os grupos que se relacionam com a firma demandam informações da Contabilidade, de forma que cada tipo de grupo tem uma meta a maximizar ou um tipo de informação mais importante. Ainda segundo Iudícibus (2004) para os proprietários (acionistas) as informações mais importantes estão relacionadas ao fluxo regular dos dividendos, ao valor de mercado da ação e ao lucro por ação.

Para Nossa, Kassai e Kassai (2000) os contratos implicam em autoridade e definem rotinas a serem seguidas, ou seja, um dos contratantes decide pelos dois ou mais, acelerando o processo de tomada de decisão. Nesse sentido, o problema fundamental dos contratos consiste na delegação e monitoramento da autoridade concedida para tomar decisões.

A teoria do agenciamento busca explicar as relações contratuais entre os membros de uma organização, considerando que estes são motivados exclusivamente pelos seus interesses. Consiste em uma conexão contratual, na qual o principal encarrega o agente de prestar algum serviço em seu benefício, delegando para tal certos poderes de decisão. (NOSSA, KASSAI e KASSAI, 2000:3)

O problema de monitoramento da autoridade concedida pelo principal ao agente para tomar decisões é objeto da *agency theory* (teoria do agenciamento). Para Hendriksen e Van Breda (1999) em um contrato existem dois indivíduos, um é o agente e outro é o principal. A tarefa do agente é realizar as tarefas para o principal, que promete remunerá-lo.

### **Quadro 02 – Relação: Principal – Agente**

<b>Relação Principal – Agente</b>	<b>O que o Principal espera do Agente?</b>
<b>Acionistas -Administradores</b>	<b>Que o agente maximize a riqueza do investidor através da valorização das ações e do pagamento de dividendos.</b>

Fonte: Adaptado de Nossa, Kassai e Kassai (2000)

Para Sloan (2001) o problema básico de agência reside na relação do acionista (principal) e do administrador (agente), pois este último irá agir no sentido de maximizar sua própria utilidade em detrimento das expectativas de retorno do capital investido pelos acionistas. Portanto, a necessidade de monitoramento das ações dos gestores (agentes) pelos proprietários (principais) decorre da propensão *natural* dos gestores de maximizarem a sua utilidade em detrimento da maximização da utilidade do acionista, ou seja, de conduzirem os negócios da companhia de acordo com suas preferências pessoais em relação ao esforço, ao tempo, ao risco e à utilização dos ativos, em detrimento das preferências e expectativas dos proprietários com relação a esses mesmos fatores.(NOSSA, KASSAI E KASSAI, 2000).

#### 2.1.2 Assimetria Informacional

As diferenças de informações e o conflito de interesses entre o principal e o agente são expressões da assimetria informacional ou problema dos “limões” (AKERLOF apud LOPES e MARTINS, 2005) . Considerando uma situação limite, tem-se um mercado onde a metade das oportunidades de investimento são boas e a outra

metade são ruins. A ausência total de informações sobre ambos os negócios conduziria os investidores a avaliarem as oportunidades como semelhantes, superavaliando as oportunidades ruins e subavaliando as boas oportunidades. Nesse contexto, a ausência de informações sobre os negócios compromete o funcionamento do mercado de capitais na medida em que dificulta a alocação dos recursos dos poupadores de forma eficiente (HEALY e PALEPU, 2001).

Nesse contexto, a assimetria informacional representa um duplo risco para os investidores e conseqüentemente para o funcionamento do mercado de capitais. O primeiro está relacionado à alocação dos recursos em alternativas ruins, uma vez que os investidores – em face das poucas informações – não poderão discernir com diligência entre um bom e um mau negócio. O segundo risco decorre da expropriação pelo administrador em virtude dos problemas de agência. O fator que viabiliza essa expropriação reside na incapacidade do investidor em conhecer todas as alternativas disponíveis ao administrador no momento em que ele toma uma decisão que pode afetar o valor da empresa.

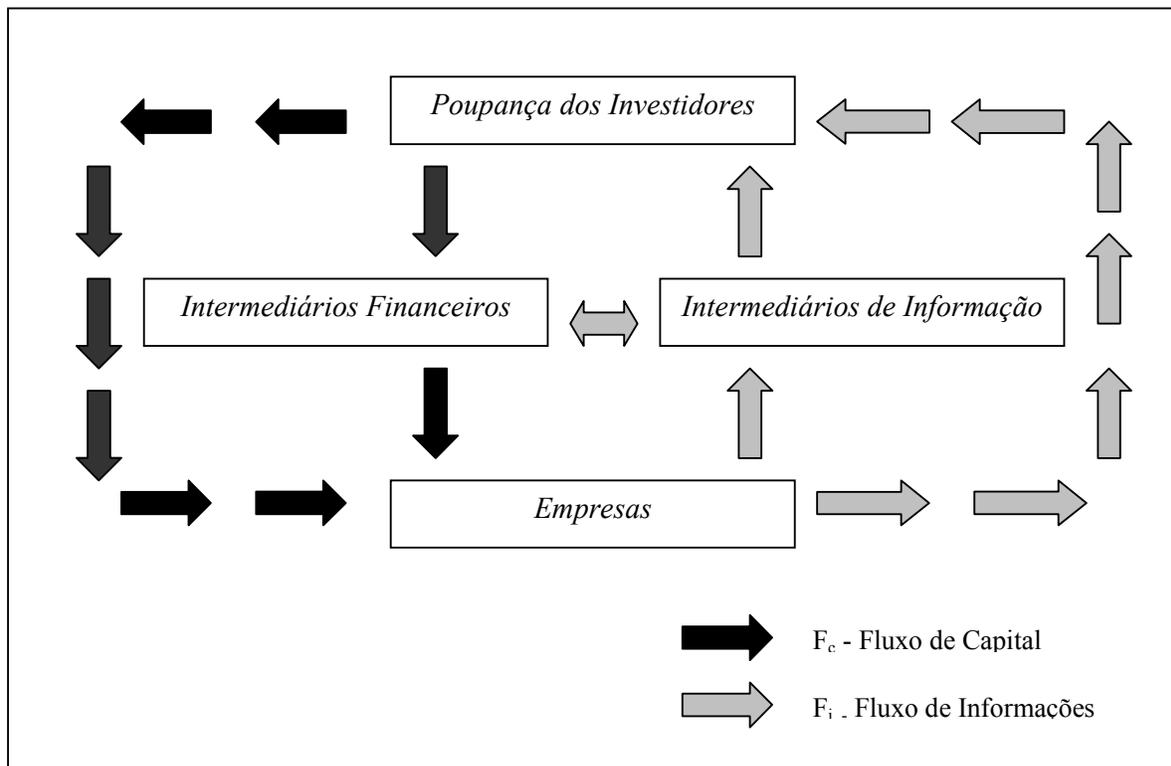
### 2.1.3 A Função do Disclosure no Mercado de Capitais

A evidenciação ou *disclosure* não é um princípio ou convenção contábil, mas está relacionado ao objetivo da Contabilidade de garantir informações diferenciadas de acordo com as necessidades dos usuários de modo que as demonstrações contábeis não se tornem enganosas para os mesmos. O ato de evidenciar informações deve ser precedido por um estudo do perfil do investidor médio, verificando em cada circunstância de tempo ou espaço a qualidade e a quantidade de informação que pode ser útil ao seu processo decisório. (IUDÍCIBUS, 2004)

Nesse sentido, o *disclosure* ou evidenciação de informações por parte das companhias é um fator crítico para a eficiência do mercado de capitais. Essa prestação de informações aos mercados é realizada por meio de relatórios regulamentados (Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP) ou mesmo pela evidenciação voluntária de informações de natureza não-financeira sobre a companhia em jornais, revistas, sítios na *internet* e outros meios (HEALY e PALEPU, 2001).

A função do *disclosure* no mercado de capitais, portanto, consiste na redução da assimetria informacional entre os agentes que dele participam através da evidenciação de informações relevantes sobre o valor e o desempenho das companhias prestadas de forma compulsória, por meio de mecanismos legais e/ou normativos, ou de forma voluntária pelas empresas.

**Figura 01 – Fluxo de Capital e de Informações no Mercado de Capitais**



Fonte: Adaptado de Healy e Palepu (2001:408)

A figura acima apresenta duas espécies distintas de fluxo: Fluxo de Capital ( $F_c$ ) e Fluxo de Informações ( $F_i$ ). Com base na literatura apresentada o Fluxo de Capital entre a poupança dos investidores e as empresas poderá ser efetuado diretamente ou através do sistema financeiro através de seus intermediários, esse fluxo representa a tentativa de alocação dos recursos de forma eficiente. No entanto, devido aos problemas de assimetria informacional e agenciamento o fluxo de capital depende necessariamente de um fluxo informacional direto entre a empresa e os investidores ou indireto (através de intermediários da informação) que prestarão as informações para investidores diretamente ou aos intermediários financeiros responsáveis pela aplicação de suas economias.

Esse fluxo de informações ou *disclosure* extrapola os demonstrativos financeiros contábeis, tratam-se de informações dos mais variados aspectos operacionais como será evidenciado na métrica desenvolvida para o *disclosure* (na parte dos procedimentos metodológicos). Nesse sentido, a informação contábil é um dos elementos do *disclosure*, mas não o único.

## **2.2 Decisões da Administração sobre Disclosure.**

### 2.2.1 Ótica da Teoria Contábil Positivista

Nessa linha, o foco está nas escolhas da administração sobre os relatórios financeiros, o custo de manutenção dos contratos entre as partes interessadas e seus impactos num mercado eficiente que opera na forma semi-forte. Busca explicar as motivações dos administradores sobre o nível de *disclosure* e adoção de determinadas práticas contábeis a partir de questões internas. (HEALY e PALEPU, 2001).

Para Lopes e Martins (2005) a Teoria Contábil Positivista pode ser analisada sob duas perspectivas:

a) Oportunística – Considera que os indivíduos atuam buscando a maximização de seu bem-estar;

b) Eficiência – Parte do pressuposto de que as organizações dispõem de controles que lhes permitem limitar atitudes oportunistas e, assim, induzir os gestores a escolher métodos contábeis que minimizem custos contratuais e que mais se afinem com seus padrões de eficiência.

Segundo Watts e Zimmerman *apud* Lopes e Martins (2005) são três as hipóteses que explicam as decisões sobre o *disclosure* e as práticas contábeis adotadas pelos administradores:

1ª) Hipótese do Plano de Bônus ou Incentivo - A hipótese do plano de incentivos é a de que os administradores de empresas que recebem remuneração em termos variáveis usarão freqüentemente métodos contábeis que aumentem o resultado do período ou dos elementos que determinem sua remuneração;

2ª) Hipótese do Grau de Alavancagem - A hipótese do grau de endividamento prevê que as firmas que possuem graus de endividamento maiores estão mais sujeitas a usar métodos contábeis que aumentem o lucro em virtude dos limites determinados pelos *convenants*<sup>4</sup>;

3ª) Hipótese do Tamanho ou dos Custos Políticos - A hipótese dos custos políticos prevê que os gestores de grandes empresas usarão técnicas para reduzir os lucros mais freqüentemente do que os gestores de empresas pequenas em razão de o tamanho ser um forte determinante da atenção política e tributação.

---

<sup>4</sup> São restrições ao comportamento da empresas aplicadas sobre os administradores pelos credores na forma de proibições na contração de novos débitos e patamares mínimos e máximos para índices financeiros. (LOPES e MARTINS, 2005).

Diante das 3 hipóteses, Lopes e Martins (2005) descrevem no quadro abaixo os reais incentivos presentes na atuação dos administradores.

### **Quadro 03 – Incentivos Presentes na Atuação dos Administradores**

<b>Incentivo</b>	Decisões dos Administradores
Sistemas de Remuneração	<b>-Os administradores tenderão a maximizar a medida pela qual eles estão sendo remunerados.</b>
<i>Covenants</i> e outras restrições	<b>-É natural que, quando as restrições por parte dos credores estiverem relacionadas com indicadores contábeis, os gestores tentem administrar os resultados para não ultrapassar os limites estabelecidos.</b>
Legislação Societária	<b>-A liberdade dada aos administradores pela legislação societária de cada país tem papel significativo nas decisões tomadas sobre assuntos contábeis.</b>
Clima Organizacional	<b>-Apesar da difícil mensuração, o clima organizacional possui impactos significativos sobre a performance dos gestores e seus incentivos.</b>
Concorrência	<b>-A estrutura de mercado (oligopólio, concorrência perfeita, monopólio etc.) dentro da qual uma empresa atua pode ter efeito direto sobre suas demonstrações contábeis.</b>
<b>Mecanismos de Governança Corporativa</b>	<b>- Os gestores conhecem bem quais os mecanismos de governança que realmente funcionam e tendem a evitar as estruturas organizacionais que limitam a liberdade de atuação.</b>

Fonte: Adaptado de Lopes e Martins (2005:46-48)

Segundo Watts e Zimmerman apud Healy e Palepu (2001) os gestores avaliam o custo de adotar determinadas práticas e prover informações que causem alterações no valor das empresas, tendendo naturalmente a fornecerem mais informações quando

avaliam que os benefícios obtidos para os mesmos serão superiores ao custo. Em uma situação oposta se faz necessária à regulação das práticas contábeis e do *disclosure*.

### 2.2.2 Ótica do Mercado de Capitais

Na segunda linha, relacionada ao *disclosure* voluntário e denominada de *Ótica do Mercado de Capitais* o foco está no papel da divulgação de informações no mercado de capitais, explicando as motivações dos administradores para escolhas sobre o nível de *disclosure* e práticas contábeis a partir de fatores relacionados ao mercado. Para Healy e Palepu (2001) os estudos dessa linha partem da premissa que mesmo num mercado eficiente os administradores possuem consideravelmente mais informações do que o investidor externo, em relação ao futuro do empreendimento. Para Healy e Palepu (2001) as motivações para que os administradores realizem *disclosure* voluntário baseadas em razões do mercado de capitais são as seguintes:

#### 2.2.2.1 Incentivos para Realização do Disclosure Voluntário

##### *Transações no Mercado de Capitais*

Os administradores tendem a tomar decisões que melhorem a percepção dos investidores sobre a empresa, com vistas a reduzir o custo de futuras transações de captação de recursos próprios ou de terceiros. A literatura sobre *disclosure* revela que a presença de assimetria informacional, na forma de informações privadas permite a expropriação de investidores dependentes de informação pública pelos investidores que têm acesso a esse tipo de informação, elevando o prêmio que o mercado cobra pela existência de informação privada e aumentando, portanto, o custo do capital das empresas. Nesse contexto, os administradores teriam incentivos para melhorarem a qualidade do *disclosure*, tornando públicas as informações relevantes para reduzir a assimetria informacional e conseqüentemente o custo do capital. [(BROWN, FINN e HILLEGEIST, 2001), (EASLEY e O'HARA, 2003), (MYERS e MAJLUF, 1984)].

Em um estudo conduzido com mais de 400 executivos Graham, Harvey e Rajgopal (2005) determinaram os fatores que guiam os relatos sobre os resultados e as decisões sobre o *disclosure* das companhias. Eles concluíram, entre outros pontos, que os executivos evidenciam voluntariamente informações adicionais para: (1) reduzir o custo e o risco inerente à informação; (2) manipular o preço das ações e (3) melhorar a reputação da equipe de administração.

Uma pesquisa conduzida por Ashbaugh, Collins e La Fond (2004) com 1498 empresas americanas encontraram evidências que comprovam a existência de uma relação entre o custo do capital próprio e qualidade do *disclosure*. Em outra pesquisa conduzida no mercado americano, Botosan (1997) encontrou evidências empíricas de que nas empresas que recebem pouca cobertura de analistas de mercado existe uma relação entre *disclosure* e custo do capital próprio. No entanto, em uma pesquisa conduzida por Chen, Chen e Wey (2003) com 545 empresas asiáticas não se pôde constatar a existência desse relacionamento.

#### *Custos de Litígio Judicial*

Para Healy e Palepu (2001) a ameaça de litígios judiciais influencia as decisões dos administradores sobre o *disclosure*. Ações legais contra os gestores em razão de evidenciação inadequada ou enganosa sobre a real situação da empresa motiva os administradores a melhorarem a qualidade e o volume do *disclosure*. Skinner (1997) afirma que os administradores melhoram a qualidade do *disclosure*, principalmente sobre más notícias, a fim de evitar litígios judiciais em virtude da supervalorização dos papéis da companhia no mercado. Field, Lowry e Shu (2005) em um estudo no qual discutem o papel da evidenciação envolvendo más notícias, encontram embasamento para afirmar que a evidenciação, quando antecipada, é capaz de deter litígios judiciais entre a administração e os investidores.

No entanto, o medo de serem alvos de ações judiciais inibe a divulgação de previsões de desempenho pelos administradores. Uma expectativa ou previsão não confirmada pode ser estopim para um litígio judicial entre administradores e investidores. (HEALY e PALEPU, 2001).

#### *Contestação do Controle Corporativo*

Para Healy e Palepu (2001) o medo de perder seus empregos em razão de um fraco desempenho das ações da empresa no mercado faz com que os administradores evidenciem o máximo de informações possíveis, evitando assim, a subvalorização dos papéis da companhia no mercado e para explicar as possíveis razões para o desempenho ruim em determinado período. A literatura aponta que desempenhos ruins com relação ao valor das ações no mercado geram dúvidas nos membros do Conselho de Administração e nos acionistas sobre a capacidade dos administradores conduzirem os negócios, podendo culminar com a substituição do presidente ou com a tomada hostil do controle da companhia [(WARNER, WATTS e WRUCK, 1988), (MORCK, SHLEIFER e VISHNY, 1990), (WEISBACH, 1988), (DeANGELO, 1988), (PALEPU, 1986)].

#### *Compensação com Ações*

Uma política de remuneração dos administradores baseada em ações gera incentivos para que os administradores divulguem informações com o objetivo de aumentar a liquidez das ações no mercado de capitais, afastando dessa forma o risco de subavaliação e incrementando seus ganhos (HEALY e PALEPU, 2001). Evidências empíricas mostram que previsões dos administradores sobre o valor da companhia estão positivamente associadas com o volume de transações realizadas por investidores internos. (NOE, 1999).

### *Custos dos Proprietários*

De acordo com essa hipótese os administradores possuem incentivos para não evidenciar informações que possam afetar a competitividade da empresa, e estão dispostos a pagar o custo relativo à assimetria informacional decorrente dessa não evidenciação. (HEALY e PALEPU, 2001). Ao contrário das demais hipóteses apresentadas, Healy e Palepu (2001) afirmam que para essa hipótese não existem problemas de agência entre administradores e investidores e que as evidenciações nesse cenário serão sempre confiáveis.

### *Sinalização de Talento*

É a mais frágil das hipóteses apresentadas. Na visão de Trueman (1986) os administradores utilizariam o *disclosure* como uma forma de mostrar aos investidores o seu talento na condução dos negócios, e abrir portas para futuras contratações em outras companhias.

### *Governança Corporativa*

Gallon e Beuren (2006) conduzindo um estudo com 58 companhias abertas que aderiram aos níveis 1 e 2 de governança corporativa e do novo mercado da Bovespa concluíram que existe uma relação entre o *disclosure* contido nos relatórios e os níveis de governança corporativa. Esse resultado confirma o pressuposto de que as empresas que adotam práticas de boa governança melhoram o nível de informações prestadas aos mercados.

Lanzana (2004) também encontrou evidências empíricas da relação entre *disclosure* e governança corporativa. Seu estudo abordou o caráter complementar ou substituto dessa relação. Uma relação complementar significa que as empresas com boas práticas possuem um *disclosure* maior. A relação substituta significa que as

empresas que não adotam tais práticas elevariam o disclosure como forma de compensar a ausência das boas práticas. Tomando as características do conselho de administração como *proxys* de boas práticas corporativas, o estudo concluiu após analisar 58 empresas de capital aberto que existe uma relação substituta entre governança corporativa e *disclosure*.

### *Lucro Contábil*

As diversas hipóteses sobre *disclosure* voluntário versam sobre o impacto do desempenho da companhia nas decisões dos administradores. Dentre as métricas de desempenho das companhias, destaca-se o lucro contábil, que pode assumir a forma de lucro ou prejuízo. Na visão de Hendriksen e Van Breda (1999) o lucro pode ser conceituado em três diferentes níveis: sintático (estrutural), semântico e comportamental. No nível semântico o lucro representa para os acionistas um indicador da eficiência da gestão, ou seja, a expectativa é de que a administração maximize o retorno sobre os ativos investidos sendo o lucro a expressão dessa eficiência.

Em uma investigação acerca dos fatores associados à evidenciação voluntária dos resultados, Leventis e Weetman (2004) analisando 87 relatórios anuais de companhias gregas, concluíram que o lucro contábil dispara diferentes comportamentos em relação ao disclosure e que existe uma forte pressão por parte do mercado no sentido de que informações sobre lucros e dividendos sejam divulgadas de forma transparente e inteligível, principalmente quando a empresa utiliza instrumentos de captação de recursos em mercados mais avançados em termos de exigências de informações.

Um desempenho negativo (redução do lucro ou prejuízo) será interpretado como um sinal de ineficiência da gestão. Esse conceito explica, em teoria, a motivação dos administradores para atribuir, em suas narrativas sobre o resultado da administração, o

prejuízo a fatores externos “fora do seu controle” (LIBONATI, RIBEIRO FILHO e PEREIRA, 2006).

Libonati, Ribeiro Filho e Pereira (2006) analisando 820 relatórios anuais de companhias abertas industriais brasileiras, conduziram um estudo sobre as narrativas associadas ao resultado. Concluíram que as empresas que obtêm lucro procuram explicar estes resultados preponderantemente a partir de razões internas. Por outro lado, quando os resultados são negativos, as causas são estabelecidas em fatores externos, justificando o seu “pouco” controle no gerenciamento dos mesmos.

### **2.3 Divulgação das Informações Financeiras**

#### 2.3.1 Relatórios Financeiros

Para HENDRIKSEN e VAN BREDA (1999) a divulgação de informações financeiras tradicionalmente visa dar suporte à tomada de decisões dos investidores sobre a melhor forma de alocação dos seus recursos. Dentre as várias formas de divulgação de informações, Iudícibus (2004) relaciona as seguintes: a) forma e apresentação das demonstrações contábeis; b) informações entre parênteses; c) notas explicativas; d) quadros e demonstrativos suplementares; e) comentários do auditor; e f) relatório da administração.

Segundo o art.176 da Lei nº.6.404 de 15 de Dezembro de 1976, a diretoria da empresa deverá elaborar ao final de cada exercício social, de acordo com a sua escrituração comercial as seguintes demonstrações financeiras: I – Balanço patrimonial; II – Demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados; III – Demonstração do resultado do exercício; IV – Demonstração das origens e aplicações dos recursos e a complementação das informações prestadas nessas demonstrações através de notas explicativas.

Para Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007), no Brasil, existe um conjunto de documentos apreciados pela Assembléia Geral que representam a “prestação de contas” das sociedades anônimas por ações. Essa documentação abrange:

- a) Relatório da Administração;
- b) Demonstrações Contábeis e Notas Explicativas;
- c) Parecer dos Auditores Independentes (se houver);
- d) Parecer do Conselho Fiscal (se existir);
- e) Resumo do Relatório do Comitê de Auditoria (se existir).

O respectivo conjunto de documentos é de publicação obrigatória<sup>5</sup> segundo o art. 133 da Lei nº.6.404 de 15 de Dezembro de 1976, alterado pela Lei nº 10.303/01. Em virtude do trabalho em tela eleger como unidade de análise para mensuração do *disclosure* o Relatório da Administração, cabe nesse ponto uma discussão mais detalhada sobre a sua relevância, objetivos e estrutura.

### 2.3.2 Relatório da Administração

A prática de realizar relatos sobre as operações da companhia é realizada desde a década de 60 nos Estados Unidos por meio do *Interim e do Segment Reporting*. No *Segment Reporting*, por exemplo, eram evidenciadas informações sobre as operações da empresa sobre as suas diferentes indústrias, operações e principais clientes no exterior. Ele surgiu em meados da década de 60 com várias empresas que, por atuarem em diferentes segmentos econômicos passaram a evidenciar voluntariamente essas informações juntamente com as demonstrações financeiras anuais.

Em 1970, esse relatório foi regulamentado pela SEC e passou a integrar os relatórios financeiros anuais das companhias. Um dos principais benefícios do *Segment*

---

<sup>5</sup> A legislação brasileira não obriga a publicação do parecer do Conselho Fiscal.

*Reporting* é a apresentação de “dados escondidos” pelas demonstrações financeiras. Diferentes setores industriais e ou geográficos podem apresentar diferentes níveis de lucratividade, risco e crescimento. Por isso, informações sobre o nível de operação das empresas ou instabilidade geográfica podem ser úteis na avaliação do risco e na previsão de fluxos de caixa pelos investidores.(DELANEY *et al*, 1996)

Apesar dos benefícios apresentados, Delaney *et al* (1996) apresentam alguns argumentos usados nos Estados Unidos contra a publicação de relatórios sobre as operações da empresa:

- 1) A evidenciação de informações aos concorrentes, sindicatos e governo podem trazer danos à empresa;
- 2) A divulgação desses relatórios desencoraja a administração a tomar decisões com risco razoável em virtude da obrigação de reportar resultados desfavoráveis;
- 3) Os relatórios apresentam informações muito detalhadas, e por vezes, complexa para o entendimento do usuário médio.

No Brasil, o art. 133 da Lei nº. 6.404 de 15 de Dezembro de 1976, alterado pela Lei nº 10.303/01 determina também que os administradores divulguem até um mês antes da assembléia geral ordinária o Relatório da Administração contendo informações sobre “os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo”. No entanto, uma regulamentação mais clara sobre o conteúdo do RAd só ocorreu em 1987 com o Parecer de Orientação nº. 15/87 da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Em 3 de outubro de 2005, a CVM através da Deliberação nº 488 aprovou o Pronunciamento do Ibracon NPC nº 27 que versa sobre o conteúdo mínimo dos relatórios. Segundo esse parecer o relatório da administração deverá conter as seguintes informações.

#### Quadro 04 – Informações Obrigatórias Contidas no Relatório da Administração

Elemento	Descrições
Descrição dos negócios, produtos e serviços	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ramo de atividade da companhia;</li> <li>- Principais produtos;</li> <li>- Áreas de atuação;</li> <li>- Dados físicos sobre venda;</li> <li>- Informações sobre o segmento de atuação.</li> </ul>
Comentários sobre a conjuntura econômica geral	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Variáveis econômicas;</li> <li>- Variáveis legais e fiscais;</li> <li>- Variáveis governamentais;</li> <li>- Variáveis políticas;</li> <li>- Variáveis ambientais;</li> <li>- Variáveis sociais;</li> <li>- Outros fatores exógenos.</li> </ul>
Recursos humanos	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Quantidade de empregados;</li> <li>- Divisão geográfica da mão-de-obra;</li> <li>- Nível educacional;</li> <li>- Investimentos em treinamento.</li> </ul>
Investimentos	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inversões de recursos em imobilizado;</li> <li>- Aplicações no diferido.</li> <li>- Outras inversões para futura imobilização.</li> </ul>
Pesquisa e desenvolvimento	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Atual estágio dos projetos, recursos alocados e montantes aplicados.</li> </ul>
Novos produtos e serviços	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Novos produtos e serviços colocados no mercado;</li> <li>- Expectativas relativas a esses produtos e serviços.</li> </ul>
Proteção ao meio ambiente	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Inversões em projetos de proteção ecológica;</li> <li>- Objetivos das inversões e valores envolvidos.</li> </ul>
Reformulação administrativa ou societária	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mudanças efetuadas;</li> <li>- Reorganizações societárias;</li> <li>- Programas de racionalização.</li> </ul>
Investimentos em controladas e coligadas;	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Objetivos pretendidos com as inversões ou alienações realizadas nas controladas ou coligadas.</li> </ul>
Direitos dos acionistas e dados do mercado	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Políticas relativas à distribuição de dividendos;</li> <li>- Desdobramentos e grupamentos de ações;</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valor patrimonial por ação;</li> <li>- Volume negociado no período;</li> <li>- Cotação das ações em bolsa de valores.</li> </ul>
Perspectivas e planos para o exercício em curso e futuros;	-Expectativas quanto aos exercícios correntes e futuros baseados em premissas e fundamentos explicitamente colocados.
<b>Empresas investidoras;</b>	<b>-Informações anteriormente recomendadas relativas a empresas investidas.</b>

Fonte: Adaptado de Iudicibus, Martins e Gelbcke (2007:510)

O relatório deverá enfatizar ainda sobre valores conhecidos mas não contabilizados nas demonstrações contábeis e os serviços de outra natureza prestados pelos Auditores Independentes. Apesar de ser um relatório de elaboração e divulgação obrigatória ele pode conter dois tipos diferenciados de evidenciação. O primeiro tipo é a evidenciação ou *disclosure* compulsório consubstanciado no atendimento aos requisitos estabelecidos nas referidas normas da CVM. O segundo tipo é o *disclosure* voluntário, esse último ocorre quando da evidenciação de informações que fogem ao escopo dos elementos obrigatórios contidos na regulamentação da CVM.

Para Beattie, Mcinnes e Fearnley (2004) há um consenso de que os relatórios sobre os negócios das companhias devem expandir seu foco para além de informações quantitativas e sobre o passado e enfatizar também as informações qualitativas e previsões sobre o futuro facilitando a decisão dos investidores sobre a alocação dos recursos. Para Hendriksen e Van Breda (1999) é muito forte a tendência de que as companhias divulgarão toda a informação necessária para o bom funcionamento do mercado. Embora não exista um consenso sobre quais seriam as informações de natureza voluntária, nos trabalhos de Eng e Mak (2003), Botosan (1997), Hail (2002) e Lanzana (2004) podem-se encontrar bases para caracterizar quais seriam os elementos de natureza voluntária em relatórios anuais das companhias. No trabalho em tela, os elementos de natureza voluntária são os definidos por Lanzana (2004) no seu estudo

sobre a relação existente entre *disclosure* e governança corporativa com base nos estudos de Eng e Mak (2003), Botosan (1997), Hail (2002) e nas recomendações da ABRASCA (Associação Brasileira das Companhias Abertas) para elaboração de Relatórios Anuais.

#### **Quadro 05 – Informações Voluntárias Contidas no Relatório da Administração**

<b>Elemento</b>	<b>Descrições</b>
Informações Gerais e Não-Financeiras	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Principais mercados e <i>market share</i>;</li> <li>- Estratégia (metas e objetivos);</li> <li>- Ambiente de negócios e fatores críticos de sucesso;</li> <li>- Eventos importantes no ano;</li> <li>- Estrutura Organizacional;</li> <li>- Governança corporativa;</li> <li>- Relatório social (ou Demonstração do Valor Adicionado);</li> <li>- Eficiência operacional.</li> </ul>
Informações Financeiras Adicionais	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Unidades Vendidas;</li> <li>- Retorno sobre o Patrimônio (ROE);</li> <li>- Retorno sobre o Ativo (ROA);</li> <li>- Resultado antes dos juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA);</li> <li>- Demonstração do Fluxo de Caixa.</li> </ul>
Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Tendência da receita ao longo dos últimos anos;</li> <li>- Vendas por região e/ou unidade de negócio;</li> <li>- Tendência do lucro operacional ao longo dos últimos anos;</li> <li>- Lucro operacional por região e/ou unidade de negócio;</li> <li>- Tendência dos investimentos ao longo dos últimos anos;</li> <li>- Investimento por região e/ou unidade de negócio;</li> <li>- Tendência de comportamento das ações e retorno total para o acionista.</li> <li>- Discussão sobre mudanças no lucro operacional;</li> </ul>
Risco, Criação de Valor e Projeções	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Uso e implementação de gestão de risco;</li> <li>- Exposição ao risco cambial;</li> </ul>

- **Medidas quantitativas de criação de valor para o acionista;**
- **Compensação gerencial;**
- **Perspectivas de novos projetos;**
- **Projeções de lucro, vendas e crescimento.**

Fonte: Adaptado de Lanzana (2004:70)

Sobre a natureza do conteúdo dos relatórios Libonati, Ribeiro Filho e Pereira (2006:5) afirmam que:

[...] o Relatório da Administração, por sua característica narrativa, portanto menos eivado de números e índices, propõe um espaço de evidência muito rico, no que diz respeito às várias possibilidades de comunicação para o que se interpreta como os *negócios sociais e os principais fatos administrativos da gestão*.

Portanto, em razão da razoável liberdade para narrar os acontecimentos sobre os negócios e principais fatos da companhia pode contemplar além dos elementos relacionados ao *disclosure* compulsório informações prestadas de forma voluntária pelas companhias. De fato, um estudo conduzido por Falcão (1993) com os relatórios de 82 empresas em 1989 e 43 em 1990 revelou que, de forma geral, as empresas não obedecem aos critérios estabelecidos pela CVM. Gonçalves e Ott (2002) examinando o nível de *disclosure* das companhias abertas revelaram que as informações mais comuns que são divulgadas pelas empresas estão relacionadas a recursos humanos, avaliação da gestão, investimentos realizados, indicadores de desempenho e informações sobre o mercado, ou seja, informações obrigatórias e também informações voluntárias.

## 2.4 Lucro Contábil

### 2.4.1 Lucro, Capital e Manutenção da Riqueza

Para Guerreiro (1989) o conceito de lucro contábil tem suas raízes nos conceitos econômicos de lucro, capital e manutenção da riqueza (ou capital). Uma definição econômica de lucro largamente empregada para sustentar o conceito de lucro contábil é a do economista inglês James Hicks. Para Hicks apud Wasserman (2003) *o lucro é a quantia que um indivíduo pode consumir durante um período de tempo e estar tão bem ao final como estava no início do período.*

O conceito de lucro econômico apresentado por Hicks para ser operacionalizado na firma deve abandonar a ótica do indivíduo (ou pessoa) em razão da firma não ser capaz de consumir recursos para a sua satisfação pessoal, sua tarefa é produzir bens e serviços desejados pelos indivíduos, sendo essa tarefa a justificativa da sua existência (KAM, 1990). O conceito de consumo representa o usufruto dos recursos auferidos pelo indivíduo, apesar de ser dotada de personalidade, a entidade é um ser incapaz de usufruir ou gozar da riqueza por ela gerada, sua finalidade é prover bens e serviços além de remunerar os capitais investidos pelos financiadores (proprietários e credores) sem prejuízo de sua continuidade.

A operacionalização do conceito de lucro econômico individual proposta por Hicks repercute ainda no abandono do conceito de *bem estar*. Uma entidade, apesar de real, é incapaz de se sentir bem, mas persegue a sobrevivência ou continuidade através da manutenção do seu capital ou patrimônio líquido, que representa sua própria existência. Para Guerreiro (1989) o bem estar deve ser interpretado como a manutenção do capital intacto, em termos do valor descontado do fluxo de recebimentos líquidos futuros.

À luz das considerações realizadas, o conceito de lucro econômico derivado do conceito de lucro individual de Hicks consiste na quantia máxima que a firma pode distribuir na forma de dividendos em determinado período, sem prejuízo da manutenção do seu capital (ou patrimônio líquido) no início do período (GUERREIRO, 1989). Fisher apud Wasserman (2003) afirma que o lucro é o resultado da utilização do capital, um fluxo de riqueza acima do necessário para manter o capital constante, sendo o capital entendido no sentido amplo como estoque de riqueza disponibilizado a entidade pelos financiadores (proprietários e credores).

Para Wasserman (2003) o lucro seria o resultado auferido pelos fornecedores de capital, incluindo juros pagos aos credores e os dividendos distribuídos aos acionistas, desde que preservado o capital. Nesse sentido, o mesmo autor ressalta que a distinção entre capital e lucro é fundamental para avaliação do desempenho dos administradores por parte dos acionistas, quanto maior o fluxo de riqueza acima da manutenção do capital proporcionado pelo desempenho dos administradores melhor para os proprietários em razão dos mesmos serem detentores de direitos residuais.

Já a noção de preservação da riqueza é vital para acionistas preferenciais e credores interessados na manutenção do seu investimento. Acionistas preferenciais e credores possuem direitos específicos sobre o patrimônio da entidade, prejuízos seguidos e distribuições de dividendos superiores ao valor passível de distribuição<sup>6</sup> provocam a redução do capital e o risco de não pagamento desses direitos. (WASSERMAN, 2003).

---

<sup>6</sup> Ver Szüster (1985)

#### 2.4.2 Lucro Econômico versus Lucro Contábil

Sobre o conceito de lucro econômico Guerreiro (1989) destaca três pontos os quais na sua visão são fundamentais: 1) O lucro surge pelo incremento de valor do patrimônio líquido; 2) O patrimônio líquido, em termos econômicos, é mensurado pela capitalização de recebimentos líquidos futuros; e 3) O lucro contábil não guarda nenhuma relação com o lucro econômico em razão da utilização do custo original para avaliação dos ativos e conseqüentemente do patrimônio líquido.

Guerreiro (1989) ressalta ainda que a mensuração do lucro econômico consiste em comparar o valor do patrimônio líquido, avaliado em termos de recebimentos líquidos, no início e no final do período. O lucro econômico, nesses termos, consiste no incremento do valor capitalizado do patrimônio líquido que pode ser distribuído na forma de dividendos sem prejuízo da manutenção do capital. Solomons apud Guerreiro (1989) afirma que a relação entre lucro e capital é semelhante à relação entre o fruto e a árvore, e reforça essa imagem comentando que é tão fácil distinguir lucro do capital que o produziu, como separar o fruto da árvore que lhe deu origem.

Baseados no conceito de lucro econômico individual, Hendriksen e Van Breda (1999) apresentam a seguinte demonstração algébrica do lucro da firma ou entidade:

$$(I) \text{ Lucro}_{\text{período } j} = \text{Fluxos de Caixa}_{\text{período } j} + (\text{Bem Estar}_{\text{período } j} - \text{Bem Estar}_{\text{período } j-1})$$

A expressão (I) é a representação algébrica do lucro individual. Nessa expressão, o nível de consumo do indivíduo com garantia do seu bem estar é representado pela soma dos fluxos de caixa com o incremento do bem estar entre o período atual e o período inicial. Essa expressão é carregada de subjetividade e não tem aplicabilidade direta no âmbito da firma, devendo ser reorganizada à luz da abordagem do patrimônio líquido da entidade.

Segundo Kam (1990) essa abordagem do patrimônio líquido vai além da separação do negócio e dos interesses individuais dos proprietários. Kam (1990) ilustra seu ponto de vista comentando que um sorveteiro pode manter sistemas contábeis separados para o negócio e suas finanças pessoais, mas apenas esse fato não significa o respeito à noção teórica de entidade. Ele afirma que mesmo sob a abordagem do patrimônio líquido do proprietário essa separação dos sistemas contábeis é tida como certa.

Na visão de Kam (1990) a abordagem tradicional da teoria da entidade vê a firma operando em benefício dos seus financiadores (proprietários e credores), assim a firma deve prestar informações para que os mesmos fiquem a par da situação do negócio. Na visão contemporânea de entidade, a firma é um ente preocupado com a própria existência, provendo relatórios contábeis para atender exigências legais e manter uma boa relação com os proprietários e credores caso mais recursos sejam necessários no futuro. Dessa forma, tanto na abordagem tradicional, como na contemporânea à luz da teoria da entidade os financiadores (proprietários e credores) são agentes externos.

Partindo da ótica da entidade, Hendriksen e Van Breda (1999) apresentam a expressão algébrica do lucro da entidade a partir da combinação das seguintes expressões:

$$(II) \text{ Lucro dos acionistas majoritários}_{\text{período } j} = \text{Fluxos de Caixa}_{\text{período } j} + (\text{Riqueza dos acionistas majoritários}_{\text{período } j} - \text{Riqueza dos acionistas majoritários}_{\text{período } j-1})$$

Na expressão (II), os fluxos de caixa líquidos correspondem aos dividendos recebidos da entidade menos o capital contribuído para a formação do patrimônio da mesma. Nela o lucro do acionista majoritário pode ser considerado como os recursos líquidos recebidos da firma somados ao incremento da sua riqueza no investimento na

entidade. No mesmo sentido Hendriksen e Van Breda (1999) apresentam o lucro dos acionistas minoritários na seguinte expressão:

$$(III) \text{ Lucro dos acionistas minoritários}_{\text{período } j} = \text{Fluxos de Caixa}_{\text{período } j} + (\text{Riqueza dos acionistas minoritários}_{\text{período } j} - \text{Riqueza dos acionistas minoritários}_{\text{período } j-1})$$

A terceira expressão tem o mesmo significado da segunda, com a diferença que a ótica adotada é a ótica do acionista minoritário. A quarta expressão é a representação algébrica do lucro do ponto de vista dos credores.

$$(IV) \text{ Lucro dos credores}_{\text{período } j} = \text{Fluxos de Caixa}_{\text{período } j} + (\text{Riqueza dos credores}_{\text{período } j} - \text{Riqueza dos credores}_{\text{período } j-1})$$

Nessa expressão, os fluxos de caixa líquidos correspondem aos juros e amortizações recebidos diminuídos dos recursos emprestados a entidade para a formação do patrimônio da mesma. Nessa expressão o lucro dos credores pode ser considerado como os recebimentos líquidos da firma somados ao incremento da riqueza dos credores investidos na entidade na forma, por exemplo, de empréstimos e financiamentos.

Para Wasserman (2003) a soma dos fluxos de caixa dos acionistas majoritários, minoritários e credores corresponde ao fluxo de caixa da entidade, assim como a soma da variação da riqueza dos mesmos consiste na variação da riqueza da entidade. Hendriksen e Van Breda (1999) apresentam a expressão algébrica do lucro da entidade:

$$\begin{aligned}
 \text{(V) } \textit{Lucro da Entidade}_{\textit{período } j} &= \textit{Fluxos de Caixa dos Acionistas Majoritários}_{\textit{período } j} + \\
 &\textit{Fluxos de Caixa dos Minoritários}_{\textit{período } j} + \textit{Fluxos de Caixa dos Credores}_{\textit{período } j} + \\
 &(\textit{Variação da Riqueza dos acionistas majoritários}_{\textit{período } j} + \textit{Variação da Riqueza dos} \\
 &\textit{acionistas minoritários}_{\textit{período } j} + \textit{Variação Riqueza dos credores}_{\textit{período } j})
 \end{aligned}$$

A expressão do lucro da entidade apresentada por Hendriksen e Van Breda (1999), sem prejuízo do seu significado, pode ser apresentada na seguinte forma reduzida:

$$\begin{aligned}
 \text{(VI) } \textit{Lucro da Entidade}_{\textit{período } j} &= \textit{Fluxos de Caixa da Entidade}_{\textit{período } j} + \textit{Variação} \\
 &\textit{Riqueza da Entidade}_{\textit{período } j}
 \end{aligned}$$

Tendo em vista que o fluxo de caixa da entidade permanece o mesmo independente da forma como a riqueza é mensurada o problema da determinação do lucro reside na mensuração do patrimônio líquido. [(HENDRIKSEN E VAN BREDAS, 1999), (IUDÍCIBUS, 2004), (GUERREIRO, 1989) e (WASSERMAN, 2003)].

Na abordagem do lucro contábil, da forma como o mesmo é apresentado pelas entidades atualmente, a mensuração dos ativos e conseqüentemente do capital ou patrimônio líquido é realizada a base dos custos históricos. Sendo a variação do patrimônio líquido devida ao confronto de receitas realizadas, reconhecidas normalmente no momento da venda, e despesas incorridas que pertencem ao período em análise, sendo as despesas pertencentes ao futuro classificadas como Ativo. (GUERREIRO, 1989).

Para Wasserman (2003) o lucro da entidade mensurado pela Contabilidade pode ser entendido como o fluxo de caixa decorrente das operações da empresa somado à

variação do patrimônio líquido da entidade avaliado a preços históricos. Pode-se expressar o lucro contábil para os fins desse estudo<sup>7</sup> através da seguinte expressão:

$$(VI) \text{ Lucro da Entidade}_{\text{período } j} = \text{Fluxos de Caixa da Entidade}_{\text{período } j} + (\text{Patrimônio Líquido a Custos Históricos}_{\text{período } j} - \text{Patrimônio Líquido a Custos Históricos}_{\text{período } j-1})$$

Para Wasserman (2003) o lucro da entidade mensurado a valor presente, como defendem os economistas, é determinado pela soma dos fluxos de caixa do período a variação do patrimônio líquido da entidade a valor presente, descontada a uma taxa subjetiva  $r$  que representa para muitos economistas o custo de oportunidade do capital empregado, podendo ser descrito da seguinte forma:

$$(VI) \text{ Lucro da Entidade}_{\text{período } j} = \text{Fluxos de Caixa da Entidade}_{\text{período } j} + (\text{Valor Presente do Patrimônio Líquido}_{\text{período } j} - \text{Valor Presente do Patrimônio Líquido}_{\text{período } j-1})$$

Pode-se concluir, portanto, que apesar do lucro contábil ter suas bases no lucro econômico, não há relação alguma entre eles (GUERREIRO, 1989). Guerreiro (1989) ainda aponta as seguintes diferenças entre o conceito de lucro contábil e lucro econômico:

---

<sup>7</sup> Os demais critérios de avaliação dos ativos a valores de entrada ou saída (como os valores correntes) não serão abordados em virtude da variável “lucro contábil” disponibilizada nos demonstrativos contábeis das empresas pesquisadas estar expressa em termos de valores históricos em atendimento aos dispositivos da Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76).

### Quadro 06 – Lucro Contábil versus Lucro Econômico

Lucro Contábil	Lucro Econômico
- Maior objetividade.	<b>- Maior subjetividade.</b>
- Apurado pelo confronto entre receitas realizadas e custos consumidos (ativos expirados).	<b>- Apurado pelo incremento no valor presente do fluxo de benefícios futuros.</b>
- Os ativos são avaliados na base dos custos originais.	<b>- Os ativos são avaliados pelo valor presente do fluxo de benefícios futuros.</b>
- O patrimônio líquido aumenta pelo lucro.	<b>- O lucro deriva do aumento do patrimônio líquido da entidade.</b>
- Ênfase em custos.	<b>- Ênfase em valores.</b>
- Não reconhece ganhos não realizados.	<b>- Reconhece ganhos realizados e não-realizados.</b>
- Não se reconhece a variação dos preços dos bens na economia.	<b>- Reconhece as variações nos preços dos bens na economia.</b>
- “Amarração” do lucro à condição de distribuição de dividendos.	<b>- “Amarração” do lucro à condição de distribuição de aumento de riqueza.</b>
- Não reconhecimento do <i>Goodwill</i> .	<b>- Reconhecimento do <i>Goodwill</i>.</b>
<b>- Utilização de regras e de critérios dogmáticos.</b>	<b>- Utilização de regras e de critérios econômicos.</b>

Fonte: Guerreiro (1989: 196-197)

#### 2.4.3 A Relevância do Lucro Contábil: Crepúsculo ou Ressurgimento?

Inspirados nas obras de Solomons “Economic and accounting concepts of income.” e de Johnson e Kaplan “Relevance Lost” publicadas em 1961 e 1988 respectivamente, muitos autores têm, ao longo do tempo, criticado severamente a mensuração contábil do lucro até mesmo profetizando o fim ou “crepúsculo” do mesmo e até da própria Contabilidade. No artigo “Lucro Contábil – Crepúsculo ou Ressurgimento”, publicado em outubro de 1989, o Professor Sérgio de Iudícibus apresenta uma série de argumentos em defesa do conceito de lucro contábil contra as críticas mais recorrentes.

Para os críticos, segundo Iudícibus (1989), o lucro contábil perde cada vez mais relevância para os investidores por apresentar os seguintes problemas:

- (1) É manipulável e não reflete a criação do “verdadeiro valor” em razão do foco exclusivamente financeiro;
- (2) Apuração periódica de uma situação que só poderia ser determinada com exatidão ao final do empreendimento;
- (3) Apuração com base no regime de competência em detrimento do regime de caixa;
- (4) Critérios de rateio dos custos indiretos baseados exclusivamente na mão-de-obra direta;
- (5) Tempo consumido na análise das complexas legislações societária e fiscal;
- (6) Alto custo da manutenção de um sistema contábil;
- (7) Correção monetária como meio de resignação ao processo inflacionário.

Para Iudícibus (1989) o lucro contábil não é único indicador de desempenho da companhia e reconhece que é preciso introduzir no sistema de mensuração contábil outras variáveis relacionadas à inovação tecnológica, qualidade e satisfação do cliente para que a métrica lucro reflita um real incremento de valor para companhia a médio e longo prazo.

Iudícibus (1989) explica, ainda, que corporações com milhares de acionistas reais e / ou potenciais com centenas de decisões a serem tomadas com base nos relatórios contábeis não podem esperar o encerramento das atividades para apurar o “resultado perfeito”. Sobre as críticas recorrentes ao regime de competência Iudícibus (1989) afirma que o fluxo de caixa é tão ou mais sujeito a manipulações do ponto de vista legal do que o regime de competência. Iudícibus (1989:3) ilustra seu argumento da seguinte forma: “(...) atrasando pagamentos a fornecedor ou contratando compras a prazo maiores, consegue-se uma sensível melhora no fluxo de caixa, com a armadilha de que isso não se repetirá no ano seguinte”.

Com relação ao critério de rateio de custos indiretos Iudícibus (1989) responde as críticas argumentando que a mão-de-obra não é o único critério de rateio utilizado pelos contadores na determinação dos custos, mas defende que o mesmo também seja utilizado uma vez que a realidade brasileira, em termos de inovação tecnológica e redução da participação da mão-de-obra nos custos totais, não é a mesma de países como o Japão e Estados Unidos da América.

Os últimos dois argumentos apresentados pelos críticos do lucro contábil são na visão de Iudícibus (1989) injustos e infundados, pois atribuem a Contabilidade a culpa pela complexidade da legislação e os custos dela decorrentes e pelo estado de resignação face ao processo inflacionário brasileiro.

O fato é, que apesar das críticas e das décadas transcorridas desde as previsões de Solomons e Johnson e Kaplan apud Guerreiro (1989) o crepúsculo do lucro contábil e da própria Contabilidade não ocorreu. Sua relevância para tomada de decisão pode ter perdido espaço para outras métricas de desempenho, no entanto as empresas continuam a apurar periodicamente o resultado contábil e diversos analistas e investidores baseiam suas decisões de investimento em termos do lucro e de indicadores baseados no mesmo, tais como o Retorno sobre Investimentos e Retorno dos Acionistas.

### 3. PROCEDIMENTO METODOLÓGICO

Trata-se de uma pesquisa descritiva embasada no método hipotético-dedutivo de investigação, desenhada para levantar evidências empíricas sobre a relação entre o lucro contábil e o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração das companhias abertas do setor de Materiais Básicos listadas na Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

#### 3.1 Seleção e Tamanho da Amostra

O presente estudo utiliza uma amostragem do tipo não-probabilística por julgamento (ou intencional). Nessa técnica de amostragem, o critério de seleção dos elementos que farão parte da amostra é fundamentado no julgamento do pesquisador (HAIR *et al*, 2005). No entanto, cabe ressaltar que a utilização da amostragem não-probabilística reduz o poder conclusivo e de generalização dos resultados alcançados pelos estudos que a utilizam em razão da impossibilidade de mensurar o erro amostral (HAIR *et al*, 2005). Nesse sentido, não é possível generalizar as conclusões do presente estudo para os demais setores econômicos. Apesar dessa limitação, essa técnica é utilizada com frequência nas investigações conduzidas nas ciências sociais aplicadas.

Tomando como população todas as empresas admitidas à negociação na Bovespa. A amostra do estudo será composta pelas companhias abertas do setor de Materiais Básicos listadas na Bovespa no exercício de 2006. A escolha intencional do tipo de empresa, do setor da economia e do ano no qual serão analisados os relatórios da administração está fundamentada (1) No entendimento da relevância do setor de materiais básicos para a economia brasileira em termos de competitividade e faturamento. (2) Para eliminar a influência da variável SETOR ECONÔMICO no modelo de regressão linear multivariado desenvolvido no estudo. As empresas

analisadas encontram-se distribuídas em subsetores e segmentos apresentados no Quadro 07.

**Quadro 07 – Classificação em Subsetores e Segmentos das Empresas Admitidas à Negociação na Bovespa e que Compõem o Setor de Materiais Básicos**

<b>Setor Econômico</b>	<b>Subsetor</b>	<b>Segmento</b>	
MATERIAIS BÁSICOS	MINERAÇÃO	<b>MINERAIS METÁLICOS</b>	
		- Cent. Amapá - Cent. Corumbá - Cent. Min-Rio - MMX Miner - Vale R.Doce	
	SIDERURGIA E METALURGIA	<b>SIDERURGIA</b>	
		- Acesita - Aços Vill. - Arcelor BR - Ferbasa - Gerdal - Gerdal Met. - Sid. Nacional - Usiminas - Vicunha Sid.	
		<b>ARTEFATOS DE FERRO E AÇO</b>	
		- Aliperti - Confab - Fibam - Mangens Indl. - Met. Duque - Micheletto - Panatlantica - Tekno - Wetzl S/A - Wiest	
		<b>ARTEFATOS DE COBRE</b>	
		- Caraíba Met - Eluma - Parapanema - SAM Industr	
		QUÍMICOS	<b>PETROQUÍMICOS</b>
			- Braskem - Copesul - Elekeiroz - GPC Part - MG Poliest - Petroflex - Petroq União - Politeno - Pronor - Suzano Petr - Unipar
<b>FERTILIZANTES</b>			
<b>DEFENS.</b>			
- Fosfertil - Yara Brasil			
<b>QUÍMICOS DIVERSOS</b>			
- Millennium			
	<b>E</b>		

MADEIRA E PAPEL	<b>MADEIRA</b> - Duratex - Eucatex <b>PAPEL E CELULOSE</b> - Aracruz - Celul. Irani - Klabin S.A - Melhor SP - Mel Paper - Suzano Papel - VCP
EMBALAGENS	<b>EMBALAGENS</b> - Dixie Toga - Metal Iguaçú - Petropar - Rimet
MATERIAIS DIVERSOS	<b>MATERIAIS DIVERSOS</b> - Magnesita - Sansuy - Trorion

Fonte: Adaptado da Bovespa (2006)

Sobre cada empresa foi realizada uma observação do tipo *cross-sectional* do resultado contábil nas demonstrações de resultado do exercício e do conteúdo dos relatórios da administração no ano de 2006. As demonstrações analisadas nesse estudo integram as Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP disponibilizadas em meio eletrônico pela CVM através do Divulgação Externa ITR /DFP /IAN – DIVEXT.

### 3.2 Tratamento Estatístico

No presente estudo, as análises descritivas e inferenciais foram realizadas com o suporte do software *Statistical Package for the Social Sciences - SPSS®* v. 13,0. Para testar a hipótese orientadora da pesquisa foi construído um modelo de regressão linear múltipla utilizando o método de Mínimos Quadrados (quadro 08). Para Cunha e Coelho (2007) essa técnica possibilita analisar a relação existente entre uma variável dependente quantitativa e duas ou mais variáveis dependentes quantitativas e / ou qualitativas (categóricas) permitindo a realização de projeções com base na relação descoberta.

A análise da regressão múltipla é utilizada em detrimento da regressão simples em virtude dos possíveis erros de especificação decorrentes da exclusão de variáveis relevantes na análise de relação de um fenômeno que possui fatores múltiplos para sua melhor compreensão (GUJARATI, 2000). Para testar a existência de uma relação entre lucro contábil e o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração das empresas analisadas, determinou-se as variáveis dependente, independentes e de controle que compõem o modelo de regressão múltipla construído para esse estudo:

**Quadro 08 – Variáveis do Modelo de Regressão Múltipla.**

<b>Tipo de Variável</b>	<b>Abreviatura</b>	<b>Nome</b>	<b>Mensuração</b>
Variável Dependente	DISCLOSURE	Nível de <i>disclosure</i>	<b>Quantitativa</b>
Variável Independente	LUCRO	Lucro contábil	<b>Catagórica</b>
Variável de Controle	TAMANHO	Tamanho com base na receita líquida	<b>Quantitativa</b>
Variável de Controle	IDENTIDADE	Identidade do acionista controlador	<b>Catagórica</b>
<b>Variável de Controle</b>	<b>GOVERNANÇA</b>	<b>Governança corporativa</b>	<b>Catagórica</b>

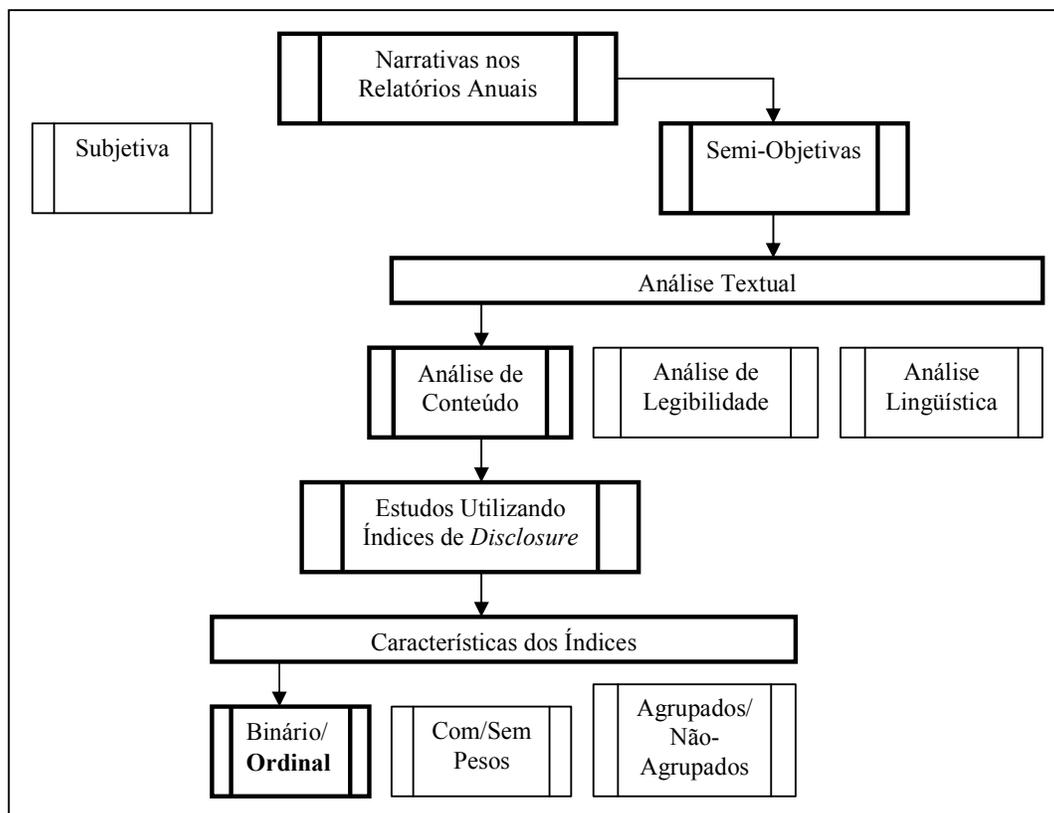
A avaliação do modelo como um todo foi realizada com base nas estatísticas fornecidas pelo SPSS<sup>®</sup> v. 13.0 para o Teste-F ANOVA (*Analyze on Variance*), enquanto que a análise do intercepto e dos coeficientes das variáveis regressoras pelo Teste-t (*t-student*) ao nível de significância de 1%, 5% e 10% em ambos os testes. A avaliação do poder explicativo da variável dependente em função das variáveis independentes foi feita com base no valor do R-Quadrado Ajustado do modelo. Também foram realizados testes para verificação dos pressupostos para aplicação do modelo, que segundo Cunha e Coelho (2007) são: (1) Normalidade dos resíduos; (2) Homocedasticidade; (3) Ausência de autocorrelação serial; (4) Linearidade; (5) Multicolinearidade.

### 3.3 Definição Teórica e Operacional das Variáveis

#### 3.3.1 Nível de Disclosure (DISCLOSURE)

Os relatórios da administração selecionados para fazer parte da investigação serão submetidos a uma análise de conteúdo de natureza parcial, onde os itens a serem investigados são especificados *ex ante*, essa modalidade de análise de conteúdo recebe a denominação de *Disclosure Index Studies*, sendo utilizada com razoável frequência em investigações sobre o nível de *disclosure* contido nos relatórios anuais das companhias (BEATTIE, MCINNES e FEARNLEY ,2004).

**Figura 02 – Metodologias Utilizadas na Análise do Conteúdo dos Relatórios Anuais das Companhias**



Fonte: Adaptado de Beattie, Mcinnes e Fearnley (2004: 209).

A impossibilidade de se observar diretamente as escolhas da administração sobre o nível de *disclosure*, conduz esse trabalho à adoção de uma variável *proxy* para o nível de evidenciação. Nesse trabalho a *proxy* para o nível de *disclosure* é uma medida

quantitativa construída a partir do trabalho de Lanzana (2004). Apesar da medida utilizada por esse estudo ter sido desenvolvida para avaliar apenas o nível de *disclosure* voluntário contido nos relatórios anuais produzidos pelas companhias abertas de forma voluntária a métrica utilizada no trabalho em tela busca aferir tanto o nível de *disclosure* compulsório como nível de *disclosure* voluntário contido nos relatórios da administração das companhias analisadas.

A medida utilizada para aferir o nível de *disclosure* (compulsório e voluntário) terá como base a estrutura básica para o relatório da administração proposto pela CVM através da Deliberação nº 488 utilizada para captar a evidenciação obrigatória e os elementos do índice desenvolvidos por Lanzana (2004) para captar a evidenciação voluntária. A necessidade de contemplar a evidenciação compulsória nos relatórios da administração decorre dos resultados encontrados por Falcão (1993) de que, no geral, as companhias abertas não seguem as orientações da CVM quando da elaboração dos relatórios da administração.

A medida de *disclosure* voluntário desenvolvida por Lanzana (2004) foi escolhida por contemplar muitos dos elementos propostos pelos estudos de Botosan (1997), Hail (2002), Eng e Mak (2003). No presente estudo a medida desenvolvida por Lanzana (2004) foi modificada para contemplar os elementos contidos na Deliberação nº 488 da CVM dando origem ao índice utilizado nesse estudo e apresentado abaixo:

#### **Quadro 09 – Componentes do Índice Utilizado para Aferir o Nível de *Disclosure*.**

##### Componentes do Nível de *Disclosure*

###### A. *Disclosure* Compulsório

- (1) Descrição dos Negócios, Produtos e Serviços
- (2) Comentários sobre a Conjuntura Econômica Geral
- (3) Recursos Humanos
- (4) Investimentos
- (5) Pesquisa e Desenvolvimento (P&D)
- (6) Novos Produtos e Serviços
- (7) Proteção ao Meio Ambiente
- (8) Reformulações Administrativas
- (9) Investimentos em Controladas e Coligadas
- (10) Direitos dos Acionistas e Dados de Mercado
- (11) Perspectivas e Planos para o Exercício em Curso e Futuros
- (12) Empresas Investidoras

B. *Disclosure* Voluntário

**Informações Gerais e Não – Financeiras**

- (1) Principais Mercados e *market share*
- (2) Estratégia (metas e objetivos)
- (3) Ambiente de Negócios e Fatores Críticos de Sucesso
- (4) Eventos Importantes no Ano
- (5) Estrutura Organizacional
- (6) Governança Corporativa
- (7) Relatório Social (ou Demonstração do Valor Adicionado)
- (8) Eficiência Operacional

**Informações Financeiras Adicionais**

- (1) Unidades Vendidas
- (2) ROE
- (3) ROA
- (4) EBITDA
- (5) Demonstração de Fluxo de Caixa

**Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial**

- (1) Tendência de Receita ao longo dos últimos anos
- (2) Vendas por região e/ou unidade de negócio
- (3) Tendência do lucro operacional ao longo dos últimos anos
- (4) Lucro operacional por região e/ou unidade de negócio
- (5) Tendência dos Investimentos ao longo dos últimos anos
- (6) Investimento por região e/ou unidade de negócio
- (7) Tendência de comportamento das ações e retorno total para o acionista
- (8) Discussão sobre mudanças na receita e market share

**(9) Discussão sobre mudanças no lucro operacional**

**(10) Discussão sobre mudanças nos investimentos ou P&D**

**Risco, Criação de Valor e Projeções**

**(1) Uso e Implementação de Gestão de Risco**

**(2) Exposição ao Risco Cambial**

**(3) Medidas Quantitativas de Criação de Valor para o Acionista**

**(4) Compensação Gerencial**

**(5) Perspectivas de Novos Projetos**

**(6) Projeções de Lucro**

**(7) Projeções de Vendas e Crescimento**

Fonte: Adaptado de Lanzana (2004:70)

#### **A. *Disclosure* Compulsório**

- Descrição dos negócios, produtos e serviços – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descrever o ramo de atividades da companhia bem como seus principais produtos e serviços prestados e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Comentários sobre a conjuntura econômica geral – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descrever fatores externos cuja contribuição para o desempenho da companhia tenha sido significativa e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Recursos humanos – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração indicar quantitativo de empregados bem como a sua rotação nos períodos apresentados assim como as linhas gerais de ações voltadas ao desenvolvimento dos empregados da empresa e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Investimentos – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descrever os principais investimentos realizados, objetivos e valores e 0 (zero) na ausência desse componente.

- Pesquisa e desenvolvimento – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descrever o atual estágio das ações voltadas a projetos de pesquisa e desenvolvimento, atualização tecnológica e outros ativos intangíveis assim como os recursos destinados a esses projetos e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Novos produtos e serviços – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração mencionar os novos produtos e serviços à disposição do mercado e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Proteção ao meio ambiente – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração divulgar ações e investimentos efetuados com o objetivo de salvaguarda ao meio ambiente e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Reformulações administrativas ou societária – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descrever procedimentos internos referentes a mudanças efetuadas, reorganizações societárias e ações de racionalização e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Investimentos em controladas e coligadas – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração indicar os investimentos em controladas e coligadas e objetivos e alcances pretendidos com os mesmos e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Direitos dos acionistas e dados de mercado – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração indicar as políticas voltadas para a distribuição de direitos, desdobramentos e valores da ação e 0 (zero) na ausência desse componente.

- Perspectivas e planos para o exercício em curso e futuros – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração divulgar a expectativa da administração quanto aos exercícios correntes e futuros, baseada em premissas declaradas e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Empresas investidoras – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração informar sobre as empresas investidoras e política de participações em outras empresas e 0 (zero) na ausência desse componente.

## **B. Disclosure Voluntário<sup>8</sup>**

### Informações Gerais e Não – Financeiras

- Principais Mercados e *market share* – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração lista os principais mercados que compram os produtos da empresa, 2 pontos se o Relatório da administração quantifica a participação de mercado da empresa ou o percentual da receita derivado de cada mercado e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Estratégia (metas e objetivos) – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais a estratégia da empresa, 2 pontos se a estratégia ou as metas e objetivos são definidos em termos quantitativos e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Ambiente de Negócios e Fatores Críticos de Sucesso – A empresa obtém 2 pontos se o Relatório da administração descreve o ambiente de negócios (em termos macroeconômicos e/ou do segmento que atua) e os fatores críticos de

---

<sup>8</sup> A descrição apresentada para os componentes do *disclosure* voluntário é a mesma da utilizada por Lanzana (2004:71-74), com exceção da expressão relatório anual (substituída por Relatório da administração) e pela ausência da descrição do negócio da empresa, investimentos em recursos humanos e investimentos em P&D que foram incorporados ao *disclosure* compulsório em razão desses componentes serem de evidenciação obrigatória segundo a Deliberação 488 da CVM.

sucesso para a empresa ter obtido determinado resultado versus o resultado dos seus competidores e 0 (zero) na ausência desse componente.

- **Eventos Importantes no Ano** - A empresa obtém 2 pontos se o Relatório da administração descreve os principais eventos corporativos ocorridos ao longo do ano e 0 (zero) na ausência desse componente.
- **Estrutura Organizacional** - A empresa obtém 2 pontos se o Relatório da administração apresenta o nome e o cargo dos principais gestores da companhia e 0 (zero) na ausência desse componente.
- **Governança Corporativa** – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais a estrutura de governança da empresa, 2 pontos se a empresa descreve em detalhes esta estrutura (tais como nível de contato com investidores externos, estrutura do conselho de administração, existência de comitê de auditoria, comitê de compensação, etc) e 0 (zero) na ausência desse componente.
- **Relatório Social (ou Demonstração do Valor Adicionado)** – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração publica em linhas gerais as ações realizadas em relação à responsabilidade social, investimento nos empregados e proteção ambiental, 2 pontos se quantifica em valor monetário estes investimentos (geralmente as empresas publicam a Demonstração do Valor Adicionado) e 0 (zero) na ausência desse componente.
- **Eficiência Operacional** – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração relata em linhas gerais medidas de eficiência operacional, 2 pontos se adicionalmente o Relatório da administração fornece medidas quantitativas de eficiência operacional e 0 (zero) na ausência desse componente.

### Informações Financeiras Adicionais

- Unidades Vendidas – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração fornece esta informação apenas para o exercício a que se refere, 2 pontos se fornece esta informação para os últimos dois exercícios, 3 pontos se fornece essas informações para mais de dois anos e 0 (zero) na ausência dessa informação.
- ROE (Retorno sobre Patrimônio Líquido) – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração fornece esta informação apenas para o exercício a que se refere, 2 pontos se fornece esta informação para os últimos dois exercícios, 3 pontos se fornece essas informações para mais de dois anos e 0 (zero) na ausência dessa informação.
- ROA (Retorno sobre Ativo) – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração fornece esta informação apenas para o exercício a que se refere, 2 pontos se fornece esta informação para os últimos dois exercícios, 3 pontos se fornece essas informações para mais de dois anos e 0 (zero) na ausência dessa informação.
- EBITDA (Lucro antes de Juros, Imposto de Renda, Depreciação e Amortização) – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração fornece esta informação apenas para o exercício a que se refere, 2 pontos se fornece esta informação para os últimos dois exercícios, 3 pontos se fornece essas informações para mais de dois anos e 0 (zero) na ausência dessa informação.
- Demonstração de Fluxo de Caixa – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração fornece esta informação apenas para o exercício a que se refere, 2 pontos se fornece esta informação para os últimos dois exercícios, 3 pontos se

fornece essas informações para mais de dois anos e 0 (zero) na ausência dessa informação.

#### Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial

- Tendência de Receita ao longo dos últimos anos – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais a tendência da Receita Operacional ao longo dos últimos anos, 2 pontos se a empresa apresenta dados quantitativos para explicar a tendência da receita nos últimos anos e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Vendas por região e/ou unidade de negócio – A empresa obtém 2 pontos se quantifica a receita por unidade de negócio ou região e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Tendência do lucro operacional ao longo dos últimos anos – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais a tendência do Lucro Operacional ao longo dos últimos anos, 2 pontos se a empresa apresenta dados quantitativos para explicar a tendência do lucro nos últimos anos e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Lucro operacional por região e/ou unidade de negócio – A empresa obtém 2 pontos se quantifica o lucro operacional por unidade de negócio ou região e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Tendência dos Investimentos ao longo dos últimos anos – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais a tendência dos investimentos ao longo dos últimos anos, 2 pontos se a empresa apresenta dados quantitativos para explicar a tendência dos investimentos nos últimos anos e 0 (zero) na ausência desse componente.

- Investimento por região e/ou unidade de negócio – A empresa obtém 2 pontos se o Relatório da administração quantifica o investimento por unidade de negócio ou região e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Tendência de comportamento das ações e retorno total para o acionista – A empresa obtém 2 pontos se o Relatório da administração apresenta o comportamento da ação ao longo do ano (ou o retorno obtido), assim como o dividendo proposto a ser distribuído e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Discussão sobre mudanças na receita e *market share* – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração discute em linhas gerais as mudanças de um ano para o outro, 2 pontos se o Relatório da administração quantifica as razões para a mudança e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Discussão sobre mudanças no lucro operacional – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração discute em linhas gerais as mudanças de um ano para o outro, 2 pontos se o Relatório da administração quantifica as razões para a mudança e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Discussão sobre mudanças nos investimentos em P&D – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração discute em linhas gerais as mudanças de um ano para o outro, 2 pontos se o Relatório da administração quantifica as razões para a mudança e 0 (zero) na ausência desse componente.

#### Risco, Criação de Valor e Projeções

- Uso e Implementação de Gestão de Risco – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais ações adotadas na área de gestão de riscos, 2 pontos se quantifica o investimento na área e 0 (zero) na ausência desse componente.

- Exposição ao Risco Cambial – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais medidas de proteção ao risco cambial, 2 pontos se quantifica a exposição ao risco cambial e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Medidas Quantitativas de Criação de Valor para o Acionista – A empresa obtém 2 pontos se o Relatório da administração apresenta medidas quantitativas para criação de valor para o acionista (como o EVA – *Economic Value Added*) e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Compensação Gerencial – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais a Política de Compensação Gerencial, 2 pontos se quantifica o valor pago aos gestores ao longo do ano (por exemplo, em forma de Participação dos Resultados) e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Perspectivas de Novos Projetos – A empresa obtém 2 pontos se o Relatório da administração apresentar as perspectivas para novos projetos em desenvolvimento ou a serem desenvolvidos e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Projeções de Lucro - A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais as perspectivas para o lucro para o próximo ano, 2 pontos se apresenta projeções em termos quantitativos e 0 (zero) na ausência desse componente.
- Projeções de Vendas e Crescimento – A empresa obtém 1 ponto se o Relatório da administração descreve em linhas gerais as perspectivas para as vendas e crescimento para o próximo ano, 2 pontos se apresenta projeções em termos quantitativos e 0 (zero) na ausência desse componente.

O nível de *disclosure* compulsório doravante (NDCS<sub>compulsório</sub>) dos relatórios da administração das empresas analisadas é composto de 12 componentes que totalizam 12 pontos no máximo e será obtido através do somatório dos pontos que a empresa obteve em cada componente na forma da seguinte equação:

$$\text{NDCS}_{\text{compulsório},j} = \sum_{i=1}^{12} \text{Pontuação}$$

Sendo, “i” os componentes do *disclosure* compulsório e “j” a empresa analisada.

O nível de *disclosure* voluntário doravante (NDCS<sub>voluntário</sub>) dos relatórios da administração das empresas analisadas é composto por 30 componentes divididos em 4 (quatro categorias) e totalizando 65 pontos:

- (1) Informações Gerais e Não-Financeiras – Contendo 8 componentes e totalizando 16 pontos;
- (2) Informações Financeiras Adicionais – Contendo 5 componentes e totalizando 15 pontos;
- (3) Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial – Contendo 10 componentes e totalizando 20 pontos;
- (4) Risco, Criação de Valor e Projeções – Contendo 7 componentes e totalizando 14 pontos.

O NDCS<sub>voluntário</sub> dos RAD das empresas será obtido de acordo com a seguinte equação:

$$\text{NDCS}_{\text{voluntário},j} = \sum_{i=1}^8 \text{Pontuação}(1) + \sum_{i=1}^5 \text{Pontuação}(2) + \sum_{i=1}^{10} \text{Pontuação}(3) + \sum_{i=1}^7 \text{Pontuação}(4)$$

Sendo, “i” os componentes do *disclosure* voluntário e “j” a empresa analisada.

O nível de *disclosure* total -  $NDCS_{total}$  dos relatórios da administração das empresas será obtido através da soma entre  $NDCS_{compulsório}$  e  $NDCS_{voluntário}$  conforme a seguinte equação:

$$NDCS_{total} = NDCS_{compulsório} + NDCS_{voluntário}$$

Tendo em vista a operacionalização do modelo de regressão o qual demanda que as variáveis integrantes do modelo tenham distribuição normal foi necessário transformar os valores da variável quantitativa  $NDCS_{total}$  para sua forma logaritma. Com essa transformação a variável  $NDCS_{total}$  passa a ser denominada de DISCLOSURE.

Uma vez que o objetivo da pesquisa é a análise da significância da relação entre a variável resultado contábil e nível de *disclosure* a referida transformação é um procedimento necessário que conduz a realização dos objetivos pretendidos na pesquisa. A transformação não significa, porém, o abandono dos valores originais encontrados para as variáveis  $NDCS_{compulsório}$ ,  $NDCS_{voluntário}$  e  $NDCS_{total}$  sendo os mesmos objeto de análises complementares.

No seu estudo sobre a relação entre *disclosure* e custo do capital Botosan (1997) afirma que um exame de consistência interna do índice de disclosure é capaz de fornecer bases para aferir a confiabilidade dessa medida e suas possíveis limitações. Nesse sentido, dois exames foram realizados sobre o DISCLOSURE. (1) Exame de Consistência Interna: esse teste foi realizado com a utilização da medida de consistência interna denominada de *Coefficiente Alpha de Cronbach*. (2) Exame de Consistência Externa: com base na relação entre tamanho da empresa e nível de *disclosure* (vide seção 3.3.3). Nesse sentido, foi testado tanto na matriz de correlação como no modelo de regressão múltipla desenvolvido para o trabalho em tela a significância da relação entre o DISCLOSURE e a Receita Líquida (*proxy* do tamanho da empresa).

### 3.3.2 Lucro Contábil (LUCRO)

É o **Lucro / Prejuízo do Período** nas demonstrações de resultado do exercício das empresas analisadas, sendo parte integrante das Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP disponibilizadas em meio eletrônico pela CVM através do Divulgação Externa ITR /DFP /IAN – DIVEXT. Trata-se da variável independente (explicativa) do modelo logístico, sendo a mesma uma variável quantitativa de mensuração contínua que pode assumir tanto valores negativos caracterizando prejuízo, como valores positivos caracterizando o lucro. Para efeito de análise, essa variável será testada contra variável dependente DISCLOSURE na forma qualitativa.

Valor	Descrição
0	Ausência de lucro
1	Presença de lucro

### 3.3.3 Tamanho da Empresa (TAMANHO)

Trata-se de uma variável de controle, utilizada na maioria dos estudos que avaliam o nível de disclosure, por apresentar uma forte relação com a variável dependente DISCLOSURE, sendo necessária sua inclusão no modelo para correta análise da possível relação entre as variáveis analisadas. Segundo Gujarati (2000) a exclusão de uma variável significativa para explicação de um fenômeno conduz a o erro de especificação, o que prejudica a credibilidade das conclusões formuladas a partir do modelo “incompleto”. Lanzana (2004) constatou que as empresas de maior porte naturalmente evidenciam mais em virtude da atenção recebida pelos investidores, pelo maior acesso ao mercado de capitais e dos custos relativamente menores associados à evidenciação.

Por se tratar de uma variável quantitativa, e considerando que um dos pressupostos para correta utilização de modelos multivariados é o correto tratamento das observações atípicas (*outliers*), no presente estudo, a variável TAMANHO é

definida como o **logaritmo da Receita Líquida** nas demonstrações de resultado do exercício das empresas analisadas, sendo esta demonstração parte integrante das Demonstrações Financeiras Padronizadas – DFP disponibilizadas em meio eletrônico pela CVM através do Divulgação Externa ITR /DFP /IAN – DIVEXT. A forma logarítmica se justifica pela presença de empresas com faturamento líquido notadamente diferente das demais empresas, como será demonstrado no exame detalhado da base de dados da pesquisa na seção 4.1 do estudo.

#### 3.3.4 Identidade do Acionista Controlador (IDENTIDADE)

A identidade do acionista controlador foi incluída no modelo como uma variável de controle em razão da sua relação com o nível de *disclosure* da empresa (LANZANA, 2004), no entanto não existem evidências definitivas sobre sua influência e por isso mesmo um modelo alternativo será testado sem a sua presença. Foram utilizadas variáveis categóricas para caracterização do acionista controlador em cada uma dessas situações: (1) Propriedade Estatal; (2) Propriedade Privada Nacional; (3) Propriedade Privada Estrangeira.

As informações sobre o controle integram as Informações Anuais - IAN disponibilizadas em meio eletrônico pela CVM através do Divulgação Externa ITR /DFP /IAN – DIVEXT. Após uma análise preliminar, onde se constatou que todas as empresas do setor são de propriedade privada, não se inseriu no modelo de regressão a situação de Propriedade Estatal. Assumindo a variável IDENTIDADE no modelo de regressão múltipla os seguintes valores:

Valor	Descrição
0	Ausência de Propriedade Privada Nacional
1	Presença de Propriedade Privada Nacional

Por dedução, a ausência de controle privado nacional configura a presença de controle privado estrangeiro.

### 3.3.5 Governança Corporativa (GOVERNANÇA)

Devido à relação existente entre Governança Corporativa e nível de *disclosure* [(GALLON E BEUREN, 2006);(LANZANA, 2004)] foi incluída uma variável de controle categórica para representar as seguintes situações:

<b>Valor</b>	<b>Descrição</b>
0	Companhia não aderiu a nenhum dos níveis de governança corporativa da Bovespa.
1	Companhia aderiu a um dos níveis de governança corporativa da Bovespa.

A adesão da empresa a um dos três níveis de governança (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) implica no cumprimento de uma série de medidas – medidas estas cumulativas ao longo dos níveis – contidas no acordo firmado entre a empresa e a Bovespa e que a afetam basicamente os seguintes aspectos:

- a) divulgação de informações prestadas pela companhia ao mercado;
- b) estrutura de organização;
- c) composição do capital e dos direitos dos acionistas.

Dessa forma, a adesão a qualquer um dos níveis de governança corporativa – considerando que as exigências são cumulativas a cada novo patamar de governança – afeta as escolhas sobre o nível de *disclosure*. Não existe, porém, uma definição clara sobre o sentido dessa relação. Considerando apenas a literatura nacional, em virtude das particularidades do mercado brasileiro com relação às práticas de governança (SILVEIRA, 2002), enquanto Gallon e Beuren (2006) afirmam que a relação entre governança corporativa e nível de *disclosure* é complementar, Lanzana (2004) sugere que a ausência de práticas de governança corporativa eleva o nível de evidenciação como forma de compensar a falta dos mesmos. No entanto, é ponto pacífico na literatura nacional e internacional a influência dessa variável no nível de *disclosure* das companhias.

### 3.4 Delimitação do Estudo

A coleta e análise dos dados para condução da pesquisa estão delimitadas as companhias abertas do setor de Materiais Básicos listadas na Bovespa no exercício de 2006 que disponibilizaram as Demonstrações Financeiras Padronizadas e Informações Anuais em meio eletrônico pela CVM através do Divulgação Externa ITR /DFP /IAN – DIVEXT.

### 3.5 Principais Dificuldades na Coleta de Dados

Um dos problemas enfrentados na coleta de dados consistiu na ausência de dados sobre a Receita Líquida na demonstração de resultado de 16 (dezesesseis) empresas submetidas a procedimentos de consolidação das demonstrações. A solução encontrada foi a substituição dos dados perdidos pela Receita Líquida da demonstração consolidada. A substituição dos valores evitou a exclusão de um volume considerável de empresas da amostra e do ponto de vista do significado do valor da receita considera-se que não houve prejuízos em virtude do mesmo ser uma *proxy* do porte da empresa.

Ainda com relação a valores perdidos, três empresas não apresentaram as Demonstrações Financeiras Padronizadas para o Exercício de 2006 e três não apresentaram o valor de Receita Líquida na demonstração consolidada reduzindo para 52 o número total de observação das variáveis incluídas no modelo. As empresas que não apresentaram as referidas demonstrações foram CENT AMAPÁ\*, CENT CORUMBÁ\*, CENT MINAS-RIO\*, SAM INDUSTR, RIMET e TRORION.

Também houve dificuldades relacionadas à atribuição de pontuação a alguns dos componentes do índice de disclosure, em virtude do caráter subjetivo envolvido nos processos de análise de conteúdo. No entanto, tendo em vista a avaliação da

---

\* Empresas controladas pela MMX MINER.

credibilidade do índice utilizado na pesquisa foram realizados testes de confiabilidade interna e externa do mesmo. Os resultados dos testes de confiabilidade interna e externa são discutidos nas seções 4.2 e 4.4 respectivamente, e confirmam que as dificuldades inerentes à construção do índice não comprometeram a credibilidade do mesmo.

### **3.6 Principais Limitações da Pesquisa**

A) Utilização dos relatórios da administração como fonte exclusiva de dados sobre o *disclosure* da empresa, não se levando em consideração as evidenciações fornecidas em outros meios (entrevistas dos administradores, publicações especializadas, etc.);

B) Impossibilidade de se generalizar os resultados da pesquisa para outros setores econômicos e diferentes anos, devido ao critério de amostragem não-probabilística adotada e ao reduzido número de observações;

C) Pressuposto de causalidade entre as variáveis, com uma determinação *ex-ante* da variável dependente (DISCLOSURE) e das independentes (LUCRO), (TAMANHO), (IDENTIDADE) e (GOVERNANÇA) quando na verdade esse pressuposto pode não se confirmar de forma irrefutável apesar das evidências empíricas existentes apontarem para essa configuração de relação entre as variáveis.

## **4. ANÁLISE DOS RESULTADOS**

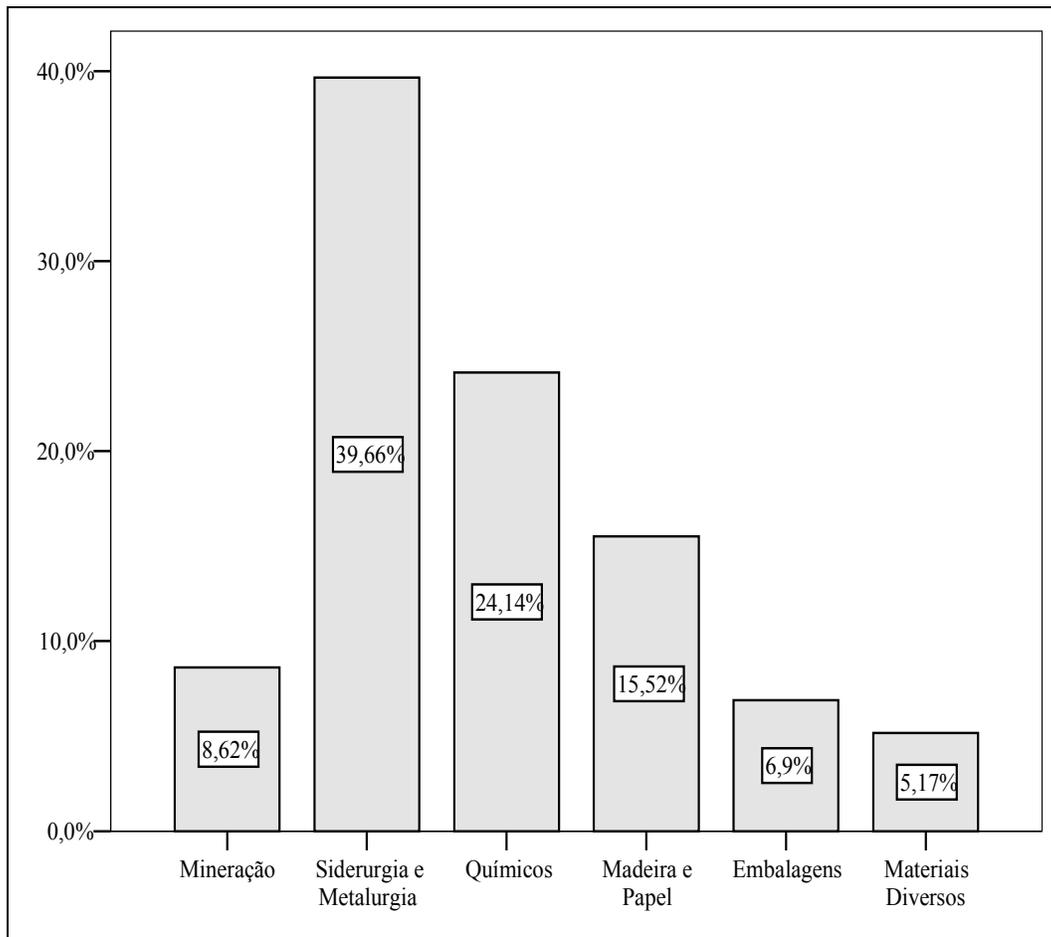
### **4.1 Análise Descritiva e Tratamento das Variáveis**

#### **4.1.1 Perfil das Empresas Analisadas**

O setor econômico de Materiais Básicos segundo a classificação da Bovespa era composto em 2006 por 58 empresas, subdivididas em 6 subsetores ou 11 segmentos conforme apresentado no quadro 05. O gráfico 01 revela que a maioria das empresas

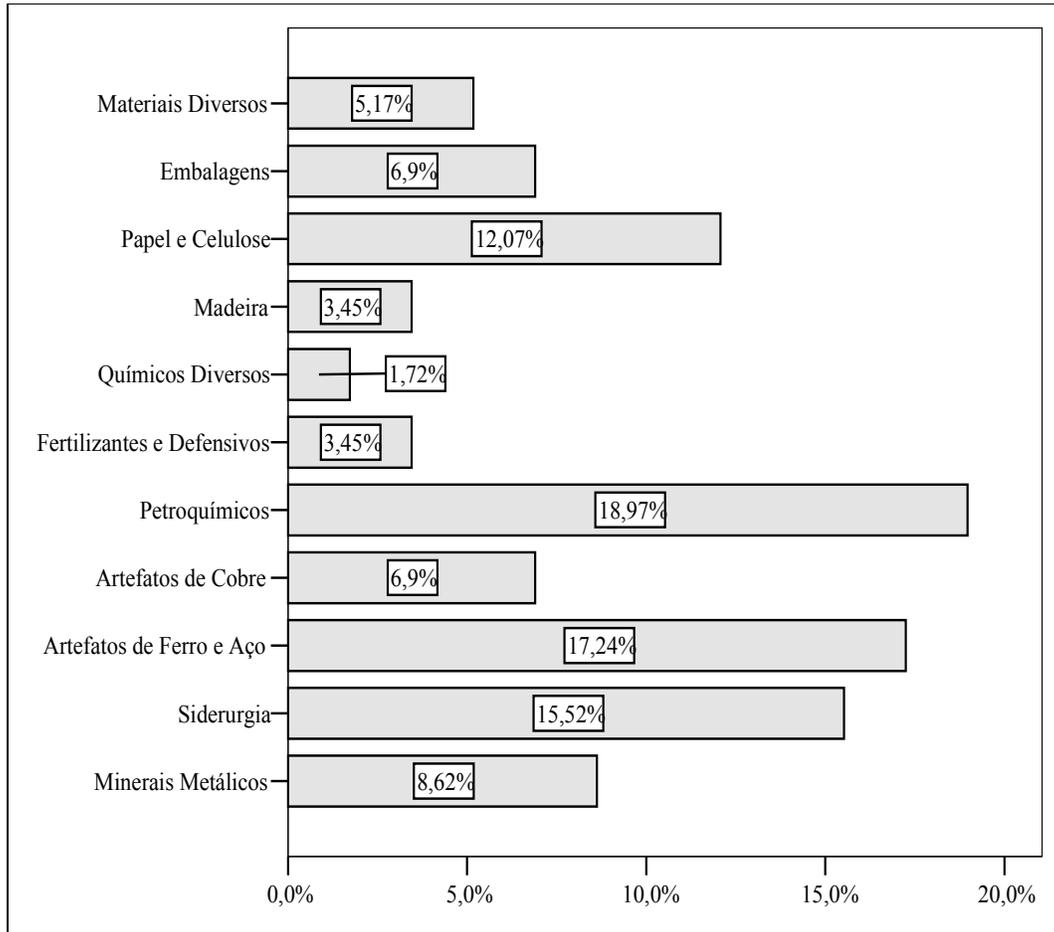
(63,8%) se concentra nos subsetores de Siderurgia e Metalurgia (39,66%) e Químico (24,14%), estando a menor concentração de empresas no subsetor de Materiais Diversos (5,17%).

**Gráfico 01 – Distribuição das Empresas por Subsetores**



Uma análise adicional revela a distribuição das empresas por segmento, no Gráfico 02 destaca-se a concentração das empresas nos segmentos de Petroquímicos (18,97%), Artefatos de Ferro e Aço (17,24%) e Siderurgia (15,52%) totalizando 51,73% das empresas sendo os segmentos de Químicos Diversos (1,72%), Madeira (3,45%) e Fertilizantes e Defensivos (3,45%) os de menor participação relativa no setor de Materiais Básicos.

**Gráfico 02 – Distribuição das Empresas por Segmentos**

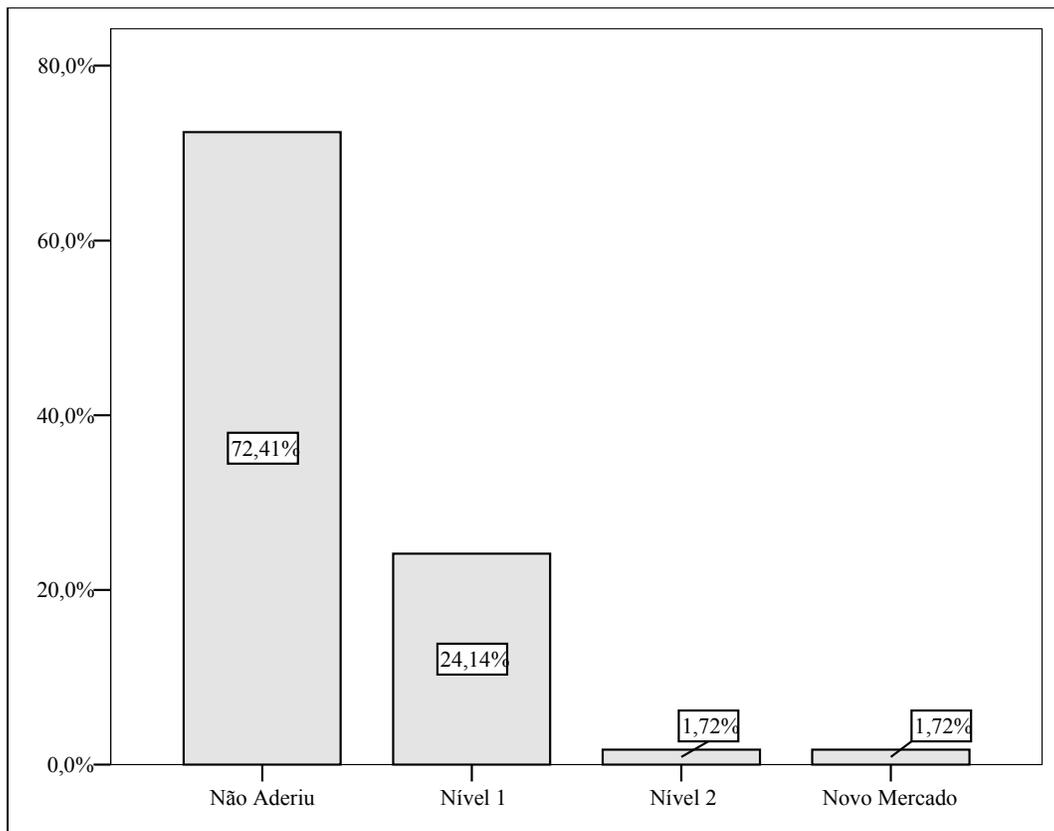


Considerando que a literatura aponta a existência de uma relação entre o nível de *disclosure* e a adoção de práticas de governança corporativa, o presente estudo utilizou a adesão a um dos níveis de governança corporativa da Bovespa como *proxy* da adoção de boas práticas. No entanto, O Gráfico 3 mostra que a maioria das empresas analisadas (72,41%) não aderiu, formalmente, a nenhum dos níveis. A participação das empresas desse setor nos níveis mais elevados de governança (Nível 2 e Novo Mercado) é inferior a 3,5 %. No entanto, 24 % das empresas do setor aderiram ao Nível 1.

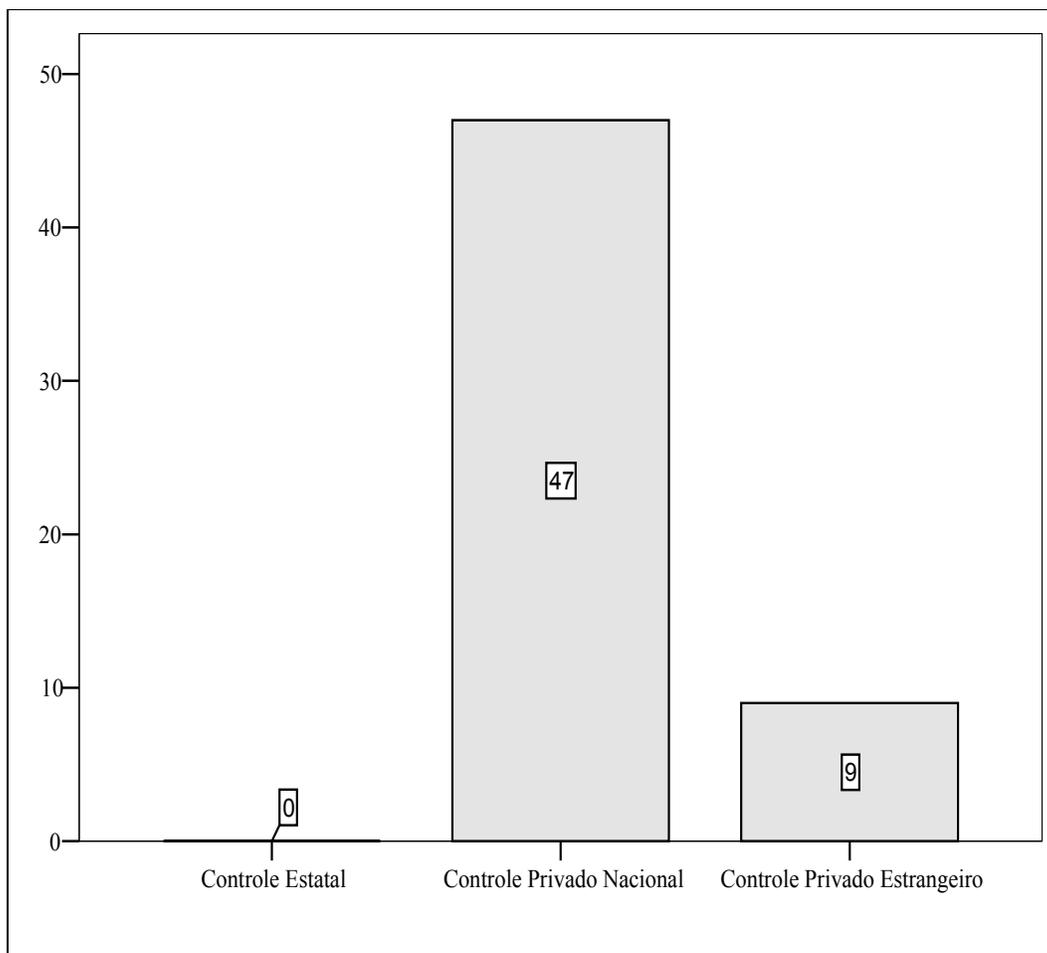
Com relação ao *disclosure*, a adoção de práticas de governança corporativa não representa necessariamente um maior volume de evidenciação, evidências empíricas suportam que as empresas que não aderiram formalmente aos níveis de governança

tendem a evidenciar mais informações nos seus relatórios que empresas que aderiram aos mesmos, como uma espécie de compensação. Na sua pesquisa Lanzana (2004) prova que existe uma relação substituta entre *disclosure* e governança corporativa, empresas com maior deficiência em mecanismos de governança relacionados ao conselho de administração apresentaram maior nível de *disclosure* em seus relatórios.

**Gráfico 03 – Governança Corporativa no Setor de Materiais Básicos**



Em relação à identidade do controle acionário, o gráfico 04 revela que das 58 empresas analisadas 47 tem controle nacional e 9 tem controle estrangeiro, 3 empresas não disponibilizaram essa informação. Verifica-se que nenhuma das empresas analisadas tem controle estatal. A natureza do controle é uma variável que pode influenciar no nível de evidenciação da companhia. Uma empresa estatal pode ser conduzida, por razões políticas, a não evidenciar informações que possam repercutir de forma negativa na administração Municipal, Estadual ou Federal.

**Gráfico 04 – Identidade do Acionista Controlador**

Do total de 58 empresas analisadas, 3 (três) não apresentaram as demonstrações financeiras padronizadas para o ano de 2006 e 16 (dezesseis) não apresentaram o valor da receita líquida das suas atividades em virtude de eliminação de valores decorrentes de procedimentos de consolidação das demonstrações contábeis. Para evitar a perda dessas observações, o procedimento adotado na pesquisa foi o de substituir os dados perdidos pela Receita Líquida da demonstração consolidada. A substituição dos valores evitou a exclusão de um volume considerável de empresas da amostra e do ponto de

vista do significado do valor da receita considera-se que não houve prejuízos em virtude do mesmo ser uma *proxy* do porte da empresa.

As análises realizadas sobre a receita das 52 empresas com dados válidos para receita líquida apontam que nas empresas desse setor a receita líquida (em milhares) varia entre R\$ 368 e R\$ 125.702.715. A mediana da receita líquida (em milhares) para o setor é de R\$ 883.229,50 sendo que 50% das empresas que divulgaram os valores da variável apresentam uma receita líquida (em milhares) entre R\$ 297.078 e R\$ 3.194.659.

#### **Quadro 10 – Análise Descritiva da Receita Líquida**

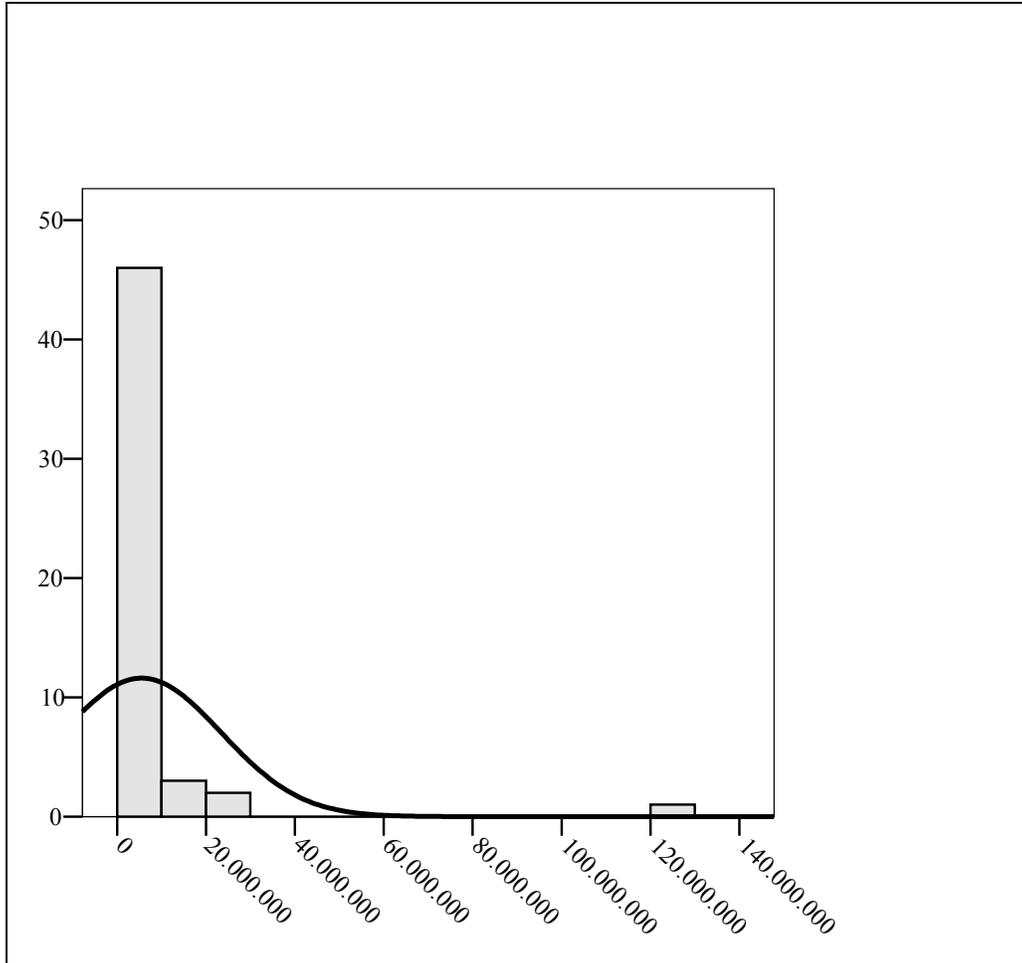
Média	Mediana	Mínimo	Máximo	1º Quartil	2º Quartil	3º Quartil
5.542.570	883.229,50	368	125.702.715	297.078	883.229,50	3.194.659
(Em milhares R\$)						

Com relação à distribuição da variável receita líquida a análise conjunta do histograma de frequência da variável no gráfico 05 e dos resultados do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov com correção de significância de Lilliefors e do Shapiro-Wilk (quadro 11), revelam que a hipótese de normalidade da variável é rejeitada ao nível de 5% em ambos os testes. Para Rodrigues e Paulo (2007) a normalidade da variável é uma das principais suposições para realização de análises multivariadas, incluindo-se aí a regressão linear.

#### **Quadro 11 – Testes de Normalidade da Receita Líquida**

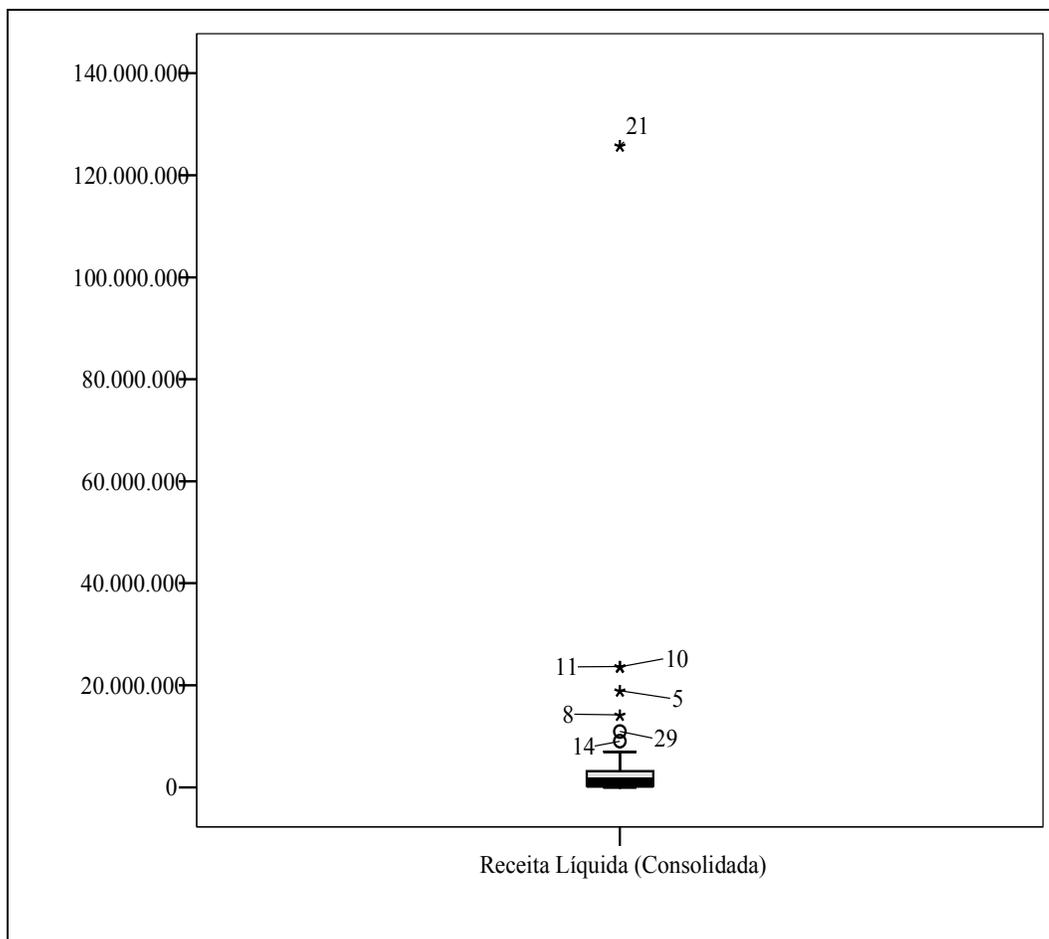
Teste	Resultado	Teste	Resultado
Kolmogorov-Smirnov*	0,000	Shapiro-Wilk	0,000
* Correção de significância de Lilliefors			

#### **Gráfico 05 – Histograma de Frequência da Receita Líquida**



A análise do diagrama de extremos e quartís ou *bloxpot* gerado pelo SPSS e apresentado no gráfico 06 identifica 7 (sete) observações atípicas ou *outliers* da variável receita líquida. Essas observações representam valores extremos para receita líquida apresentados por sete das 52 empresas com observações válidas e que podem comprometer os resultados das análises caso sejam mantidos no modelo. Salienta-se que as observações atípicas encontradas não decorrem de erros na entrada dos dados ou de dados perdidos, mas sim da significativa diferença entre as receitas da Vale do Rio Doce (5), Arcelor Br (8), Gerdau (10), Gerdau Met (11), Vicunha Sid (14), Teckno (21) e Braskem (29) das demais empresas que compõem o setor de Materiais Básicos.

**Gráfico 06 – Diagrama de Extremos e Quartís da Receita Líquida**



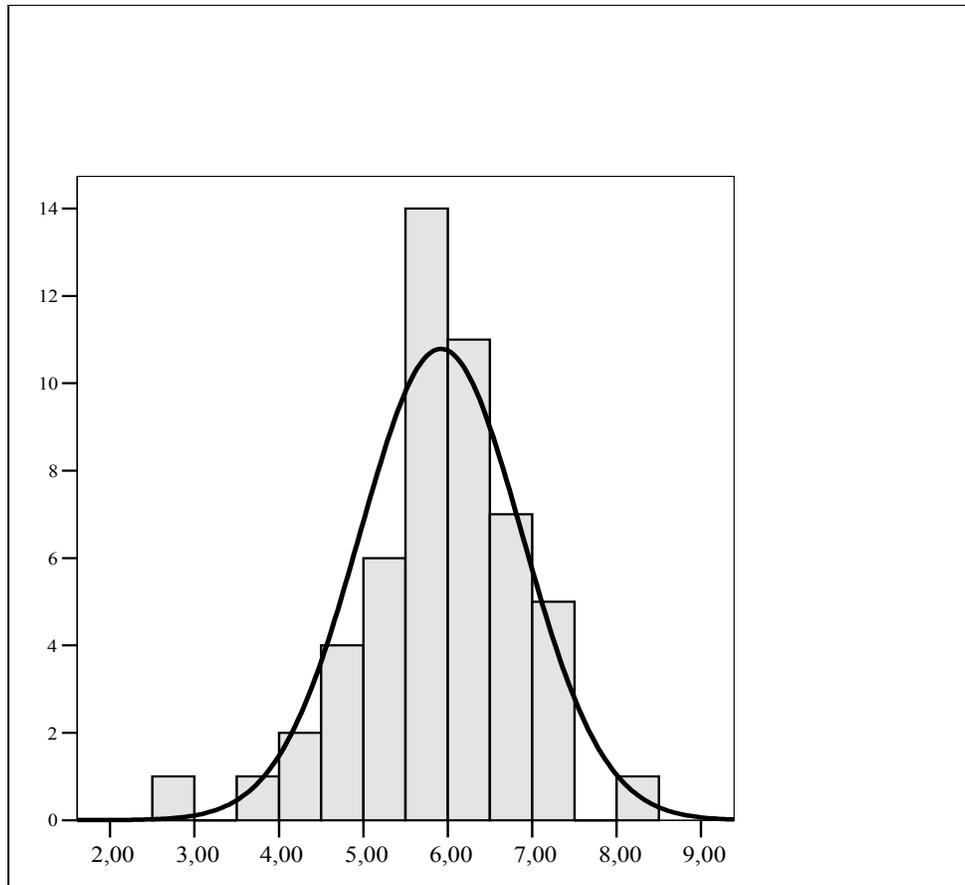
Tendo em vista os resultados negativos obtidos no teste de normalidade e da presença de *outliers*, foi necessário traduzir os valores absolutos da variável receita líquida para forma logaritma com a finalidade de obter resultados positivos nos testes de normalidade e reduzir/eliminar a presença de *outliers*. Após a transformação, a variável receita líquida apresenta uma distribuição normal, como se pode observar através da análise conjunta dos resultados dos teste de normalidade apresentados no quadro 12 e do novo histograma de frequência construído e apresentado no gráfico 07.

#### Quadro 12 – Testes de Normalidade do Logaritmo da Receita Líquida

Teste	Resultado	Teste	Resultado
Kolmogorov-Smirnov*	0,200	Shapiro-Wilk	0,117

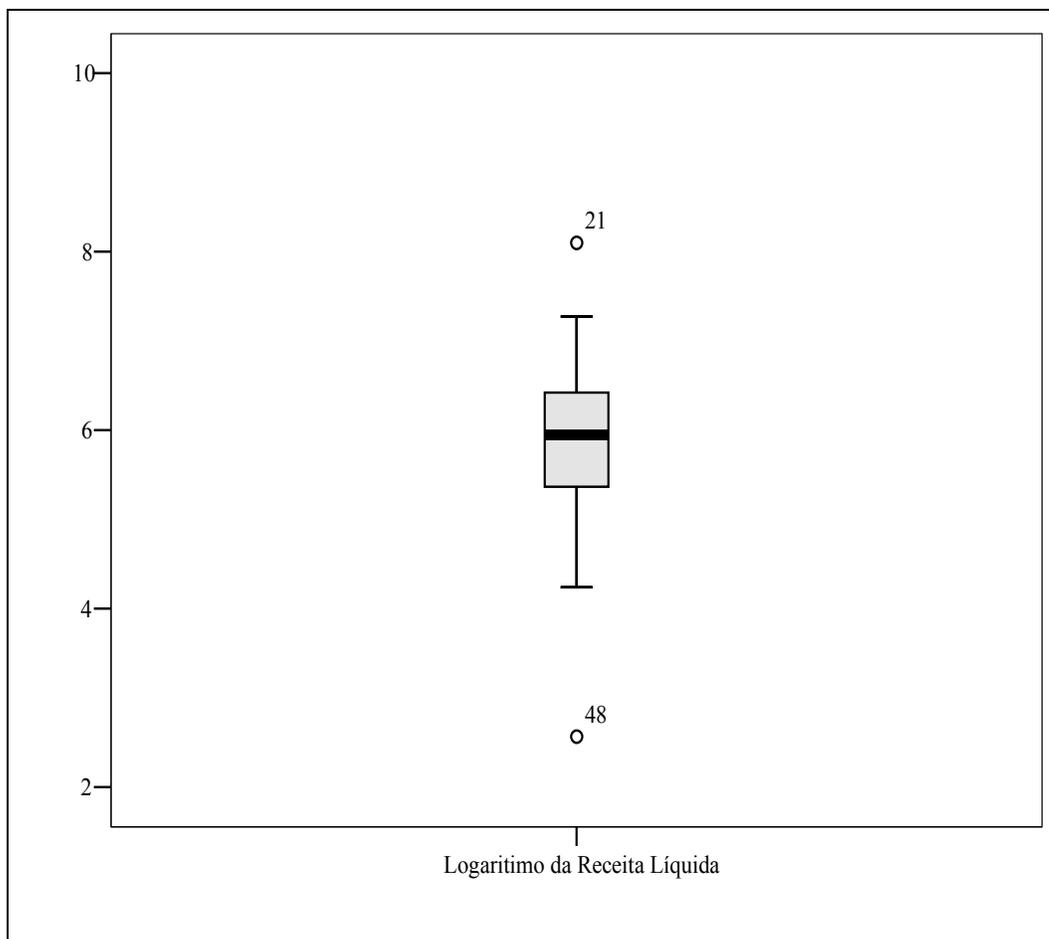
\* Correção de significância de Lilliefors.

#### Gráfico 07 – Histograma de Frequência do Logaritmo Receita Líquida



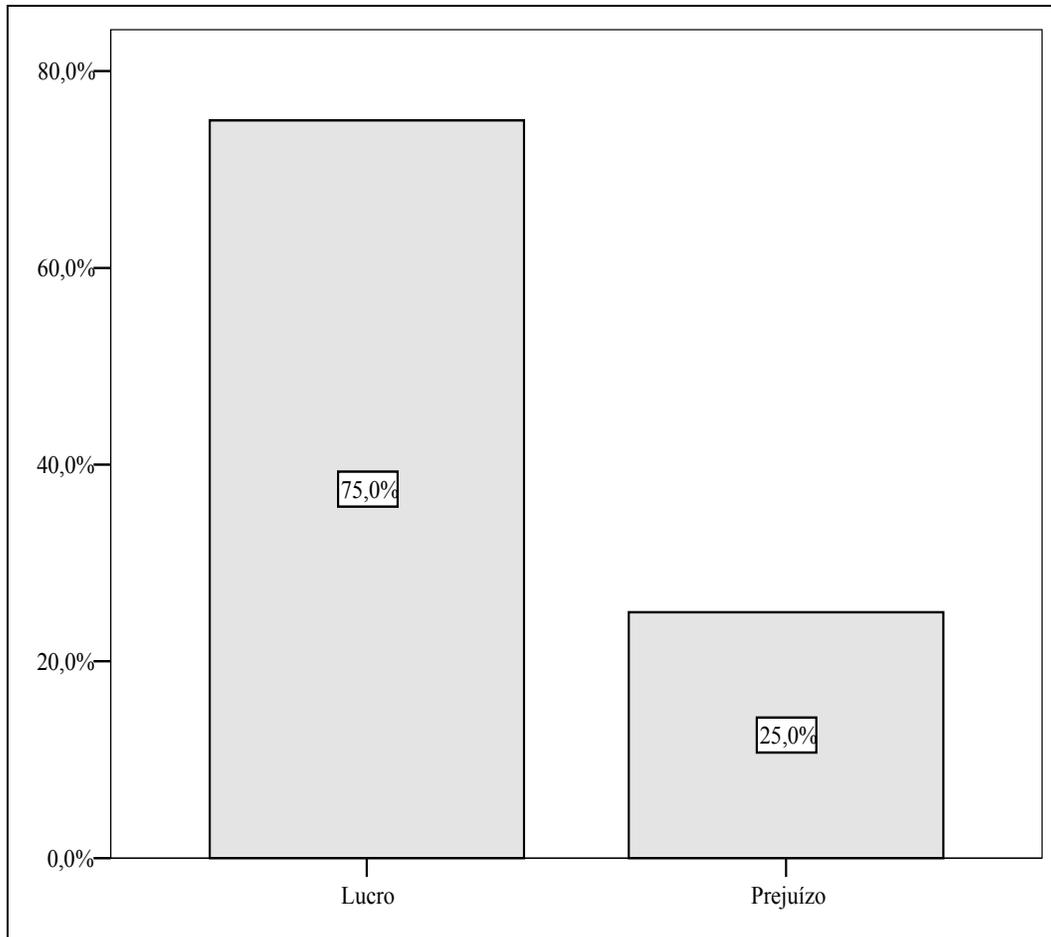
Os resultados dos testes de normalidade de Kolmogorov-Smirnov com correção de significância de Lilliefors e do Shapiro-Wilk (quadro 12), mostram que não se pode rejeitar a hipótese nula de igualdade entre a distribuição da variável receita líquida na forma logaritma e uma distribuição normal ideal ao nível de 5%. Embora o resultado do segundo esteja próximo do limite de rejeição o desempenho do primeiro teste não deixa dúvidas sobre a normalidade na distribuição da variável. A correção de significância de Lilliefors empresta uma robustez maior ao Kolmogorov-Smirnov, conferindo uma maior confiança aos seus resultados.

#### **Gráfico 08 – Diagrama de Extremos e Quartís do Logaritmo da Receita Líquida**



Com base no diagrama de extremos e quartís identifica-se a presença de apenas dois *outliers* ao invés de sete. Apesar da transformação logaritma da variável receita líquida a observação 21 (acima da caixa) referente à empresa Teckno continua a ser significativamente maior que as demais observações, enquanto que a observação 48 (abaixo da caixa) referente à empresa Melhor SP que não era considerada no gráfico anterior uma observação atípica, assumiu na transformação da variável um valor significativamente inferior às demais empresas. Salienta-se que na análise de valores máximos e mínimos apresentada no quadro 8 o valor máximo representava a receita líquida da Teckno enquanto que o valor mínimo a receita líquida da Melhor SP.

**Gráfico 09 – Desempenho das Empresas do Setor de Materiais Básicos em 2006**



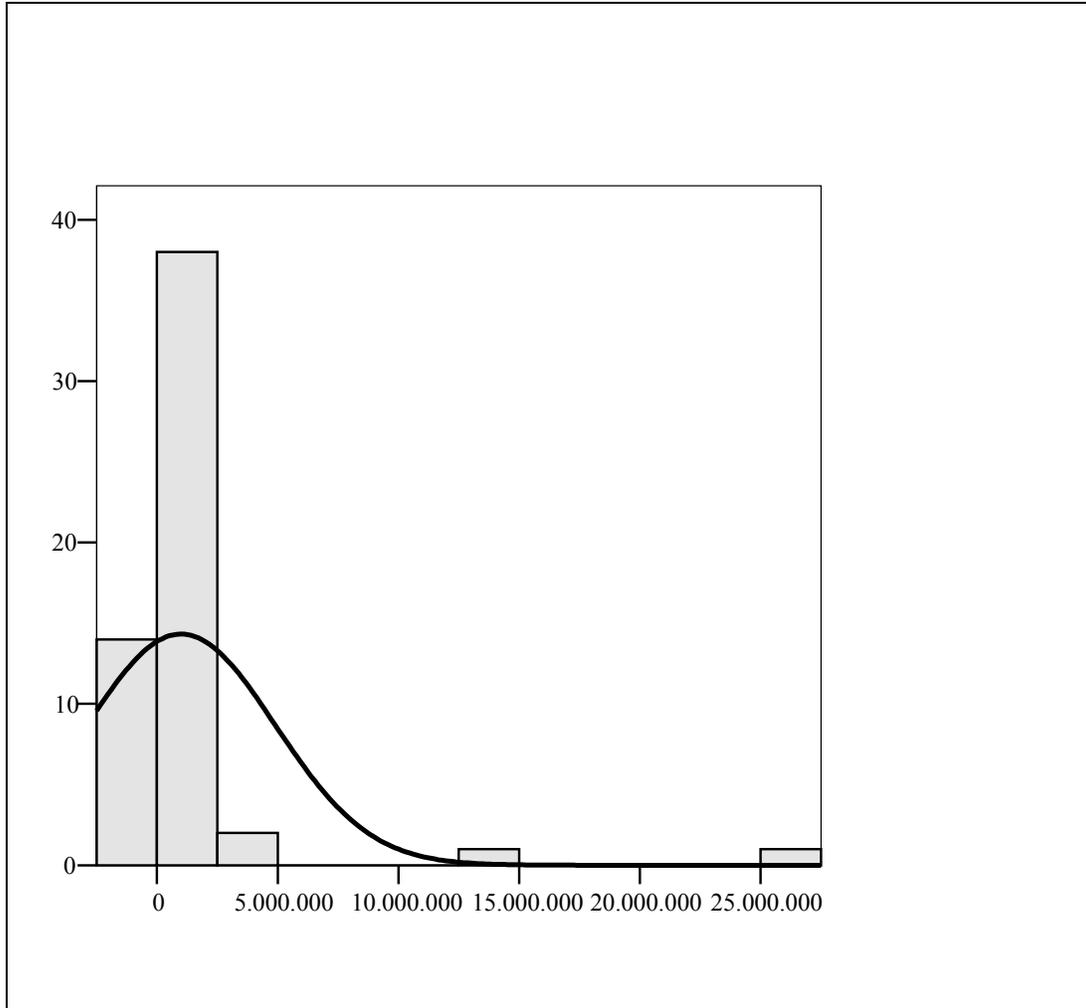
No exercício de 2006, das 58 empresas analisadas apenas 02 (duas) não apresentaram demonstrações e conseqüentemente o valor para o resultado do exercício. Destaca-se no gráfico 09 que 75% das empresas do setor de Materiais Básicos obtiveram lucro no exercício e 25% prejuízo. Segundo o quadro 13 o resultado do exercício (em milhares) das empresas do setor de Materiais Básicos em 2006 variou entre um prejuízo de R\$ 92.056 e um lucro de R\$ 26.165.557, sendo que 50% das empresas do setor aferiu resultados entre um prejuízo de R\$ 364,25 e lucro de R\$ 403.329. A mediana do resultado do exercício (em milhares) foi de R\$ 22.530.

#### Quadro 13 – Análise Descritiva do Resultado do Exercício

Média	Mediana	Mínimo	Máximo	1º Quartil	2º Quartil	3º Quartil
999.169,48	22.530	-92.056	26.165.557	-364,25	22.530	403.329

(Em milhares R\$)

#### Gráfico 10 – Histograma de Freqüência do Resultado do Exercício



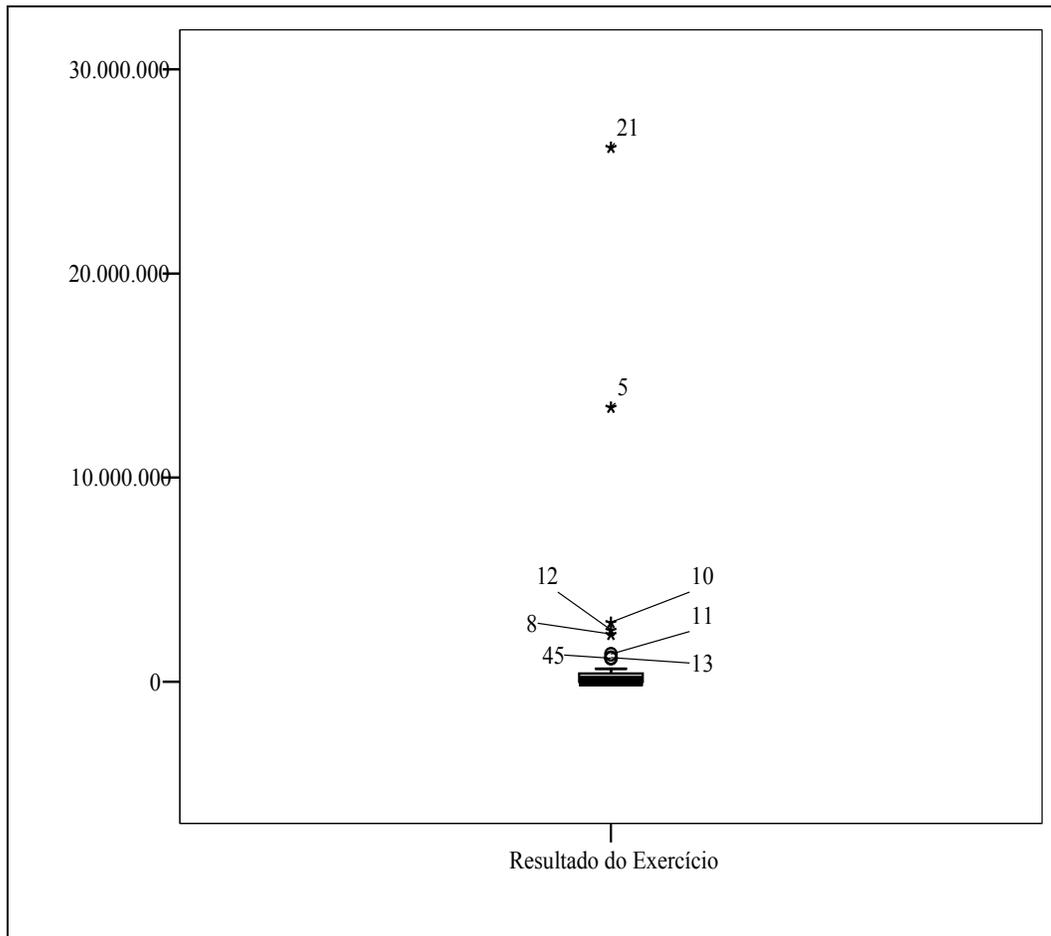
A variável resultado do exercício em 2006, segundo a análise do histograma de frequência no gráfico 10 (acima) e dos resultados do teste de normalidade de Kolmogorov-Smirnov com correção de significância de Lilliefors e do Shapiro-Wilk no quadro 14 (abaixo), não apresenta distribuição normal. O desempenho nos testes de normalidade, mesmo quando as observações da variável são notadas na forma logaritma ou inversa, permanecem os mesmos.

#### Quadro 14 – Testes de Normalidade do Resultado do Exercício

Teste	Resultado	Teste	Resultado
Kolmogorov-Smirnov*	0,000	Shapiro-Wilk	0,000

\* Correção de significância de Lilliefors.

**Gráfico 11 – Diagrama de Extremos e Quartís do Resultado do Exercício**

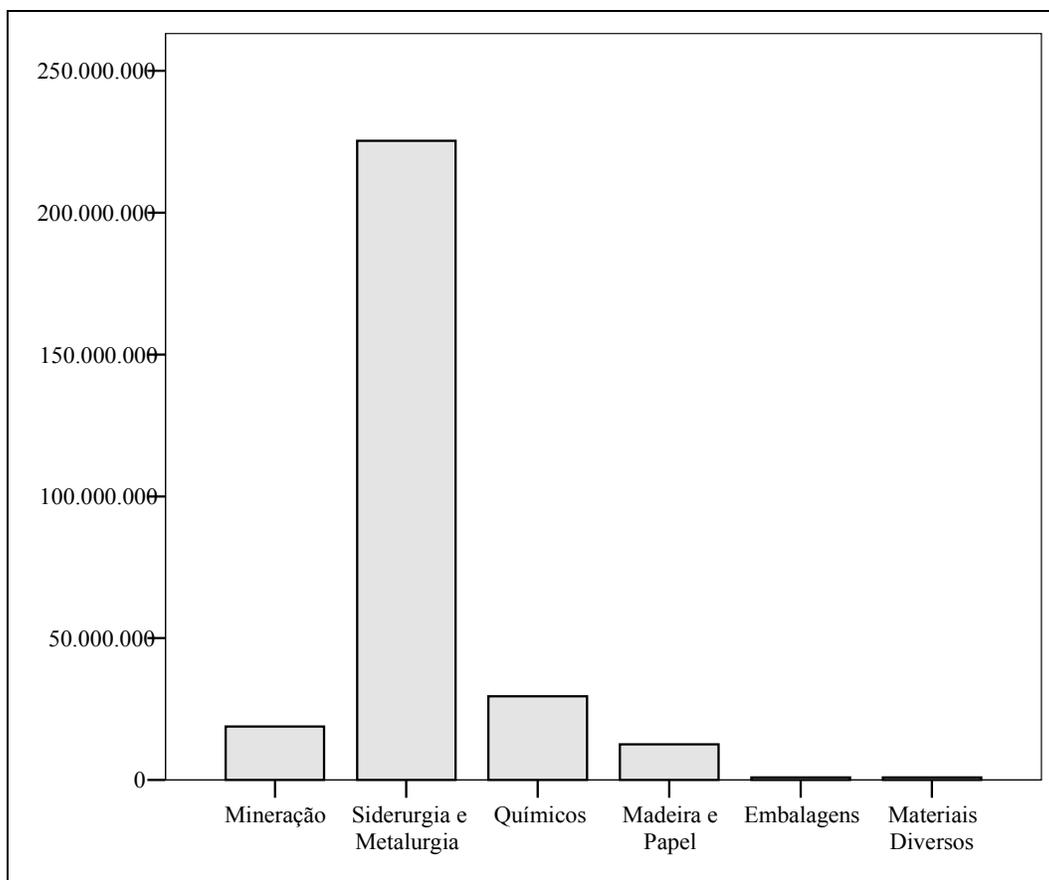


A análise do diagrama de extremos e quartís ou *bloxpot* gerado pelo SPSS e apresentado no gráfico 11 identifica 8 (oito) observações atípicas ou *outliers* da variável resultado do exercício. Essas observações representam valores extremos para o resultado do exercício apresentados por sete das 56 empresas com observações válidas. Os valores extremos dos resultados estão associados aos resultados do exercício das seguintes empresas: Vale do Rio Doce (5) , Arcelor (8), Gerdau (10), Gerdau Metalúrgica (11), Usiminas (12), Companhia Siderúrgica Nacional (13) , Teckno (21) e Aracruz Celulose (45).

Diante dos resultados negativos para normalidade da distribuição, uma das principais suposições para operacionalização do modelo multivariado da pesquisa, e da

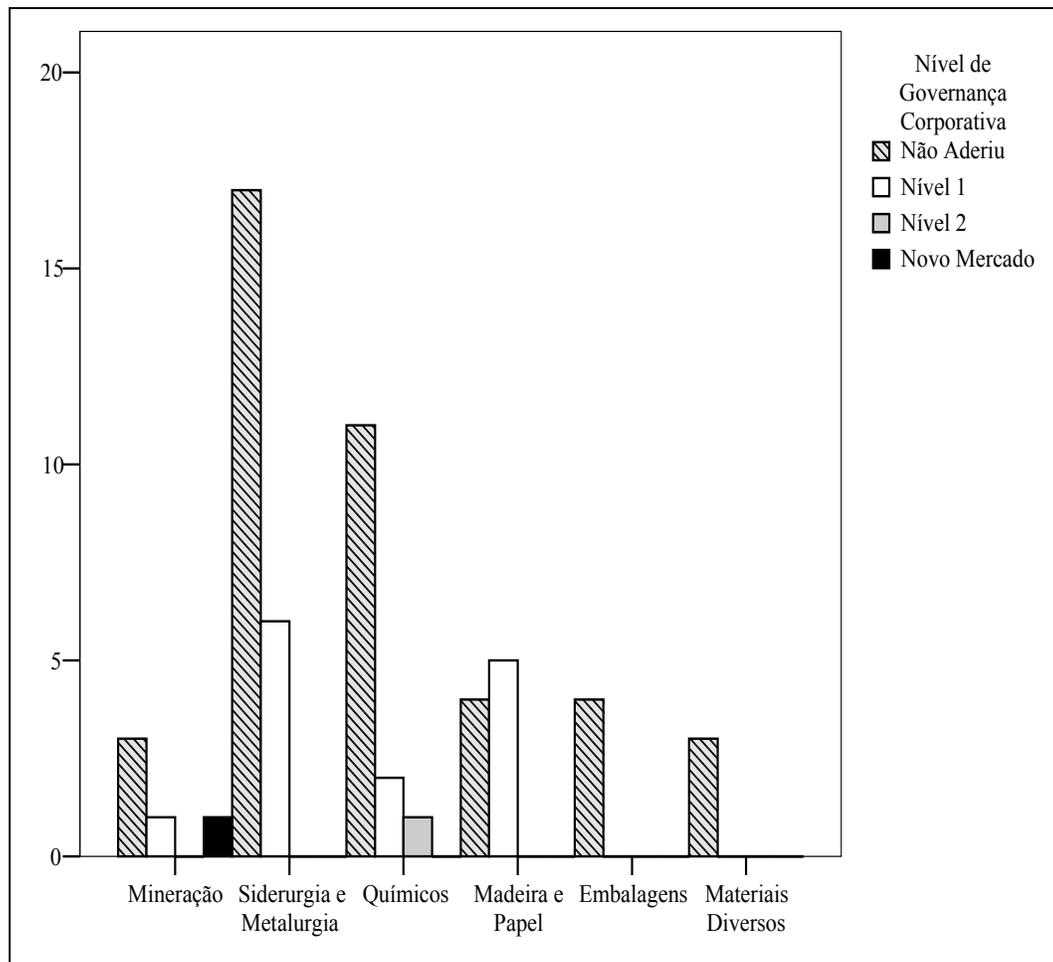
presença de observações atípicas, optou-se pela transformação da variável em questão, em uma variável categórica com as seguintes notações: (0) Ausência de Lucro e (1) Presença ou Existência de Lucro. Segundo Gujarati (2000) as variáveis categóricas são tão facilmente utilizadas em modelos de regressão quanto variáveis quantitativas, podendo um modelo de regressão conter apenas variáveis categóricas como explicativas (ou independentes).

**Gráfico 12 – Total da Receita Líquida por Subsetor**



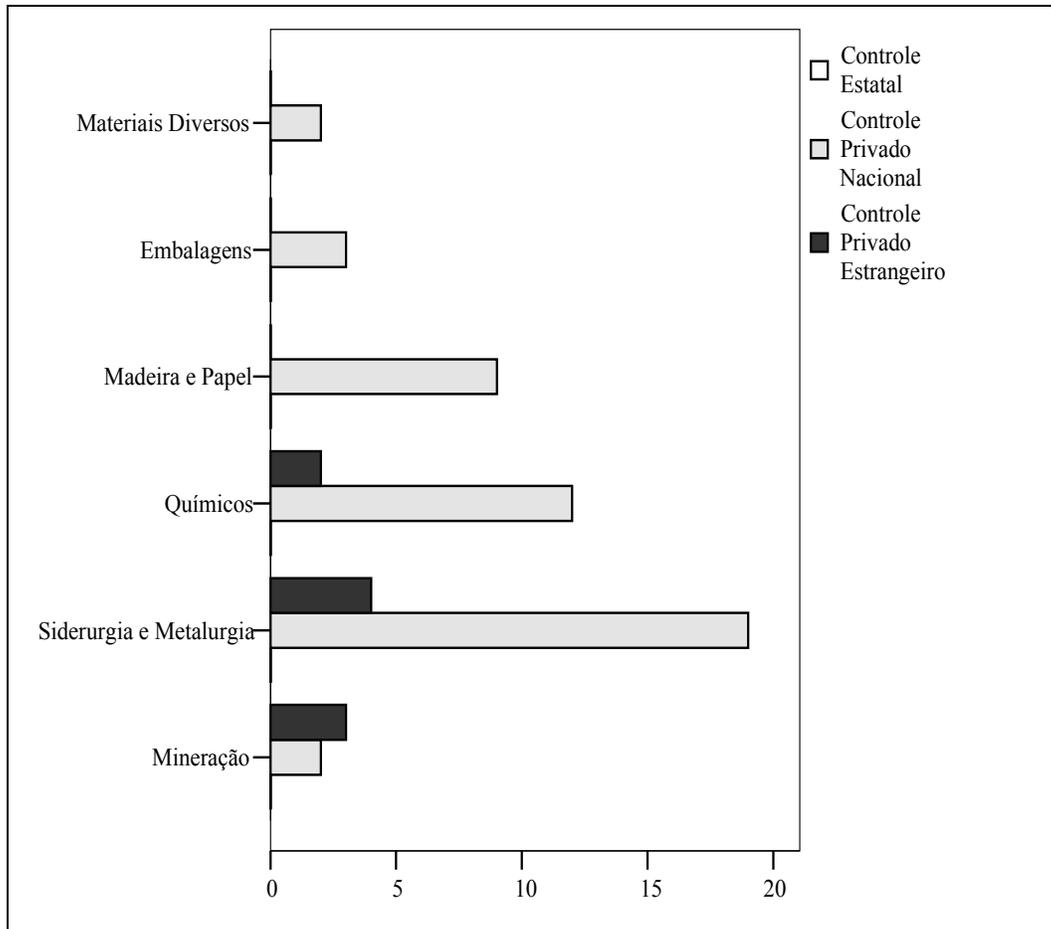
O gráfico 12 (acima) indica o peso de cada subsetor em termos de receita líquida. Segundo ele o subsetor de Siderurgia e Metalurgia é de longe o mais representativo em termos de receita líquida total. Esse fato pode ser explicado pela elevada concentração de empresas nesse subsetor, quase 40% segundo o gráfico 01.

**Gráfico 13 – Número de Adesões aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa por Subsetor**



Em relação à governança corporativa, o subsetor de Siderurgia e Metalurgia é o que apresenta o maior número de adesões ao nível 1 seguido do subsetor de Madeira e Papel. No entanto, destaca-se que apenas o subsetor de Químicos apresenta adesões aos níveis 1 e 2 e apenas a empresa MMX Miner pertencente ao subsetor de Mineração aderiu ao novo mercado. O que os gráficos 3 e 10 revelam é que não há uma cultura forte de governança corporativa no setor.

**Gráfico 14 – Identidade do Acionista Controlador por Subsetor**



No gráfico 14 (acima) constata-se que todos os controladores das empresas do setor de Materiais Básicos são entes privados nacionais ou estrangeiros, com maior concentração de controle estrangeiro no subsetor de Siderurgia e Metalurgia, seguido dos subsetores de Mineração e Químico. No entanto, no subsetor de Mineração há predominância de controle estrangeiro, enquanto nos demais a predominância é do capital nacional privado.

#### 4.1.2 Perfil da Evidenciação das Empresas

Como descrito no procedimento metodológico, foram levantadas observações sobre os itens apresentados pelas companhias nos seus relatórios. Esses itens foram distribuídos em duas categorias de evidenciação: a) evidenciação compulsória; e b) evidenciação voluntária. Ressalta-se que do total das 58 empresas que compõem o setor de Materiais Básicos, 3 (três) não apresentaram o relatório da administração para 2006, sendo as análises apresentadas a seguir representativas de aproximadamente 97% das empresas do setor.

A análise descritiva do nível de *disclosure* compulsório ou NDCS compulsório, mostra que na média as empresas apresentaram 6,65 pontos para essa variável, as pontuações mínima e máxima para o NDCS compulsório foram 0 e 12 pontos respectivamente. A análise dos quartís evidencia que 50% das empresas obtiveram entre 4,0 e 9,0 pontos para essa variável. Considerando-se o valor da mediana ou 2º Quartil pode-se afirmar, também, que 50% das empresas apresentaram uma pontuação igual ou superior a 7,0 para o NDCS compulsório.

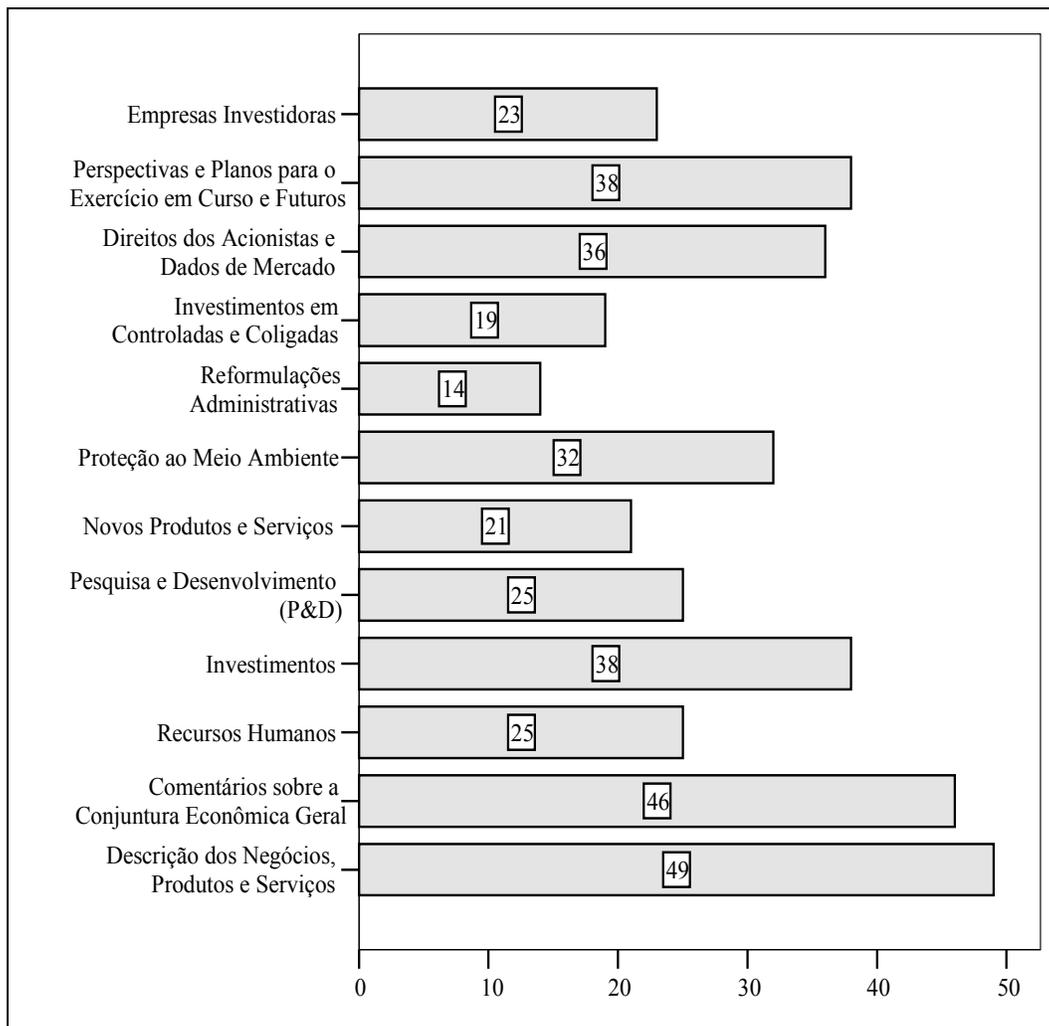
#### Quadro 15 – Análise Descritiva do NDCS compulsório

Média	Mediana	Mínimo	Máximo	1º Quartil	2º Quartil	3º Quartil
6,65	7,0	0	12	4,0	7,0	9,0

Uma análise qualitativa do NDCS compulsório é apresentada com base no gráfico 15. Nesse gráfico é expresso o somatório dos pontos alcançado por cada item que compõe o NDCS compulsório considerando todos os relatórios analisados no setor de Materiais Básicos. Com base nele, pode-se afirmar que apesar de todos os itens serem obrigatórios, o ponto mais abordado nos relatórios, com exceção da descrição do negócio, é a conjuntura econômica. Dos 56 relatórios analisados, 46 trataram sobre os aspectos relacionados ao ambiente econômico no qual a empresa atua. Empatadas em

terceiro lugar, estão as informações relacionadas aos investimentos realizados pela companhia e as perspectivas da empresa para o futuro. Destaca-se ainda a presença, na maioria dos relatórios, das informações sobre os direitos dos acionistas assim como os dados de mercado e as principais medidas de proteção ao meio ambiente tomadas pela companhia no período.

**Gráfico 15 – Presença dos Itens de Evidenciação Compulsória nos RAD**



Com relação ao *disclosure* voluntário contido nos relatórios das empresas do setor, a análise descritiva do NDCS voluntário evidencia que na média as empresas apresentaram 19,53 pontos para essa variável, as pontuações mínima e máxima para o NDCS voluntário foram respectivamente 0 e 43 pontos. A análise dos quartis evidencia que 50% das empresas obtiveram entre 6,0 e 30,0 pontos para essa variável. Considerando-se o valor da mediana ou 2º Quartil pode-se afirmar, também, que 50% das empresas apresentaram uma pontuação igual ou superior a 20,0 para o NDCS voluntário.

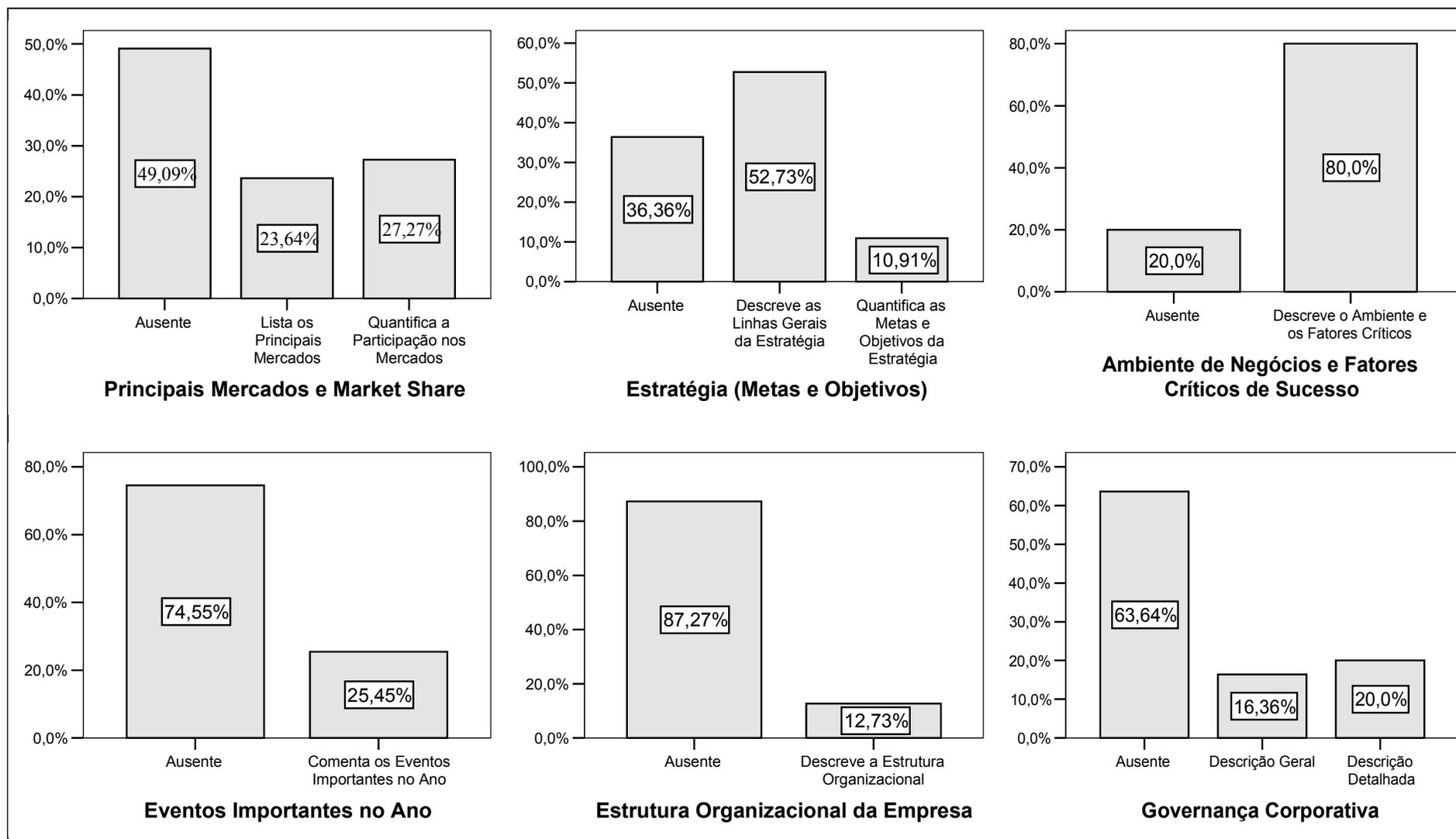
**Quadro 16 – Análise Descritiva do NDCS voluntário**

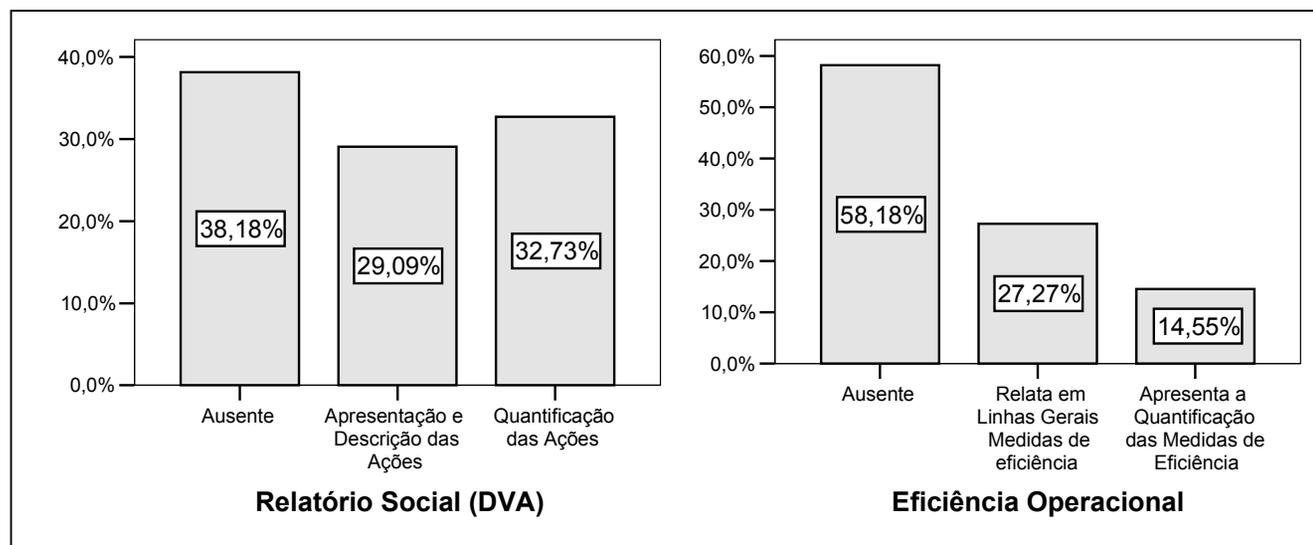
Média	Mediana	Mínimo	Máximo	1º Quartil	2º Quartil	3º Quartil
19,53	20,0	0	43	6,0	20,0	30,0

Como descrito no procedimento metodológico o NDCS voluntário é composto pelo somatório dos pontos alcançados pelos itens integrantes das seguintes categorias: (1) Informações Gerais e Não-Financeiras; (2) Informações Financeiras Adicionais; (3) Análise de Tendências e Discussão e Análise Gerencial; e (4) Risco, Criação de Valor e Projeções. Para facilitar o entendimento da natureza e do peso de cada uma dessas categorias no *disclosure* voluntário, analisa-se individualmente cada uma através dos itens que as compõem nos gráficos 16 a 19.

O gráfico 16 (abaixo) apresenta um resumo das “Informações Gerais e Não Financeiras” com base na frequência dos valores associados a cada variável. Analisa-se, por exemplo, que quase 50% das empresas não apresentam nenhuma informação relativa aos principais mercados de atuação e ao *market share*, dentre as empresas que apresentam esse tipo de informação 23,64% apenas lista os principais mercados e 27,27% lista e quantifica a sua participação. A análise dos relatórios, no entanto, mostra que mesmo quando há esse tipo de evidenciação, ela se restringe a identificação do mercado de atuação em “interno” e “externo”. De fato, evidenciar ao público geral -

**Gráfico 16 – Resumo das Informações Gerais e Não Financeiras Apresentadas nos Relatórios da Administração**



**Gráfico 16 – Resumo das Informações Gerais e Não Financeiras Apresentadas nos Relatórios da Administração (Continuação)**

incluindo-se aí a concorrência - um mapa detalhado da presença da empresa em cada mercado específico é comparável, por analogia, a um país em guerra que entrega ao general do país inimigo um mapa contendo localização e a quantidade exata de suas tropas num dado momento.

No entanto, evidencia-se que aproximadamente 64% descreve nos relatórios a estratégia, mas apenas 10,91% quantifica os objetivos e metas da mesma. Na interpretação dessa variável identifica-se uma coerência com a leitura da variável anterior, embora as empresas divulguem suas estratégias abertamente, esta é feita de forma geral e não quantificada. Notou-se durante a leitura dos relatórios que uma empresa pode, por exemplo, declarar que tem como estratégia ampliar sua participação no mercado externo, no entanto pode não revelar em que mercado especificamente (China, Índia, Rússia,...), nem quando pretende fazê-lo ou quanto pretende exportar. Uma análise mais rigorosa sobre essa variável é a de que apenas 10,91% relatam com a exatidão proporcionada pela quantificação de metas e objetivos as suas estratégias.

No que diz respeito ao ambiente de negócios e aos fatores críticos de sucesso, a elevada frequência das empresas que apresentam essa informação pode ser conectado ao fato de que existe uma forte semelhança entre esse tipo de evidenciação e aos comentários sobre a conjuntura econômica geral presente no *disclosure* compulsório discutido anteriormente. Apenas 25,45% comenta os eventos importantes para organização durante o ano em seus relatórios, apesar da baixa frequência deve-se considerar que as empresas são obrigadas a evidenciar os fatos relevantes ao mercado de forma tempestiva, uma vez divulgados os fatos as empresas podem avaliar como desnecessário uma nova divulgação do fato. Pode-se concluir, no entanto que apenas um quarto das empresas do setor divulga de forma voluntária essa informação.

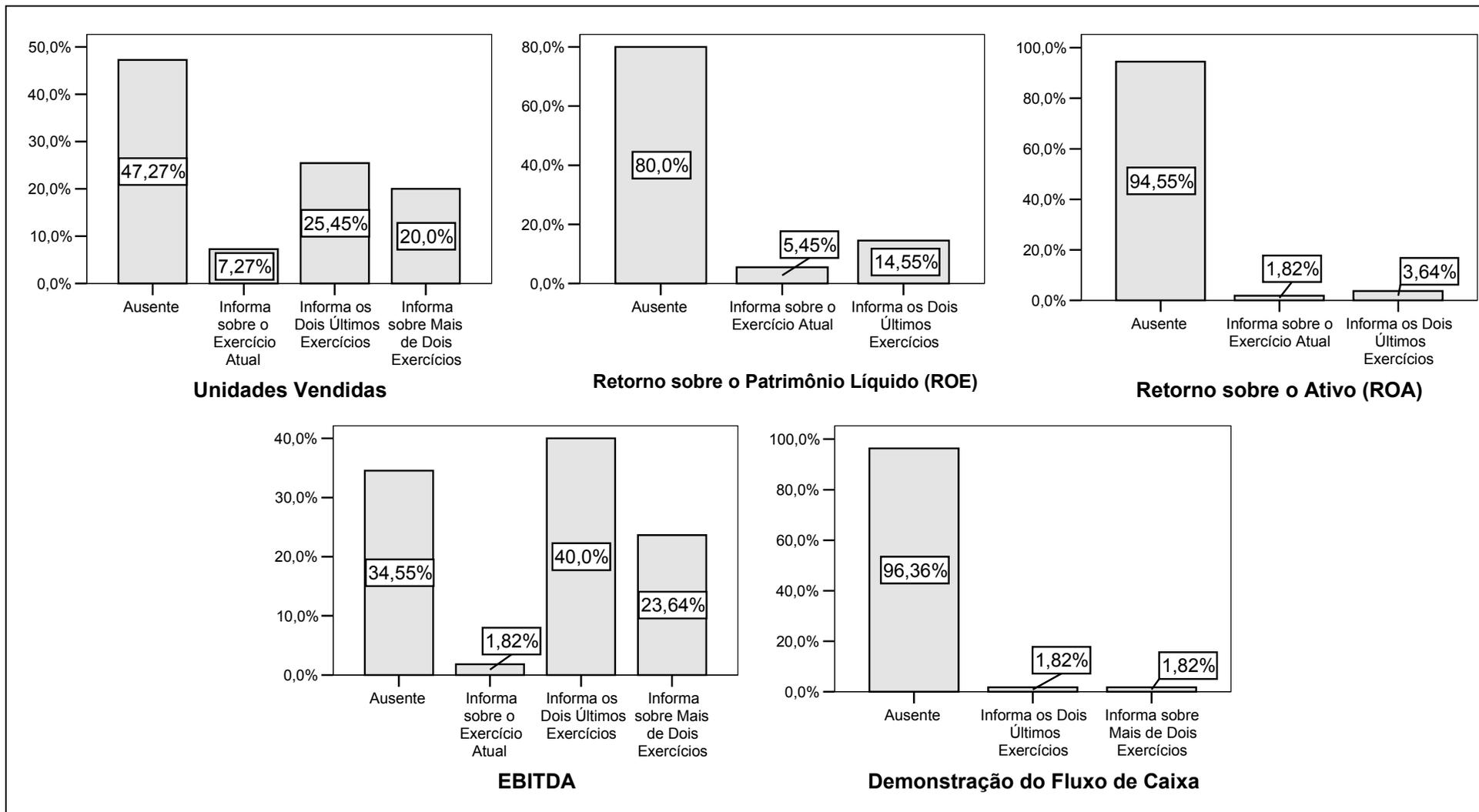
Dos relatórios analisados apenas 12,73% das empresas descreve se a sua estrutura organizacional é departamental, funcional ou matricial bem como os principais cargos ou o organograma da sociedade. Embora a minoria das empresas do setor tenha aderido a nenhum dos níveis de governança corporativa da Bovespa conforme as análises sobre o perfil das empresas, mesmo as empresas que não aderiram podem adotar práticas consideradas como de boa governança e relatá-las voluntariamente em seus relatórios. No que concerne a evidenciação dessas práticas 36,36% divulgam essa informação, sendo que 20% o fazem de forma detalhada e 16,36% em linhas gerais.

Ainda com base no gráfico 16, aproximadamente 62% das empresas divulgam voluntariamente nos seus relatórios da administração informações sobre as ações sociais desenvolvidas, sendo que 32,73% o fazem de forma quantificada e 29,09% apenas descreve as ações. Muitas das empresas que divulgam essa informação de forma quantificada no seu relatório o fazem através da apresentação da Demonstração do Valor Adicionado – DVA.

Das empresas analisadas aproximadamente 42% evidenciaram voluntariamente informações sobre medidas de eficiência operacional, como por exemplo o desligamento de equipamentos de alto consumo energético durante os horários nos quais a energia custa mais caro ou outras medidas que aumentam a eficiência do processo produtivo, sendo que 27,27% o fizeram de forma geral e 14,55% o fizeram de forma quantificada.

O gráfico 17 (abaixo) apresenta um resumo das “Informações Financeiras Adicionais” com base na frequência dos valores associados a cada variável. Estão contempladas nessa categoria informações financeiras relativas a Unidades Vendidas, ROE, ROA, EBITDA e DFC.

**Gráfico 17 – Resumo das Informações Financeiras Adicionais Apresentadas nos Relatórios da Administração**

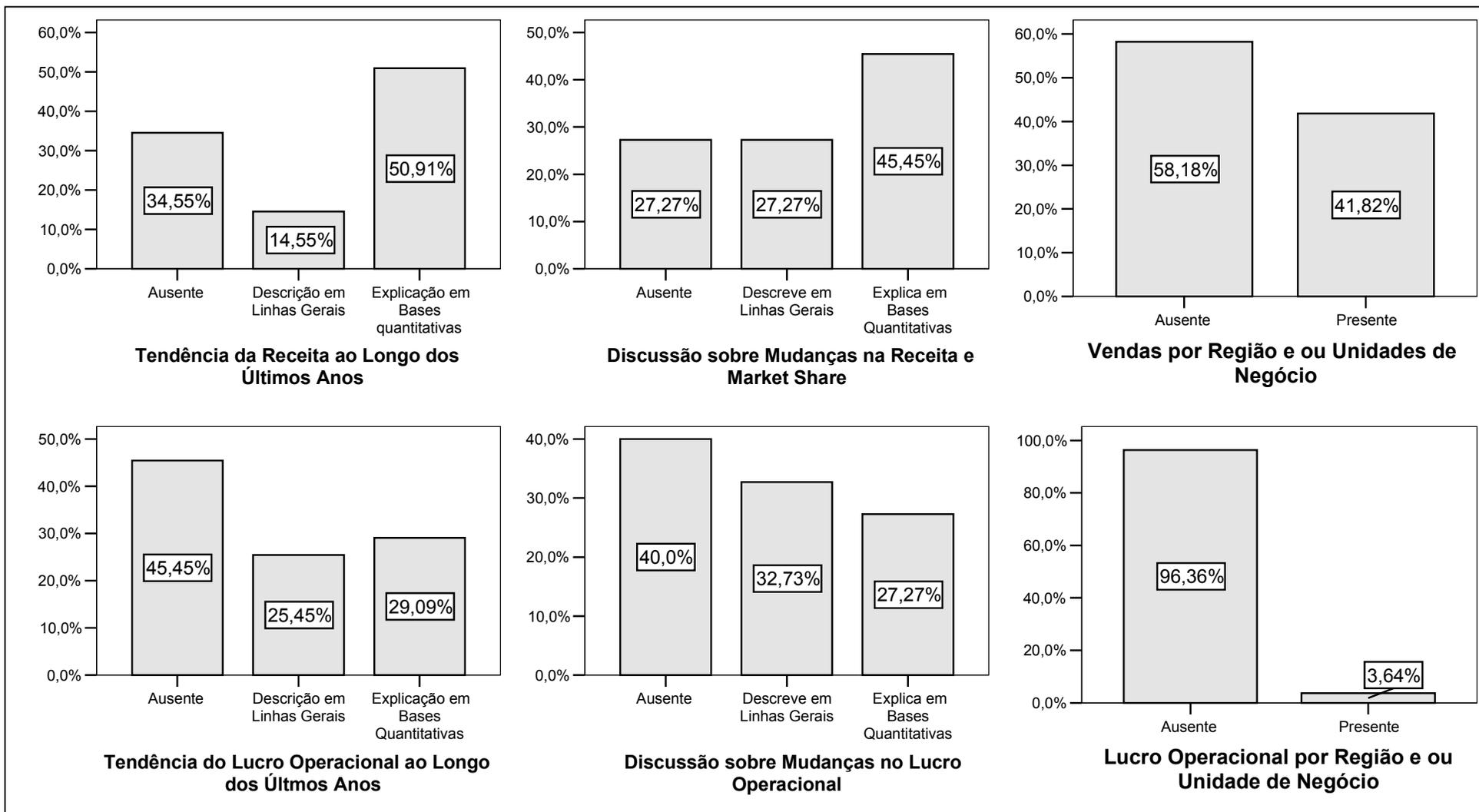


A análise do gráfico 17 evidencia que aproximadamente 53% das empresas do setor de materiais básicos apresentam as informações sobre as vendas em termo de unidades vendidas, sendo que 7,27% informam apenas sobre o exercício atual e 45,45% estabelecem comparações entre o desempenho em termos de unidades vendidas sobre dois exercícios ou mais. A informação sobre as vendas em termos de unidades ganha importância em um contexto de perda do poder aquisitivo da moeda e ausência de obrigatoriedade na apresentação de demonstrações financeiras corrigidas monetariamente. De posse dessa informação o usuário externo é capaz de avaliar se o incremento da receita entre um período e outro decorre do aumento das unidades vendidas ou simplesmente do aumento de preços.

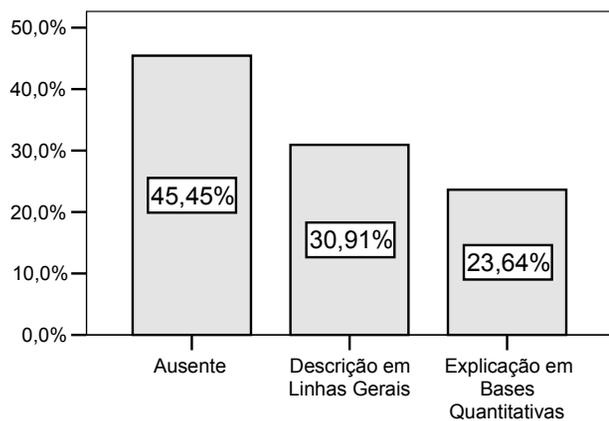
A análise da divulgação voluntária das informações financeiras adicionais revela que no referido setor os indicadores de retorno do ativo e retorno do patrimônio líquido praticamente não figuram nos relatórios da administração. Por outro lado a evidenciação do EBITDA é apresentado por aproximadamente 66% das empresas do setor sendo que 63,64% das empresas divulgam informações sobre pelo menos dois anos. A divulgação da tradicional demonstração do fluxo de caixa é praticamente inexistente nos relatórios das empresas, sendo inferior a 4%.

Com base nessas análises pode-se afirmar que no tocante a evidenciação voluntária de informações financeiras o foco da divulgação está concentrado nas vendas em termos de unidades e no EBITDA. Os indicadores outrora tão valorizados como o ROI e o ROE, e até a própria Demonstração do Fluxo de Caixa tão defendida pelos críticos da Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (obrigatória) praticamente não são mencionados nos relatórios da administração das empresas do setor de Materiais Básicos.

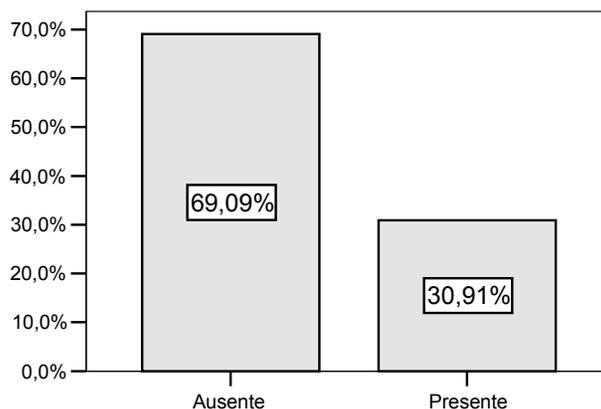
**Gráfico 18 – Resumo das Análises de Tendências e Discussão e Análise Gerencial Apresentadas nos Relatórios da Administração**



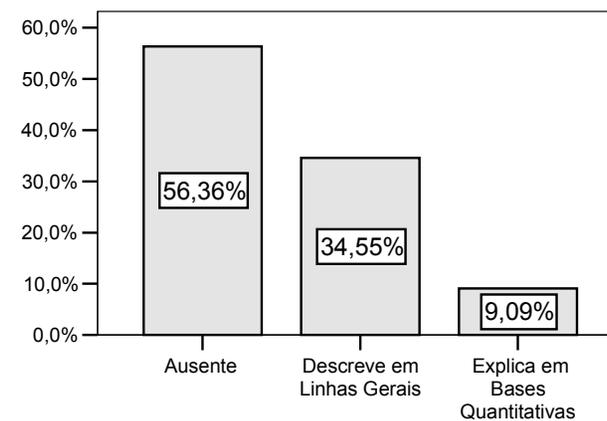
**Gráfico 18 – Resumo das Análises de Tendências e Discussão e Análise Gerencial Apresentadas nos Relatórios da Administração (Continuação)**



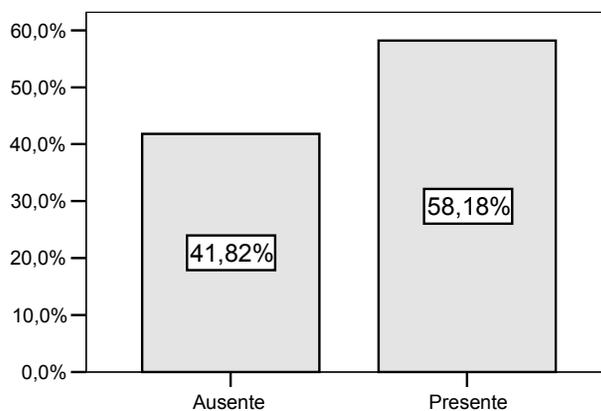
**Tendência dos Investimentos ao Longo dos Últimos Anos**



**Investimento por Região e ou Unidades de Negócio**



**Discussão sobre Mudanças nos Investimentos em P&D**



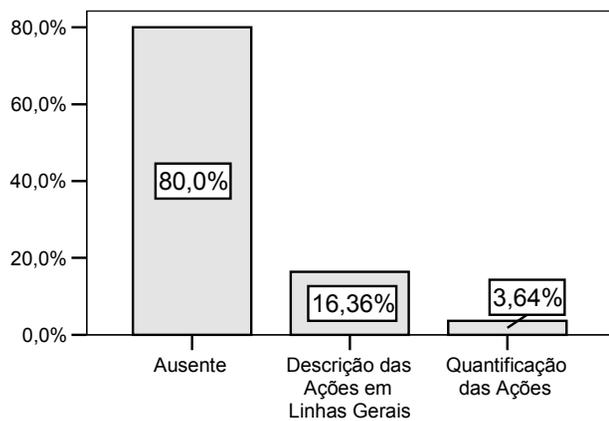
**Tendência de Comportamento das Ações e Retorno do Acionista**

O gráfico 18 (acima) apresenta um resumo sobre as análises contidas nos relatórios da administração das companhias. As informações relativas a tendência da receita ao longo dos últimos anos figuram em 65,43% dos relatórios, sendo que em 50,91% dos relatórios a análise das tendências é realizada em bases quantitativas e em 14,55% há uma descrição em linhas gerais. Sobre as mudanças na receita e *market share* ao longo dos anos, aproximadamente 73% dos relatórios estabelecem uma discussão sobre as suas razões das mudanças. No entanto, a maioria dos relatórios 58,18% não discrimina as vendas por região ou unidade de negócio.

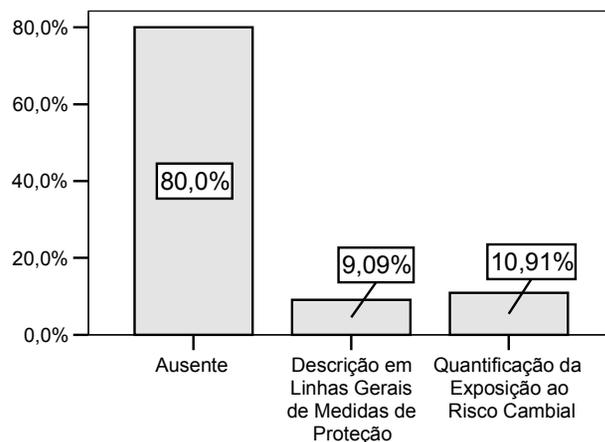
Aproximadamente 55% das empresas analisadas divulgam voluntariamente informações sobre a tendência do lucro operacional, sendo que 29,09% o fazem em bases quantitativas e 25,45% a descrevem de forma geral. Adicionalmente, verificou-se que 60% dos relatórios apresentam uma discussão sobre as mudanças no lucro, sendo que a maioria 32,73% o faz de forma geral e sem o amparo de números. Diferentemente das discussões sobre as mudanças da receita, elaboradas preponderantemente em bases quantitativas, a discussão sobre os fatores que conduziram a mudanças no resultado são feitas de forma geral na maioria dos casos. Coerente com a prática da maioria das empresas de evitar a divulgação da receita por região ou unidade de negócio, uma quantidade inferior a 4% dos relatórios analisados apresentou o resultado por região ou unidade de negócio.

Sobre os investimentos realizados, aproximadamente 55% dos relatórios faz uma discussão sobre a sua tendência ao longo dos anos. No entanto, se verifica que quando se trata de identificar as regiões ou unidades de negócio que receberam o investimento apenas 30,91% dos relatórios o fazem. A maioria dos relatórios também não discute mudanças nos investimentos em pesquisa e desenvolvimento. Por fim, a análise revela que a tendência no comportamento das ações e retorno dos acionistas está presente em 58,18% dos relatórios.

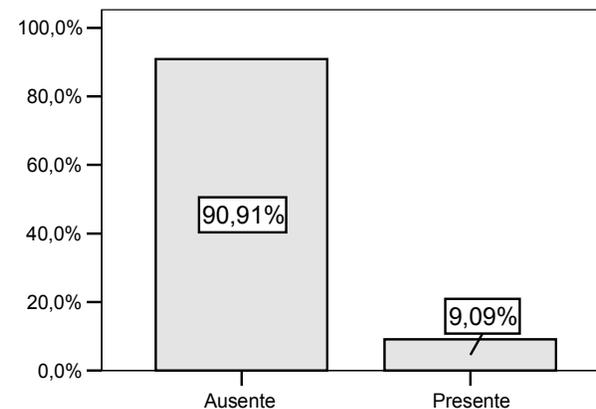
**Gráfico 19 – Resumo das Informações sobre Risco, Criação de Valor e Projeções Apresentadas nos Relatórios da Administração**



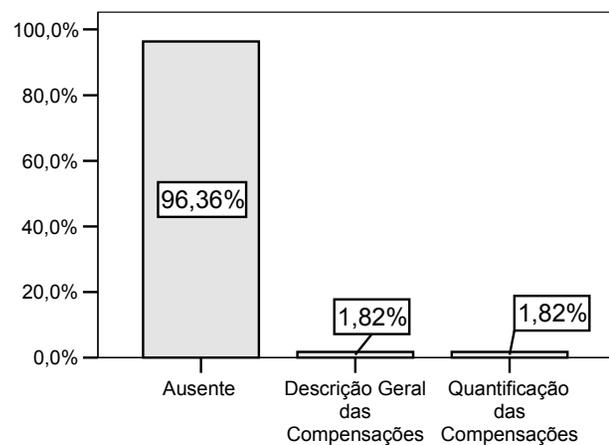
**Uso e Implementação de Gestão de Risco**



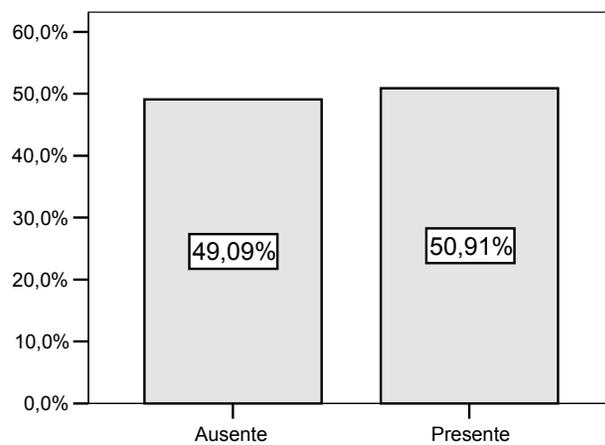
**Exposição ao Risco Cambial**



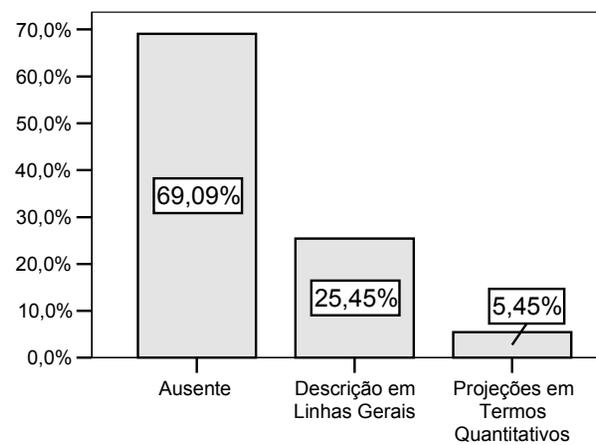
**Medidas Quantitativas de Criação de Valor para o Acionista**



**Compensação Gerencial**

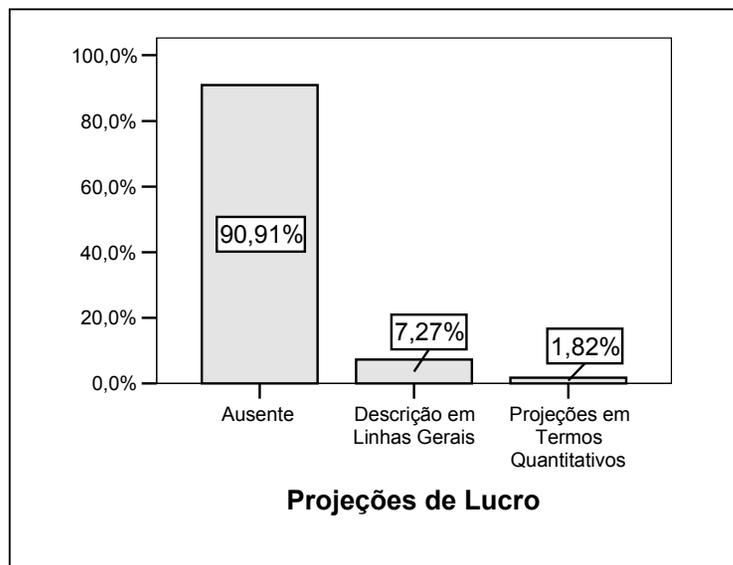


**Perspectivas de Novos Projetos**



**Projeções de Vendas e Crescimento**

**Gráfico 19 – Resumo das Informações sobre Risco, Criação de Valor e Projeções Apresentadas nos Relatórios da Administração (Continuação)**



O gráfico 19 (acima) apresenta o resumo das informações sobre risco, criação de valor e projeções. Com relação à gestão de risco, apenas 20% divulgam voluntariamente as medidas tomadas nesse sentido, sendo que 16,36% descrevem as medidas em linhas gerais e apenas 3,64% o fazem em bases quantitativas. É importante notar que 80% dos relatórios analisados não fazem menção à gestão de risco. Com relação ao risco cambial, repete-se a baixa frequência encontrada no item anterior, apenas 20% dos relatórios tratam do risco cambial. É de se chamar à atenção que em um setor de perfil exportador de insumos básicos como ferro, aço, minérios e outros materiais, 80% dos relatórios não fazem menção a exposição ao risco cambial. Diferente da gestão de risco, que decorre de uma decisão da empresa utilizar ou não explicando assim a baixa frequência desse item no relatório, o risco cambial existe independente da vontade do administrador.

Destaca-se ainda que apenas 9,09% dos relatórios analisados divulgam voluntariamente medidas quantitativas de criação de valor para os acionistas como por exemplo o *Economic Value Added* - EVA® e o *Market Value Added* – MVA®. Associadas a baixa frequência das medidas de retorno sobre o ativo (ROI) e retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e da demonstração do fluxo de caixa, os resultados apontam que quando se trata de realizar voluntariamente a divulgação de medidas que suportem o processo decisório dos acionistas sobre a geração de recursos ou valor por parte da companhia a opção adotada pelas empresas é a EBITDA.

Uma das práticas que visam reduzir o problema do conflito de interesses discutido na revisão da literatura é a compensação gerencial em dinheiro, ações, bônus ou opções de compra. Essa medida está contida na maioria dos códigos de governança corporativa, no entanto, menos de 4% das empresas divulgam voluntariamente medidas de compensação aos seus diretores.

No que concerne a perspectivas de novos projetos, aproximadamente 51% das empresas apresentam voluntariamente informações sobre os mesmos. Apesar da baixa frequência de medidas de criação de valor, aparentemente a opção da maioria das empresas analisadas consiste em deixar que os investidores analisem a partir dos seus próprios modelos de decisão o incremento de valor que poderão ser gerados pelos novos projetos. Ainda no âmbito do futuro a maioria dos relatórios não divulga voluntariamente previsões sobre receita ou resultado, e quando divulgam o fazem na maioria dos casos de forma geral e sem a apresentação de medidas quantitativas. Essa atitude pode estar associada à possibilidade de eventuais litígios judiciais associados ao não cumprimento de “promessas” apresentadas nos relatórios (vide seção 2.2.2.1, pg.25)

De forma geral, a análise dos relatórios das empresas do setor de Materiais Básicos no ano de 2006 evidencia que as empresas não divulgam voluntariamente informações detalhadas sobre receitas, participação no mercado, investimentos e resultados por região geográfica ou unidade de negócios, não é possível montar um mapa da atuação da empresas por região geográfica ou unidades de negócio através das informações divulgadas pelos seus relatórios da administração. É de se esperar que em um ambiente empresarial altamente competitivo, dificilmente as empresas divulgariam um mapa detalhado das suas atividades aos “gerais” das empresas “inimigas”. De fato, um dos argumentos contrários à divulgação de relatórios detalhados sobre as operações das empresas é o de que essa evidênciação a concorrentes, sindicatos e governo traz prejuízos a empresa. (DELANEY *et al*, 1996).

Com relação ao *disclosure* total contido nos relatórios das empresas do setor, a análise descritiva do NDCS<sub>total</sub>, que representa a soma da pontuação obtida pelo NDCS<sub>compulsório</sub> e pelo NDCS<sub>voluntário</sub>, evidencia que na média as empresas apresentaram 26,18 pontos para essa variável, as pontuações mínima e máxima para o NDCS<sub>total</sub> foram respectivamente 2,0 e 54,0 pontos. A análise dos quartís evidencia que 50% das empresas obtiveram entre 10,0 e 40,0 pontos para essa variável. Considerando-se o valor da mediana ou 2º Quartil pode-se afirmar, também, que 50% das empresas apresentaram uma pontuação igual ou superior a 26,0 para o NDCS<sub>total</sub>.

**Quadro 17 – Análise Descritiva do NDCS<sub>total</sub>**

Média	Mediana	Mínimo	Máximo	1º Quartil	2º Quartil	3º Quartil
26,18	26,0	2,0	54,0	10,0	26,0	40,0

#### 4.2 Teste de Confiabilidade Interna do Nível de Disclosure

Por se tratar de uma medida auto construída de nível de *disclosure*, baseada na análise de conteúdo dos relatórios da administração das companhias foi necessário submeter o construto “nível de *disclosure*” a um exame de confiabilidade interna. Um exame de confiabilidade é necessário quando o construto representa um escore resultante da soma de vários itens que captam as diferentes dimensões do mesmo (HAIR *et al*, 2005). Dentre as medidas de confiabilidade, optou-se nesse estudo pela medida de consistência interna denominada de coeficiente *alpha de Cronbach* em razão de o teste ser robusto o suficiente para tolerar as escalas não homogêneas de mensuração dos itens (PEREIRA, 2001). Trata-se de uma medida de confiança baseada na correlação média entre os itens, onde o valor  $\alpha$  varia entre 0 e 1 onde “1” representa consistência perfeita e “0” ausência completa de consistência (RODRIGUES e PAULO, 2007).

**Quadro 18 – Escala para o alpha de Cronbach**

Varição do Coeficiente <i>alpha</i>	Intensidade da Associação
< 0,6	Baixa
0,6 a < 0,7	Moderada
0,7 a < 0,8	Boa
0,8 a < 0,9	Muito Boa
0,9 a 1,0	Excelente

Fonte: Hair *et al* (2005:200)

O exame de confiabilidade interna dos 42 itens que compõem o construto nível de *disclosure* (apresentados no quadro 09) revela um valor para  $\alpha$  de 0,937, evidenciando portanto um nível de confiabilidade excelente segundo a escala do quadro 18. Quando se excluem 15 itens que segundo o *output* do SPSS reduzem o nível de confiabilidade interna, o valor de  $\alpha$  é de 0,942. Como o incremento no valor de  $\alpha$  é insignificante face à eliminação de 35% dos itens, uma vez que em ambas as situações a confiabilidade é excelente, optou-se pela manutenção de todos os itens para o escore NDCS<sub>total</sub>.

#### 4.3 Testes de Diferença de Médias

Nesta seção, são apresentados testes de diferença de médias da variável NDCS<sub>total</sub> agrupada pelas seguintes variáveis: Subsetor, Receita líquida, Governança Corporativa, Identidade do Acionista Controlador e Resultado Contábil. Tendo em vista que a variável NDCS<sub>total</sub> não apresenta distribuição normal de acordo com os resultados dos testes de normalidade apresentados no quadro 19, optou-se pela realização dos seguintes testes de diferenças de média: a) prova não-paramétrica de *Kruskal-Wallis*; e b) prova não-paramétrica *U de Mann-Whitney*.

#### Quadro 19 – Testes de Normalidade do NDCS<sub>total</sub>

Teste	Resultado	Teste	Resultado
Kolmogorov-Smirnov*	0,028	Shapiro-Wilk	0,005

\* Correção de significância de Lilliefors.

A prova não-paramétrica de *Kruskal-Wallis* pressupõe um grau de mensuração pelo menos ordinal das variáveis, e tem por finalidade testar se  $k$  amostras independentes foram ou

não extraídos da mesma população. Utiliza-se esse teste para rejeitar a hipótese nula de que não existem diferenças significativas entre as médias das  $k$  amostras comparadas. A prova não-paramétrica *U de Mann-Withney* também pressupõe um grau de mensuração pelo menos ordinal das variáveis, mas tem por finalidade testar se duas amostras independentes foram ou não extraídos da mesma população. Utiliza-se esse teste para rejeitar a hipótese nula de que não existem diferenças significativas entre as médias das duas amostras comparadas (SIEGEL, 1979).

#### Quadro 20 – Resumo dos Resultados dos Testes de Diferença de Médias

Variável	Agrupada por	Grupos (amostras)	p-valor
Nível de Disclosure (NDCS <sub>total</sub> )	Subsetor*	1) Mineração 2) Siderurgia e Metalurgia 3) Químicos 4) Madeira e Papel 5) Embalagens 6) Materiais Diversos	0,516
	Receita Líquida*	1) Entre 368,00 e 297.078,00 2) Entre 297.078,01 e 883.229,50 3) Entre 883.229,51 e 3.194.659,00 4) Entre 3.194.659,01 e 125.702.715	0,001
	Níveis de Governança Corporativa**	1) Não Aderiram 2) Aderiram	0,000
	Acionista Controlador**	1) Controle Privado Nacional 2) Controle Privado Estrangeiro	0,946
	Resultado Contábil**	1) Prejuízo no período 2) Lucro no período	0,001

\* *Kruskal-Wallis* \*\* *U de Mann-Withney*

Com base nas evidências da literatura em *disclosure* de que os setores econômicos apresentam níveis de evidenciação diferentes, foi testado se existem diferenças significativas entre o nível de *disclosure* (NDCS<sub>total</sub>) contido nos relatórios das empresas pertencentes ao mesmo setor quando agrupadas por subsectores. O resultado da prova não-paramétrica de *Kruskal-Wallis* revela que ao nível de 5%, não existe diferenças significativas no nível de *disclosure* apresentado pelos diferentes subsectores.

Segundo a literatura, outro componente capaz de influenciar o nível de *disclosure* é o tamanho da empresa aferido com base na receita líquida. Para testar se há diferenças entre o

*disclosure* de empresas com tamanhos diferentes, as mesmas foram separadas em 4 grupos de faturamento com base nos quartís apresentados no quadro 10. O resultado do teste de diferença de médias apresentado no quadro 20 revela que existem diferenças significativas entre o *disclosure* apresentado por empresas de diferentes tamanhos.

Com relação à influência da governança corporativa no nível de *disclosure* das empresas, o resultado do teste apresentado no quadro 20 revela que existem diferenças significativas no nível de *disclosure* dos dois grupos. As empresas que aderiram a pelo menos um dos níveis de governança apresentaram na média um NDCS<sub>total</sub> de 42,06 pontos enquanto as empresas que não aderiram a nenhum dos níveis obtiveram na média um NDCS<sub>total</sub> de 22,23 pontos. Segundo esse resultado, as empresas do setor de materiais básicos que aderiram a um dos níveis de governança da Bovespa apresentam, na média, um maior volume de evidenciação, quando comparadas às empresas que não aderiram a nenhum dos níveis de governança.

Com relação à identidade do acionista controlador, o teste de diferença de médias revelou que não existem diferenças significativas no nível de *disclosure* dos dois grupos. Empresas com controle nacional privado ou estrangeiro apresentam, na média, o mesmo nível de *disclosure*. Ressalta-se que não foi incluído no teste o grupo “controle estatal”, pois nenhuma empresa do setor é controlada pelo governo.

Por fim, o resultado da prova não-paramétrica *U de Mann-Withney* revela que existem diferenças significativas entre os grupos lucro e prejuízo no que concerne ao nível de *disclosure* apresentado. As empresas que obtiveram lucro no período apresentaram, na média, um NDCS<sub>total</sub> de 32,10 pontos, enquanto que nas empresas que obtiveram prejuízo a média do NDCS<sub>total</sub> foi de 16,00 pontos. Esses resultados apontam que no setor de Materiais Básicos, em 2006, as empresas que obtiveram lucro apresentaram um nível de *disclosure*

superior ao das empresas que no mesmo período obtiveram prejuízo. Esse resultado constitui um indício de que a presença de lucro contábil no período é um fator capaz de influenciar o nível de *disclosure* apresentado pelas empresas do setor de Materiais Básicos.

#### 4.4 Resultados do Modelo de Regressão Linear Múltipla

Esta seção discute os resultados obtidos pelo modelo de regressão múltipla utilizado para testar a hipótese orientadora do estudo de que existe uma relação entre o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração e o lucro contábil do exercício. Uma análise preliminar necessária, consiste na interpretação da matriz de correlação entre as variáveis presentes no modelo de regressão.

**Quadro 21 – Matriz de Correlação de Spearman**

	DISCLOSURE	LUCRO	TAMANHO	IDENTIDADE	GOVERNANÇA
DISCLOSURE	1,00				
LUCRO	0,442*	1,00			
TAMANHO	0,587*	0,416*	1,00		
IDENTIDADE	0,009	0,421*	-0,193	1,00	
GOVERNANÇA	<b>0,568*</b>	<b>0,183</b>	<b>0,411*</b>	<b>0,062</b>	<b>1,00</b>

\* Significante ao nível de 1%.

Em virtude da presença de variáveis com mensuração nominal ou categórica (LUCRO, IDENTIDADE e GOVERNANÇA) optou-se pela prova não-paramétrica de correlação de *Spearman* para testar as relações apresentadas pelas variáveis incluídas no modelo. A matriz confirma a relação existente entre DISCLOSURE e TAMANHO ao nível de significância de 1%, esse resultado vai ao encontro da literatura e também dos testes de diferenças de média realizados nesse estudo ao confirmar que o porte da empresa influencia positivamente o nível de *disclosure* das empresas.

Empresas de maior porte costumam realizar um maior número de operações de captação no mercado e em função desse fato os administradores são incentivados a tornar públicas o maior número de informações possível para evitar a subvalorização dos papéis da

companhia e reduzir a assimetria de informações evitando, assim, o aumento do custo do capital em decorrência do prêmio cobrado pelos investidores em função da existência de informações privadas. Em virtude das empresas de maior porte atraírem relativamente mais atenção, mesmo considerando a hipótese dos investidores manterem seus papéis em carteiras diversificadas, os administradores são incentivados a melhorar a qualidade da evidenciação para reduzir a ameaça de litígios judiciais com os investidores e evitar a contestação do controle corporativo consubstanciado na perda dos seus empregos e ou na tomada hostil de controle. (vide seção 2.2.2.1, pg.25)

Uma análise complementar revela que a relação significativa entre TAMANHO e DISCLOSURE demonstra a confiabilidade externa do índice construído para a pesquisa. Esse resultado associado ao exame de confiabilidade interna revela que a métrica de *disclosure* desenvolvida para esse estudo é um parâmetro confiável sobre o nível de evidenciação das empresas pesquisadas.

A matriz de correlação mostra que existe uma relação positiva entre GOVERNANÇA e DISCLOSURE ao nível de significância de 1%. Esse resultado contribui com a literatura sobre *disclosure* ao revelar que a adesão a um dos níveis de governança da Bovespa promove um incremento no nível de informações divulgado pelas companhias. Os resultados dos testes de diferença de médias já havia revelado que as empresas que aderiram a um dos níveis de governança corporativa apresentaram um nível de disclosure maior. O resultado encontrado vai ao encontro da corrente da literatura que afirma que a adesão a um dos níveis de governança melhora a qualidade do *disclosure* das empresas.

A variável de controle IDENTIDADE não apresentou isoladamente uma relação significativa com o DISCLOSURE, no entanto decidiu-se permanecer com a mesma no modelo por três motivos: 1) Em virtude das evidências empíricas encontradas na literatura

sobre sua importância na determinação do nível de *disclosure*; 2) Para avaliar o peso da sua contribuição dentro de um modelo multivariado; 3) Sua exclusão pode conduzir a um erro de especificação do modelo. É importante manter essa variável no modelo para compreender como a mesma se comporta em conjunto com as demais variáveis de controle e sua importância relativa na presença do LUCRO.

Com base na relação positiva entre LUCRO e DISCLOSURE ao nível de significância de 1%, rejeita-se a hipótese nula da pesquisa de que não existe uma relação entre o lucro contábil e o nível de disclosure. Esse resultado, embora analise apenas o efeito individual da variável LUCRO, é um forte indício de que o nível de *disclosure* e a presença do Lucro Contábil estão relacionados. Quanto ao sentido da relação, esse resultado encontra amparo na literatura sobre os incentivos presentes nas decisões de disclosure na medida em que os administradores procuram melhorar a percepção dos investidores sobre a empresa, reduzindo o custo de futuras transações de captação de recursos. No entanto, a credibilidade desse resultado está sujeita a análise do efeito da variável LUCRO sobre o DISCLOSURE em um modelo multivariado com a presença das variáveis de controle TAMANHO, GOVERNANÇA e IDENTIDADE.

Sobre a relação existente entre as variáveis independentes sugerindo a existência de multicolinearidade, Gujarati (2000) afirma que a multicolinearidade não é um problema de natureza mas de grau. Apesar do relacionamento existente entre as variáveis não superar 0,70, sugerindo que não há um grau elevado de multicolinearidade, os modelos de regressão serão submetidos aos testes de *Tolerance e VIF* de multicolinearidade.

Com base no método de busca seqüencial serão testados dois modelos:

<b>MODELO I</b>
-----------------

$$\text{DISCLOSURE} = \beta_1 + \beta_2 \text{TAMANHO} + \beta_3 \text{GOVERNAN\c{C}A} + \beta_4 \text{IDENTIDADE} + e$$

**MODELO II**

$$\text{DISCLOSURE} = \beta_1 + \beta_2 \text{LUCRO} + \beta_3 \text{TAMANHO} + \beta_4 \text{GOVERNAN\c{C}A} + \beta_5 \text{IDENTIDADE} + e$$

Onde,

$\beta$  – Representa os parâmetros regressivos a serem testados;

$e$  – Perturbação estocástica do modelo.

Procurou-se identificar através desses dois modelos se a inclusão da variável LUCRO junto as variáveis de controle para o DISCLOSURE: 1) Melhora a qualidade preditiva do modelo como um todo por meio do incremento do R – quadrado ajustado e redução da soma dos quadrados dos resíduos; 2) Se o novo modelo é significativo como um todo por meio do Teste-f (ANOVA); e 3) O sentido e a significância do parâmetro regressivo ou coeficiente da variável LUCRO com base no resultado do Teste-t (*t de student*).

Antes de se apresentar os resultados foi detectado com base na análise dos valores fornecidos pelas estatísticas *Tolerance e VIF* (Anexo A) que apesar da presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes, a mesma se encontra em níveis aceitáveis em ambos os modelos. Verificou-se, também, a ausência de autocorrelação serial entre os erros com base na estatística *Durbin-Watson* (Anexo A) nos modelos I e II. Por fim, ambos os modelos atendem as suposições de normalidade e da homocedasticidade dos resíduos com base nas estatísticas *Kolmogorov-Smirnov e Pesarán-Pesarán* respectivamente (Anexo A).

O atendimento a essas suposições confere maior robustez aos resultados apresentados no quadro 22 garantindo a integridade dos testes de significância das regressões.

**Quadro 22 – Resumo dos Resultados dos Modelos com a Variável Dependente**

<b>DISCLOSURE</b>						
<b>MODELO I</b>	Teste-F (ANOVA)	<b>0,000*</b>	R - QUAD. AJUSTADO	<b>0,291</b>	SOMA QUAD. RESÍDUOS	4,621
VARIÁVEIS COEFICIENTES	TAMANHO + <b>0,304**</b>		GOVERNANÇA + <b>0,371*</b>		IDENTIDADE - 0,330	
<b>MODELO II</b>	Teste-F (ANOVA)	<b>0,000*</b>	R - QUAD. AJUSTADO	<b>0,370</b>	SOMA QUAD. RESÍDUOS	4,022
VARIÁVEIS COEFICIENTES	LUCRO + 0,340**		TAMANHO + 0,154		GOVERNANÇA + 0,372*	IDENTIDADE - 0,226***

\* Significante ao nível de 1%.  
 \*\* Significante ao nível de 5%.  
 \*\*\* Significante ao nível de 10%.

Com base no Teste-F (ANOVA) pode-se afirmar que tanto o Modelo I como o Modelo II são significativos ao nível de 1%. Esse dado revela que a inclusão da variável LUCRO não prejudica a significância global do modelo, demonstrando que a mesma exerce influência significativa sobre a variável dependente. A estatística R-quadrado ajustado revela que o Modelo II apresenta maior poder explicativo sobre as variações do DISCLOSURE do que o Modelo I, confirmando-se a suposição que a inclusão da variável LUCRO incrementa o poder preditivo do Modelo I. A soma dos quadrados dos resíduos deixados pelo Modelo II são menores que a do Modelo I, apresentando o Modelo II superioridade nesse aspecto.

Com relação à significância dos coeficientes, o Modelo I confirma os resultados da análise de correlação, revelando que o porte da empresa e a adesão a um dos níveis de governança corporativa da Bovespa contribuem positivamente nas escolhas dos administradores sobre o nível de *disclosure* apresentado nos relatórios da administração. Apesar do valor negativo do coeficiente da variável IDENTIDADE indicando que a presença de acionista controlador nacional reduz o nível de *disclosure* o mesmo não apresentou significância nesse modelo.

O porte da empresa, como discutido anteriormente, interfere significativamente nas escolhas dos administradores sobre o nível de *disclosure* na medida em que a evidenciação é

um meio através do qual os mesmos visam reduzir o prêmio cobrado pelos investidores nas operações de captação em virtude da suposta presença de informações privadas. Empresas maiores tendem a realizar mais operações de captação e portanto, tendem a evidenciar mais na tentativa de afastar a suspeita de que existe a circulação de informações privadas sobre a situação da empresa. Empresas maiores também costumam atrair mais atenção dos investidores, sendo o fator “atenção recebida” outro incentivo para que os administradores evidenciem mais informações.

Os resultados apresentados, tanto no Modelo I como no Modelo II, vão ao encontro da conclusão de Gallon e Beuren (2006) de que as empresas que adotam práticas de boa governança melhoram o nível de informações prestadas aos mercados. A adesão a um dos níveis de governança corporativa resulta em um incremento no nível de *disclosure* das companhias do setor. Na verdade, as empresas que aderem a um dos níveis de governança se comprometem formalmente a melhorar o nível de evidenciação através do cumprimento de uma série de exigências como a divulgação de informações adicionais nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (SILVEIRA,2002).

No Modelo I a identidade do acionista controlador não se apresentou como fator significativo para explicação do nível de *disclosure* na companhia, apesar de resultados encontrados por Lanzana (2004) indicando o contrário. No entanto, com a inclusão do LUCRO no Modelo II a variável IDENTIDADE passa a ser significativa ao nível de 10%. Os resultados do Modelo II sugerem que a presença de um acionista controlador estrangeiro contribui positivamente para o nível de *disclosure* da companhia anulando o sinal negativo do coeficiente. Segundo esse resultado, os administradores de empresas que são controladas pelo capital estrangeiro são incentivados a aumentar o nível de *disclosure* prestados nos relatórios da administração da companhia. Leventis e Weetman (2004) já haviam encontrado evidências

de que captação de recursos em mercados mais avançados em termos de exigências de informações repercute em um maior nível de evidenciação.

Tendo em vista, que a variável IDENTIDADE não havia apresentado significância nem na análise de correlação nem no Modelo I, foi rodado um modelo sem a presença dessa variável que apesar de significativo como um todo, apresentou um menor poder explicativo da variável dependente (R-quadrado ajustado de 0,336) do que o apresentado pelo Modelo II.

No que concerne à análise do coeficiente da variável LUCRO, o Modelo II evidencia que a presença do mesmo contribui positivamente no nível de *disclosure* da companhia. As empresas do setor que obtiveram lucro apresentaram nível maior de evidenciação que as empresas que apresentaram prejuízo em todos os testes realizados. Esse resultado conduz ao entendimento de que a presença do LUCRO nas empresas do setor de Materiais Básicos da Bovespa consiste em um incentivo maior para se elevar o nível de *disclosure* do que a presença de prejuízo. Os resultados confirmam a hipótese orientadora do estudo de que existe uma relação entre as escolhas dos administradores sobre o nível de *disclosure* e a métrica contábil de lucro.

## CONCLUSÃO

A análise dos dados revelou que no setor de Materiais Básicos da Bovespa, em 2006, o lucro contábil apresentou uma relação positiva com as escolhas dos administradores sobre o nível de *disclosure* contido nos relatórios da administração. Esse resultado é válido, portanto, em um ambiente dominado por empresas de grande porte, de controle privado nacional e com baixo índice de adesão às práticas de governança corporativa. Também foram confirmadas as teses de que o tamanho da empresa, a adesão a um dos níveis de governança corporativa da Bovespa e a presença de acionistas controladores estrangeiros contribuem positivamente para o nível de evidenciação apresentado nos relatórios das companhias.

Para Hendriksen e Van Breda (1999) do ponto de vista semântico a presença de lucro consiste em um indicativo de eficiência da gestão. A presença do lucro contábil, portanto, constitui-se em um incentivo para que os administradores das companhias desse setor procurem estabelecer um rico processo de comunicação com os usuários externos, suportado por volume de informações de natureza voluntária e não voluntária superior ao que se verificaria diante de um prejuízo.

No trabalho, foi constatado o sentido positivo da relação entre lucro e nível de *disclosure*, mas não é possível afirmar com base nos resultados qual é a intenção do administrador ao decidir incrementar o *disclosure* apenas na presença do lucro. Para tal, é necessário recorrer às teses apresentadas na literatura pesquisada sobre as motivações da administração relacionadas o nível de *disclosure*.

Sob o prisma da teoria contábil positivista os administradores tenderão naturalmente a fornecer mais informações quando avaliam que os benefícios obtidos para os mesmos serão superiores ao custo. Como discutido anteriormente o lucro contábil é um indicativo da eficiência da gestão, já o prejuízo representa o contrário. Alicerçada nessa corrente da

literatura, uma possível interpretação para os resultados encontrados é a de que os administradores avaliam que ampliar a evidenciação na presença de lucro representa claramente mais benefícios do que elevar a evidenciação na ocorrência de um prejuízo.

Já para os defensores da ótica do mercado de capitais a explicação para as escolhas da administração sobre o nível de *disclosure* se dá a partir de fatores externos a companhia. Segundo essa teoria os incentivos presentes nas decisões de ampliação do *disclosure* estão relacionados à: 1) Redução do custo do capital; 2) Redução dos custos relacionados a litígios judiciais com os acionistas; 3) Manutenção do controle corporativo; e 4) Sinalização do talento da equipe de administração. Nesse sentido, a ampliação do nível de *disclosure* apenas na presença do lucro, poderia ser interpretada como uma estratégia da administração para criar uma imagem positiva da empresa junto ao mercado obtendo ganhos de natureza financeira e institucional.

Apesar de não poder afirmar objetivamente as razões por trás do comportamento observado, uma vez que esse questionamento só emerge após a constatação de que existe uma relação entre a presença do lucro contábil e o nível de *disclosure*, a contribuição desse estudo repousa na identificação de que o lucro contábil é um dos fatores capazes de influenciar as escolhas da administração sobre o nível de evidenciação.

Sugestões para futuras pesquisas envolvem a replicação desse estudo em outros setores econômicos associados a séries temporais (observações em painel).

## REFERÊNCIAS

ASHBAULGH, H.; COLLINS, D.W.; LA FOND. Corporate governance and the cost of equity capital. *Working paper*. SSRN, 2004. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em fevereiro / 2007.

BEATTIE, V.; MCINNES, B.; FEARNLEY, S. A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, n. 28, p. 205-236, 2004.

BOTOSAN, C. A. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*. [s.l], Vol 72, nº3, p. 323-349, July 1997.

\_\_\_\_\_; PLUMLEE M. A. Estimating expected cost of capital: a theory-based approach. *Working paper*. SSRN, 2001. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em janeiro / 2007.

\_\_\_\_\_. A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, [s.l] , nº 40, p. 21-40, 2002.

BRASIL, Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 alterada pela Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001.

BROWN, S.; FINN, M.; HILLGEIST, S.A. Disclosure quality and the profitability of informed trade. *Working Paper*, SSRN, 2001. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>. Acesso em outubro / 2007.

CHEN, K. C.W.; CHEN, S.; WEI K.C. J. Disclosure, Corporate governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asians Emerging Markets. *Working Paper*, SSRN. Jun/2003. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com>>, Acesso em janeiro / 2007.

CUNHA, J.V.A.; COELHO, A.C. Regressão linear múltipla. In: CORRAR, L.J.; PAULO, E.; FILHO, J.M.D. (Coord). *Análise multivariada*. São Paulo: Atlas, 2007.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. versão: Junho, 2002.

DeANGELO, L. Managerial competition, information costs, and corporate governance: the use of accounting performance measures in proxy contests. *Journal of Accounting and Economics*, [s.l], nº 10, p. 3–37, 1988.

DELANEY, P.R.; ADLER, J.R.; EPSTEIN, B.J.; FORAN, M.F. *Interpretation and application of generally accepted accounting principles*. New York: John Wiley & Sons, 1996.

EASLEY, D.; O'HARA, M. Information and the cost of capital. *Journal of Finance*, [s.l], nº 59, p. 1553-1583, 2003.

EATON, B.; EATON, D. *Microeconomia*. São Paulo: Saraiva, 1999.

ENG, L. L.; MAK, Y.T. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, [s.l], n° 22, p. 325-345, 2003.

EXAME – Anuário Maiores e Melhores as 500 maiores empresas do Brasil. São Paulo: Ed. Abril, 2006. Disponível em: < [www.exame.com.br](http://www.exame.com.br)>, Acesso em: Janeiro, 2007.

FALCÃO, E.T de A. **Divulgação em Demonstrações Financeiras de Companhias Abertas**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1993.

FIELD, L.; LOWRY, M.; SHU, S. Does disclosure deter or trigger litigation? *Journal of Accounting and Economics*, [s.l], n. 39, p.487-507, 2005.

GALLON, A.V.; BEUREN, I.M. Análise da relação entre evidenciação nos relatórios da administração e o nível de governança das empresas na Bovespa. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 24, 2000, *Anais do XXX ENANPAD*. Salvador: ANPAD , 2006.

GONÇALVES, O.; OTT, E. Evidenciação nas companhias de capital aberto. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 24, 2000, *Anais do XXVI ENANPAD*. Salvador: ANPAD , 2002.

GUERREIRO, R. **Modelo Conceitual de Sistema de Informação: Uma Contribuição a Teoria da Comunicação da Contabilidade**. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 1989.

GRAHAM, J. R.; HARVEY, C. R. ;RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, n. 40, p.03 - 73, 2005.

GUJARATI, D. *Econometria básica*. 3 ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

HAIL, L. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex ante cost of capital for swiss firms. *European Accounting Review*, vol. 11, [s.l], n° 4, p.741-773, 2002.

HAIR, J. F. *et al. Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Porto Alegre: Bookman, 2005.

HEALY, P. M. PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting & Economics*, [s.l], n. 31, p.405-440, 2001.

\_\_\_\_\_, The effect of firm's financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons*, [s.l], n° 7, p. 1-11, 1993.

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

HO, S.S.; WONG, K.S. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary *disclosure*. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, [s.l], n° 10, p. 139-156, 2001.

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

\_\_\_\_\_; MARTINS, E.; GELBECK, E.R. *Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades*. 7 ed. São Paulo: Atlas 2007.

\_\_\_\_\_, Lucro contábil – Crepúsculo ou Ressurgimento? *Caderno de Estudos*, FIPECAFI/FEA-USP, São Paulo, n° 1, p. 1-5, outubro, 1989.

JENSEN, M.C.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, 1976.

KAM, V. *Accounting Theory*. 2 ed. New York: John Wiley & Sons, 1990.

KRISHNAMURTI, C.; SEVIÉ, A.; SEVIÉ, Z. Voluntary disclosure, transparency, and market quality: Evidence from emerging market ADRs. *Journal of Multinational Financial Management*, [s.l], n° 15, p. 435-454, 2005.

LANG, M. LUNDHOLM, R. Cross-sectional determinants of analysts ratings of corporate *disclosure*. *Journal of Accounting Research*, [s.l], n° 31, p. 246-271, 1993.

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2004.

LEFTWICH, R.; WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. Voluntary corporate disclosure: the case of interim reporting. *Journal of Accounting Research, supplement to v. 19*, [s.l], p. 50-77, 1981.

LEVENTIS, S.; WEETMAN, P. Impression management: dual language reporting and voluntary disclosure. *Accounting Forum*, [s.l], n. 28, p. 307-328, 2004.

LIBONATI, J. J.; RIBEIRO FILHO, J. F.; PEREIRA, D. M. A Semântica do Resultado: Uma Análise de Termos Associados ao Lucro e ao Prejuízo em Companhias Abertas Industriais Brasileiras.[S.l.: s.n.], 2006.

LOPES, A.; MARTINS, E. *Teoria da contabilidade: uma nova abordagem*. São Paulo: Atlas, 2005.

MORCK, R., SHLEIFER, A., VISHNY, R. Do managerial objectives drive bad acquisitions? *Journal of Finance*. [s.l], n° 45, 31–50, 1990.

MYERS, S.; MAJLUF, N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Finance Economics*, [s.l], n° 13, 187–222, 1984.

- NOE, C. Voluntary disclosure and insiders transactions. *Journal of Accounting and Economics*, [s.l], n° 27, p. 305-327, 1999.
- NOSSA, V.; KASSAI, J.; KASSAI, S. A teoria do agenciamento e a contabilidade. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 24, 2000, *Anais do XXVI ENANPAD*. São Paulo: ANPAD, 2000.
- PALEPU, K. Predicting takeover targets: a methodological and empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics*, [s.l], n° 8, p. 3 - 36, 1986.
- RODRIGUES, A.; PAULO, E. Introdução à análise multivariada. In: CORRAR, L.J.; PAULO, E.; FILHO, J.M.D. (Coord). *Análise multivariada*. São Paulo: Atlas, 2007.
- SIEGEL, S. *Estatística não-paramétrica – para ciências do comportamento*. Rio de Janeiro, Editora McGraw – Hill do Brasil Ltda. 1979.
- SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Ciências Administrativas) - Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.
- SKINNER, D. J. Earnings disclosures and stockholder lawsuits. *Journal of Accounting and Economics*, [s.l], n° 23, p. 249-282, 1997.
- SLOAN, R. G. Financial accounting and corporate governance: a discussion. *Journal of Accounting and Economics*, [s.l], n. 32, p.335-347, 2001.
- SUIJS, J. Voluntary Disclosure of Bad News. *Journal of Business Finance & Accounting*, n° 32, p. 1423-1435, 2005.
- SZÜSTER, Natan. **Análise do lucro passível de distribuição: uma abordagem reconhecendo a manutenção do capital da empresa**. 1985. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- TRUEMAN, B. Why do managers voluntarily released earnings forecast? *Journal of Accounting and Economics*, [s.l], n° 8, p. 53-72, 1986.
- WARNER, J., WATTS, R., WRUCK, K. Stock prices and top management changes. *Journal of Financial Economics*. [s.l], n° 20, p. 461–493, 1988.
- WASSERMAN, C. O lucro à luz do conceito de preservação da riqueza. *Revista Contabilidade e Finanças*, USP- São Paulo, edição comemorativa, p. 30-38, outubro, 2003.
- WEISBACH, M. Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* [s.l], n° 20, p. 431–461, 1988.

## ANEXO A – OUTPUS DO SPSS PARA OS MODELOS DE REGRESSÃO

### MODELO I

#### Variables Entered/Removed<sup>a</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	IDENTIDADE, GOVERNANÇ A, TAMANHO	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DISCLOSURE

#### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,577 <sup>a</sup>	,333	,291	,3102907	2,356

a. Predictors: (Constant), IDENTIDADE, GOVERNANÇA, TAMANHO

b. Dependent Variable: DISCLOSURE

#### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,305	3	,768	7,979	,000 <sup>a</sup>
	Residual	4,621	48	,096		
	Total	6,926	51			

a. Predictors: (Constant), IDENTIDADE, GOVERNANÇA, TAMANHO

b. Dependent Variable: DISCLOSURE

#### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,665	,323		2,058	,045		
	TAMANHO	,116	,049	,304	2,395	,021	,864	1,157
	GOVERNANÇA	,294	,099	,371	2,959	,005	,884	1,132
	IDENTIDADE	-,134	,136	-,117	-,984	,330	,977	1,024

a. Dependent Variable: DISCLOSURE

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions			
				(Constant)	TAMANHO	GOVERNANÇA	IDENTIDADE
1	1	3,300	1,000	,00	,00	,03	,01
	2	,603	2,340	,00	,00	,86	,01
	3	,087	6,163	,02	,06	,03	,83
	4	,010	18,103	,98	,93	,08	,15

a. Dependent Variable: DISCLOSURE

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,829670	1,790689	1,325845	,2125821	52
Residual	-1,03975	,4339805	,0000000	,3010262	52
Std. Predicted Value	-2,334	2,187	,000	1,000	52
Std. Residual	-3,351	1,399	,000	,970	52

a. Dependent Variable: DISCLOSURE

**MODELO II****Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	LUCRO, GOVERNANÇA, IDENTIDADE, TAMANHO	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: DISCLOSURE

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,648 <sup>a</sup>	,419	,370	,2925187	2,492

a. Predictors: (Constant), LUCRO, GOVERNANÇA, IDENTIDADE, TAMANHO

b. Dependent Variable: DISCLOSURE

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,905	4	,726	8,486	,000 <sup>a</sup>
	Residual	4,022	47	,086		
	Total	6,926	51			

a. Predictors: (Constant), LUCRO, GOVERNANÇA, IDENTIDADE, TAMANHO

b. Dependent Variable: DISCLOSURE

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	,874	,315		2,778	,008		
	TAMANHO	,059	,051	,154	1,169	,248	,707	1,414
	GOVERNANÇA	,294	,094	,372	3,143	,003	,884	1,132
	IDENTIDADE	-,259	,137	-,226	-1,890	,065	,861	1,161
	LUCRO	,304	,115	,340	2,648	,011	,747	1,338

a. Dependent Variable: DISCLOSURE

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions				
				(Constant)	TAMANHO	GOVERNANÇA	IDENTIDADE	LUCRO
1	1	4,148	1,000	,00	,00	,02	,01	,01
	2	,616	2,596	,00	,00	,88	,01	,01
	3	,141	5,415	,01	,00	,00	,07	,85
	4	,087	6,916	,02	,05	,03	,70	,00
	5	,009	21,725	,96	,94	,07	,21	,14

a. Dependent Variable: DISCLOSURE

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,866383	1,895188	1,325845	,2386459	52
Residual	-1,03030	,5158890	,0000000	,2808132	52
Std. Predicted Value	-1,925	2,386	,000	1,000	52
Std. Residual	-3,522	1,764	,000	,960	52

a. Dependent Variable: DISCLOSURE

## RESULTADOS DOS TESTES DE NORMALIDADE DOS RESÍDUOS PARA OS MODELOS I E II

### One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Standardized Residual - M1	Standardized Residual-M2
N		52	52
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	,0000000	,0000000
	Std. Deviation	,97014250	,95998366
Most Extreme Differences	Absolute	,136	,155
	Positive	,075	,067
	Negative	-,136	-,155
Kolmogorov-Smirnov Z		,977	1,119
Asymp. Sig. (2-tailed)		,295	,163

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

## RESULTADOS DO TESTE DE PEASARÁN-PEASARÁN PARA HOMOCEDESTICIDADE DOS RESÍDUOS DO MODELO I

### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	M1ZPR_2 <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: M1ZRE\_2

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,238 <sup>a</sup>	,056	,038	1,92672	2,156

a. Predictors: (Constant), M1ZPR\_2

b. Dependent Variable: M1ZRE\_2

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	11,096	1	11,096	2,989	,090 <sup>a</sup>
	Residual	185,612	50	3,712		
	Total	196,708	51			

a. Predictors: (Constant), M1ZPR\_2

b. Dependent Variable: M1ZRE\_2

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,323	,353		3,744	,000		
	M1ZPR_2	-,408	,236	-,238	-1,729	,090	1,000	1,000

a. Dependent Variable: M1ZRE\_2

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	M1ZPR_2
1	1	1,654	1,000	,17	,17
	2	,346	2,188	,83	,83

a. Dependent Variable: M1ZRE\_2

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	-,8978	1,3228	,9231	,46645	52
Residual	-1,29465	9,90767	,00000	1,90773	52
Std. Predicted Value	-3,904	,857	,000	1,000	52
Std. Residual	-,672	5,142	,000	,990	52

a. Dependent Variable: M1ZRE\_2

## RESULTADOS DO TESTE DE PEASARÁN-PEASARÁN PARA HOMOCEDESTICIDADE DOS RESÍDUOS DO MODELO II

### Variables Entered/Removed<sup>b</sup>

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	M2ZPR_2 <sup>a</sup>	.	Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: M2ZRE\_2

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,065 <sup>a</sup>	,004	-,016	1,90253	2,039

a. Predictors: (Constant), M2ZPR\_2

b. Dependent Variable: M2ZRE\_2

### ANOVA<sup>b</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,766	1	,766	,212	,648 <sup>a</sup>
	Residual	180,980	50	3,620		
	Total	181,746	51			

a. Predictors: (Constant), M2ZPR\_2

b. Dependent Variable: M2ZRE\_2

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	1,002	,339		2,954	,005	1,000	1,000
	M2ZPR_2	-,100	,217	-,065	-,460	,648		

a. Dependent Variable: M2ZRE\_2

**Collinearity Diagnostics<sup>a</sup>**

Model	Dimension	Eigenvalue	Condition Index	Variance Proportions	
				(Constant)	M2ZPR_2
1	1	1,629	1,000	,19	,19
	2	,371	2,094	,81	,81

a. Dependent Variable: M2ZRE\_2

**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	,4328	1,0019	,9038	,12254	52
Residual	-,98171	11,40371	,00000	1,88378	52
Std. Predicted Value	-3,844	,800	,000	1,000	52
Std. Residual	-,516	5,994	,000	,990	52

a. Dependent Variable: M2ZRE\_2