

# Reuna

## O IMPACTO DE DISCLOSURE SOBRE O DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS LISTADAS NA NYSE

## THE IMPACT OF DISCLOSURE ON THE PERFORMANCE OF BRAZILIAN COMPANIES LISTED ON THE NYSE

<http://dx.doi.org/10.21714/2179-8834/2017v22n3p74-91>

### **Leandro Dias Guia**

Universidade de Brasília (Unb), Brasil.  
E-mail: leandrodias1@yahoo.com.br

### **Cleiton Borges Menezes Junior**

Universidade de Brasília (Unb), Brasil.  
E-mail: cleitonjunior77@hotmail.com

### **Andre Luiz Marques Serrano**

Universidade de Brasília (Unb), Brasil.  
E-mail: andrelms@unb.br

### **Víthor Rosa Franco**

Universidade de Brasília (Unb), Brasil.  
E-mail: vithor8@gmail.com

**Submissão:** 23 Mar. 2017 **Publicação:** 06 Nov. 2017. **Sistema de avaliação:** *Double blind review*.  
**Centro Universitário UNA**, Belo Horizonte - MG, Brasil. **Editor geral:** Prof. Dr. Gustavo Quiroga Souki

Este artigo encontra-se disponível nos seguintes endereços eletrônicos:

<http://revistas.una.br/index.php/reuna/article/view/900>

<http://dx.doi.org/10.21714/2179-8834/2017v22n3p74-91>

## **RESUMO**

Os mecanismos de transparência das informações contábeis garantem a credibilidade das empresas com seus investidores, assim, este artigo analisa se os requisitos de governança corporativa definidos pela Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) e pela New York Stock Exchange (NYSE) contribuem para a evidência dos recursos alocados em projetos sociais aos investidores. Para tanto, foram coletados dados referentes a 44 empresas brasileiras listadas na NYSE e no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, por meio da base de dados da Economática, utilizaram-se os balanços de fechamentos contábeis publicados nos anos de 2011 a 2014, e para o nível de disclosure foram utilizadas o conjunto completo das demonstrações contábeis das empresas. A análise dos dados foi realizada por meio do método de Regressão Linear Múltipla por dados em painel. Os resultados da pesquisa sugerem que a emissão de ADRs pouco influencia no desempenho das empresas, pois o mesmo se apresentou, negativamente, relacionada ao Q de Tobin. Desta forma, um melhor nível de disclosure impactou positivamente no desempenho das empresas.

**Palavras-chave:** Nível de disclosure, Empresas brasileiras, New York Stock Exchange.

## ABSTRACT

This study is to examine whether the corporate governance requirements established by the São Paulo Stock Exchange (BM & FBOVESPA) and the New York Stock Exchange (NYSE) contribute to the disclosure of resources allocated to social projects to investors. Therefore, we collected data on 44 Brazilian companies listed on the NYSE and the BM & FBOVESPA. The database was collected in the Economática database, using the accounting closing statements published in the years 2011-2014, and the level of disclosure were used the complete set of financial statements of companies. Data analysis was performed using the Multiple Linear Regression method for panel data. The survey results suggest that the issue of ADRs little influence on the performance of companies, because it is presented negatively related to Tobin's Q. Thus, a better level of disclosure positively affected the performance of companies.

**Keywords:** Disclosure level, Brazilian companies, New York Stock Exchange.

## 1. Introdução

A governança corporativa se manifesta quando os investidores requerem informações fidedignas sobre mecanismos de gestão, inclusive quanto ao uso dos recursos à disposição dos gestores. Princípios de governança como evidenciação (disclosure), prestação de contas (accountability) e obediência às leis (compliance) ajudam a nortear as ações para que maximizem a riqueza da empresa e de seus acionistas, bem como transmitam ao mercado financeiro credibilidade das ações dos gestores.

Desta forma, ao longo do século XX, as economias de diferentes países tornaram-se cada vez mais marcadas pela integração e pela expansão das transações financeiras em um contexto mundial. O movimento contínuo de globalização é considerado um processo de integração econômica, social, cultural e político entre os diversos países, o que permitiu facilidade na expansão das negociações e no alcance de melhores resultados para as empresas.

Sendo assim, essas firmas possuem necessidades para financiar suas atividades dentro dessa nova realidade, no qual uma das formas existentes para a captação de recursos é a abertura de capital em bolsas de valores estrangeiras. No caso das empresas brasileiras, estas optaram pelo lançamento de ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente, na New York Stock Exchange (NYSE), sob a forma de American Depositary Receipts (ADRs). Essas ADRs possuem como lastro ações da própria empresa emitidas no país de origem da empresa.

Ao listar suas ações na NYSE, a empresa ganha em visibilidade, liquidez e valor de mercado. E, para que outros países pudessem fazê-lo, foi preciso se adaptar aos padrões de contabilidade americanos e obter aprovação dos órgãos regulamentadores do mercado de ações. Nesse caso, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras relacionadas aos aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados "princípios de governança corporativa" que foram fortalecidos com a publicação da Lei Sarbanes-Oxley no ano de 2002. Essas regras foram impostas pela Securities and Exchange Commission (SEC), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano.

Nesse contexto, surgem alguns questionamentos quanto às companhias brasileiras emissoras de ADR na NYSE, tais como: Será que as companhias brasileiras apresentam melhores níveis de disclosure em suas informações divulgadas aos stakeholders? Será que os níveis de disclosure apresentaram reflexo no valor de mercado das ações dessas empresas, em comparação às empresas não emissoras de ADR listadas na BOVESPA?

Com base nesses questionamentos, tem-se a hipótese: a partir do cumprimento dos requerimentos necessários para as empresas brasileiras listarem ações na NYSE, tais como: a melhoria no nível de governança e no disclosure das demonstrações contábeis, as companhias tendem a ganhar valor de mercado e a oferecer maiores retornos aos acionistas. Desta forma, esta pesquisa busca analisar se os requisitos de governança corporativa definidos pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e pela New York Stock Exchange (NYSE) contribuem para a evidência dos recursos alocados em projetos sociais aos investidores.

## 2. Referencial teórico

A governança corporativa foi gerada por uma profunda mudança no ambiente empresarial e pela necessidade dos gestores se adaptarem a um novo perfil de investidores e demais parceiros sociais. Sendo assim, a expressão governança corporativa é compreendida como o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderados pelo Conselho de Administração. Nesse contexto, a governança envolve as práticas de relacionamento entre os sócios, os conselhos, diretorias executivas e órgãos de controle (IBGC, 2015).

A partir do grau de relacionamento entre esses atores, pode-se inferir que a governança corporativa existe para converter os interesses entre os proprietários e os gestores de uma organização, por meio de boas práticas que garantam a promoção e o crescimento sustentável da organização. Os princípios básicos de Governança são: transparência, equidade, prestação de contas (accountability) e responsabilidade corporativa. Sendo assim, a governança corporativa visa proteger o valor da empresa com políticas de controle e disclosure da informação, garantindo a melhoria dos controles internos, por meio da confiabilidade das informações contábeis, no atendimento a normas e cumprimento da legislação vigente.

O enfoque da contabilidade ocorria, tradicionalmente, pelo exame das demonstrações contábeis, e este tem mudado para o entendimento do risco do negócio e do ambiente de controle da empresa, aonde o princípio da transparência é relacionado ao conceito de disclosure e se refere à obrigação de informar as partes interessadas nas informações úteis para a tomada de decisão. Já o conceito de equidade se caracteriza pelo tratamento justo a todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders), e por fim, o conceito de accountability diz respeito à prestação de contas pelos agentes de governança, que deverão assumir a responsabilidade por seus atos e omissões. Sendo assim, a responsabilidade corporativa tem o intuito de zelar pela sustentabilidade da organização na busca de sua longevidade (FRANCO, 1999).

O marco da governança corporativa ocorre ao longo do século XX com a expansão das atividades econômicas e financeiras em escala global. De acordo com Berle e Means (1987), o processo de globalização imprime a alteração da estrutura

de controle das organizações com a distinta separação entre a figura dos proprietários e dos gestores.

A consequência desse movimento implica em conflitos de agência: em um primeiro momento, o proprietário delega a um agente especializado o poder de decisão sobre a empresa, mas pode ocorrer de o proprietário (acionistas) e os agentes especializados (gestores, administradores) possuírem interesses próprios e que podem estar em discordância, atrapalhando o objetivo final de uma organização. Os conflitos de agência incorrem nos custos de agências, os quais são o resultado da soma dos custos existentes na criação e estruturação do contrato entre o proprietário e o agente, o monitoramento do agente e as perdas residuais decorrentes das decisões prejudiciais à riqueza do proprietário (JENSEN E MECKLING, 1976).

Um marco para a situação relacionada à governança corporativa é a publicação da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) como resultado de escândalos corporativos, que mostraram a necessidade de se alterar os padrões de governança corporativa. A SOX emite certificações de que os agentes que assinaram as demonstrações contábeis assumam a responsabilidade por todos os aspectos que envolvem os controles internos implantados. As demonstrações financeiras deveriam apresentar as informações com aspectos de exatidão e materialidade de forma a não conter declarações incorretas ou que não apresentem a realidade da organização, de forma a auxiliar na tomada de decisão dos proprietários e dos gestores. As informações contábeis devem ser publicadas nos relatórios anuais das companhias e devem considerar o âmbito de aplicação, eficácia e adequação da estrutura de controle interno e dos procedimentos para o relato das informações contábeis (MENDONÇA et al, 2010).

## 2.1 Disclosure

A harmonização da contabilidade mundial com o padrão nas normas alicerçadas em princípios e exigências do International Financial Reporting Standards (IFRS), emitidas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB), proporcionou uma série de possibilidades de estudos nos diversos mercados de capitais, como no caso dessa pesquisa, entre o mercado de capitais norte-americano e o brasileiro, em que se têm empresas buscando investidores para ampliação de seus negócios.

Nesse sentido, a divulgação de informações passa ter importância fundamental na dinâmica dos mercados, uma vez que *The Conceptual Framework for Financial Reporting* (IASB-BV, 2011, Blue Book) define que o objetivo das demonstrações contábeis é o de fornecer informação útil para os usuários (CPC 00, 2011).

Hendriksen e Van Breda (2015) assinalam que os acionistas representam o grupo fundamental para o qual se faz divulgação financeira, se referindo às demonstrações contábeis. Os autores afirmam ainda que a fixação do nível apropriado de divulgação depende, em termos ideais de bem-estar social decorrentes da divulgação. Na ausência de uma teoria ética permitindo a mensuração do bem-estar social, as autoridades de regulamentação contábil são forçadas a se apoiarem em critérios como relevância e precisão.

Nesse contexto, o nível de disclosure na dinâmica de funcionamento do mercado de capitais é tratado como essencial, uma vez que enseja a adequada

avaliação de oportunidades de investimentos dos agentes econômicos, na medida em que contribui para a redução da assimetria informacional.

O disclosure surge como uma demanda para solucionar problemas de assimetria informacional e de conflito de interesses existentes em uma companhia, sendo um meio de divulgação de informações da empresa para o mercado (BOTOSAN; PLUMLEE, 2002). Um maior nível de disclosure significa a divulgação de melhores informações ao mercado, por meio de relatórios financeiros e contábeis de alta qualidade, o que irá resultar em maior confiança do investidor (VERRECCHIA, 2001). Assim, empresas com melhor nível de transparência possuem a tendência a apresentar melhores expectativas aos seus investidores com a evidenciação contábil de suas informações, algo valorizado pelo mercado e que será refletido nos ativos da companhia e, também, no preço de suas ações (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Verrecchia (2001) propôs um modelo analítico em que o nível de disclosure tem correlação positiva com o desempenho da empresa. Foram apresentadas evidências empíricas de que um melhor nível de disclosure irá refletir em ações mais líquidas e/ou mais bem avaliadas pelo mercado (LEUZ; VERRECCHIA, 2000).

Vasconcelos et al (2014) ressaltam evidências empíricas de outros estudos de que empresas com melhor disclosure apresentaram menor custo de capital próprio (BOTOSAN, 1997; BOTOSAN; PLUMLEE, 2002; HAIL, 2002; NAKAMURA ET AL., 2006; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007; LOPES; ALENCAR, 2010), menor custo de capital de terceiros (SENGUPTA, 1998; MAZUMDAR; SENGUPTA, 2005; SHARFMAN; FERNANDO, 2008; LIMA, 2009) e, também, aumento na liquidez das ações da empresa (WELKER, 1995; HEALY; HUTTON; PALEPU, 1999; LEUZ; VERRECCHIA, 2000; MATOUSSI; KARAA; MAGHRAOUI, 2004; KANG; PANG, 2005; NETO; RICCIO, 2008). Outros estudos empíricos sobre disclosure estão destacados no Quadro 1.

**Quadro 1** – Síntese de estudos empíricos sobre disclosure

Ano	Autores	Síntese dos resultados
2014	Crawford, Lont, Scott	Os resultados sugerem que pode não haver um benefício pós-IFRS na divulgação para os países que já possuíam, comparativamente, mais padrões baseados em regras pré – IFRS.
2012	Cho, Freedman, Patten	Para a maioria das observações, os valores evidenciados não são materiais. As empresas que evidenciam não apresentam melhor desempenho ambiental em relação às empresas que não evidenciam. A escolha de evidenciar está associada ao pior desempenho ambiental.
2010	Orij	Um número de relações estatisticamente significativas entre as divulgações sociais corporativas e medidas culturais são identificados. Conclui-se que os níveis de divulgação social corporativa são susceptíveis de serem influenciados por culturas nacionais.

Fonte: Elaborado pelos autores.

A assimetria informacional, caracterizada como a diferença no nível de informações entre proprietário e agente, é o principal foco de estudo da teoria da agência. Devido a um conjunto de diversos fatores, os agentes econômicos não possuem acesso à mesma informação, em termos de quantidade e/ou qualidade, dessa maneira, se torna presente a problemática da assimetria da informação, ou seja, quando um agente ou grupo de agentes presentes no ambiente econômico tem melhores informações sobre o potencial econômico do ativo do que outro agente ou grupo de agentes (PAULO; MARTINS, 2007).

Para mitigar esse nível de divergência de informações, o principal irá incorrer em um dispêndio, também conhecido como custo de agência, de forma a buscar a redução dessas divergências, ao monitorar as atividades do agente e definir incentivos contratuais. O custo de agência é uma tentativa de alinhar os interesses do principal com o do agente (JENSEN; MECKLING, 1976). Dessa forma, o *disclosure* influenciará no comportamento dos investidores e dos gestores, afetando sua percepção em relação ao risco da companhia e, com isso, na definição do nível de evidenciação, baseando-se no custo relacionado ao fornecimento dessas informações.

Hendriksen e Van Breda (2015) abordam três conceitos de divulgação propostos para o nível de disclosure: a divulgação adequada, na qual as informações são divulgadas em um nível mínimo, apenas com o objetivo de evitar que as demonstrações sejam superficiais; a divulgação justa (fair disclosure), que demonstra um tratamento igual entre os usuários potenciais da informação; a divulgação completa (full disclosure), que divulga todas as informações relevantes aos usuários.

Podem ser classificadas as práticas de disclosure em dois níveis: institucional e voluntário (firm-specific). O nível institucional é requerido por leis, regulamentos e é largamente usado nas práticas de negócio. O nível voluntário complementa o nível institucional e depende de incentivos para as companhias em entregar melhores informações aos usuários externos (LOPES; ALENCAR, 2010).

Nessa lógica, se torna pertinente evidenciar todas as informações que possam interferir ou influenciar no processo de decisão racional dos agentes envolvidos. Isso não se resume apenas nas demonstrações contábeis propriamente ditas, mas incluem a divulgação de informações relevantes, por meio das Notas Explicativas (NE), Relatório da Administração (RA), Quadros Complementares e Parecer de Auditoria. Hendriksen e Van Breda (2015) destacam que as Notas Explicativas e o Relatório da Administração apresentam uma padronização e regulamentação reduzida em relação ao restante das demonstrações contábeis, devido à amplitude das informações qualitativas e discursivas, que podem ser evidenciadas por meio destas demonstrações.

Vasconcelos et al. (2014) encontraram, em estudo, que o nível de disclosure apresentou associação positiva e estatisticamente significativa como fator explicativo da variável Q de Tobin, o que permite a conclusão de que existe relação positiva entre o valor de mercado das companhias abertas da indústria de construção civil e o seu nível de disclosure.

### 3. Metodologia

A pesquisa é descritiva, documental e quanti-qualitativa. Pretendeu descrever a complexidade do problema, analisar a interação entre a variável dependente e as variáveis independentes.

#### 3.1 Variável dependente Q de Tobin

Famá e Barros (2000) definem o Q de Tobin como a relação entre o valor de mercado de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos (VRA). Esse indicador expressa o valor de uma empresa relacionado ao seu desempenho, o qual pode ser comparável entre empresas. O indicador Q de Tobin tem sido utilizado em vários estudos de governança como, por exemplo, Perfect e Wiles (1994); Agrawal e Knoeber (1996); Faleye (2007) e Colauto, Nogueira e Lamounier (2009).

Existem diversas discussões para se determinar o valor da dívida e o VRA, pois devem ser utilizados os valores justos de ambos e não os contábeis. A complexidade reside no fato de não se ter um mercado secundário ativo de dívidas. O cálculo do VRA se torna ainda mais complicado, pois além de também não haver um mercado eficiente de bens de capital usados, os bens ainda sofrem com a depreciação ao longo do tempo. Chung e Pruitt (1994), no texto: A simple approximation of Tobin's q, mostram que a fórmula simplificada utilizando apenas dados do balanço contábil apresenta resultados tão consistentes quanto os obtidos por Eric Lindenberg e Stephen Ross em cálculos mais complexos. Para Chung e Pruitt (1994), o numerador é a soma do valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais, dos estoques, do passivo circulante e da dívida de longo prazo menos o ativo circulante. Já o denominador é definido como o valor total dos ativos.

Um indicador Q de Tobin superior a 1 (um) indicará que a empresa possui bons resultados, em suas decisões de investimento, por parte de sua gestão. A fórmula de Chung e Pruitt (1994) será dada por:

$$q = \left( \frac{VMON + VMPN + D}{AT} \right) \quad (1)$$

Em que:

q = Q de Tobin;

VMON = representa o valor de mercado das ações ordinárias;

VMPN = representa o valor de mercado das ações preferenciais;

D = definido como o valor da dívida da empresa, sendo igual ao passivo circulante menos o ativo circulante mais o exigível em longo prazo, mais os estoques;

AT = ativo total da firma avaliado por seu valor contábil.

### 3.2 Variável independente – nível de disclosure

Para definir o nível de disclosure aplicado pelas companhias será utilizado o modelo proposto por Lopes e Alencar (2010), o Índice Brasileiro de Disclosure (Brazilian Disclosure Index – BCDI), que mensura o nível de disclosure através de seis dimensões e 47 atributos específicos, representados por perguntas. Esse índice foi adaptado, por Vasconcelos et al (2014), à realidade regulatória e contábil brasileira, sendo baseado em um conjunto de questões utilizadas em pesquisas anteriores (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002). O resultado do questionário é obtido por meio de informações objetivas resultantes de fontes públicas de informação, como relatórios anuais e demonstrações contábeis divulgados no próprio site das companhias e, também, nos sites da BOVESPA, NYSE e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

As respostas do questionário seguem um padrão binário (0 ou 1), sendo 1 para respostas afirmativas e 0 para negativas. O Quadro 2 descreve o questionário traduzido por Vasconcelos et al (2014), baseado no estudo de Lopes e Alencar (2010), que desenvolveram o BCDI aplicado à realidade brasileira. Por ser adaptado à realidade brasileira, o questionário se torna aplicável às empresas brasileiras listadas na NYSE, uma vez que estas também estão listadas na BM&F BOVESPA, com as devidas informações contábeis disponíveis em ambos os mercados.

**Quadro 2** – Modelo de Disclosure proposto por Lopes e Alencar (2010)

Perguntas	INFORMAÇÕES GERAIS SOBRE A EMPRESA
1	O Relatório faz uma descrição geral do negócio (o que faz, onde está localizada, a que grupo empresarial pertence)?
2	Há descrição das principais metas corporativas para o futuro?
3	As metas estão expressas de forma quantitativa (quantidades, valores, percentuais)?
4	São descritos os principais mercados em que a empresa atua?
5	Os mercados estão descritos de forma quantitativa?
6	São descritos os principais produtos ou serviços que a empresa comercializa?
7	Os produtos estão descritos de forma quantitativa?
8	O ambiente empresarial (conjuntura econômica relacionada ao setor de atividade) em que a empresa atua é descrito?
9	Os negócios sociais e principais fatos administrativos (eventos mais importantes) do período são descritos (exemplo: conquista de um novo mercado, início de um programa de redução de desperdícios, reestruturações internas, conclusão de nova fábrica, aquisição de novas máquinas, entre outros)?
10	Os eventos mais importantes estão descritos de forma quantitativa?
Perguntas	RELAÇÕES COM EMPREGADOS E ADMINISTRADORES
11	A quantidade de empregados foi informada?
12	A remuneração média por empregado ou o gasto total com empregados foi informada?



13	Os investimentos em treinamento e em desenvolvimento gerencial estão descritos de forma quantitativa?
14	Outras informações a respeito de empregados ( <i>turnover</i> , grau de satisfação, valor adicionado por empregado, produtividade, entre outros) estão descritas de forma quantitativa?
15	Existe informação a respeito da remuneração paga aos administradores?
<b>Perguntas</b>	<b>INFORMAÇÕES NÃO FINANCEIRAS SOBRE MERCADO, VENDAS E PRODUTOS</b>
16	A participação da empresa no mercado foi informada?
17	As vendas estão detalhadas por produto ou segmentos de negócio (em moeda, percentuais ou quantidades)?
18	As vendas estão informadas em quantidade?
19	Foi informado o crescimento nas vendas em quantidade ou há uma série histórica (3 ou mais anos) que permita calcular o crescimento?
20	Os preços unitários de venda dos produtos foram informados?
21	Existe informação sobre novos produtos e serviços a serem lançados no mercado?
<b>Perguntas</b>	<b>PROJEÇÕES</b>
22	Informou vendas projetadas para o próximo exercício?
23	Informou vendas projetadas para mais de um exercício?
24	Informou lucros projetados para o próximo exercício?
25	Informou lucros projetados para mais de um exercício?
26	Informou fluxo de caixa projetado para o próximo exercício?
27	Informou fluxos de caixa projetados para mais de um exercício?
28	Informou investimentos em pesquisas e em desenvolvimento e outros ativos intangíveis projetados?
29	Informou participação de mercado projetada?
<b>Perguntas</b>	<b>DISCUSSÕES E ANÁLISE DE DADOS FINANCEIROS</b>
30	Apresentou uma série histórica do valor das vendas?
31	Existe um comentário a respeito de oscilações nas vendas?
32	Apresentou uma série histórica do custo dos produtos e serviços vendidos?
33	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nos custos dos produtos e serviços vendidos?
34	Apresentou uma série histórica de lucros?
35	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nos lucros?
36	Apresentou série histórica do valor das despesas administrativas e comerciais?
37	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas despesas administrativas e comerciais?

38	Apresentou uma série histórica de receitas e de despesas financeiras?
39	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações nas receitas e despesas financeiras?
40	Declarou o montante dos investimentos feitos em pesquisas e desenvolvimentos e outros ativos intangíveis?
41	Existe comentário (explicações, justificativas) a respeito de oscilações em outro grupo de contas (contas a receber, estoques, receitas e despesas não operacionais, entre outros)?
<b>Perguntas</b>	<b>OUTRAS INFORMAÇÕES</b>
42	Apresentou uma série histórica com percentual de Retorno sobre Ativo Total (ROA)?
43	Apresentou uma série histórica com percentual sobre Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)?
44	Apresentou uma série histórica com Giro dos Ativos?
45	Apresentou detalhamento de Cálculo dos Impostos?
46	Apresentou Balanço Social ou Demonstração do Valor Adicionado?
47	Apresentou Demonstração dos Fluxos de Caixa?

Fonte: Lopes; Alencar (2010)

O índice resultante do questionário engloba seis dimensões de informação e, em cada dimensão, a nota obtida pela empresa é apurada pela divisão entre a soma dos pontos obtidos e a pontuação total possível. Assim, uma empresa que apresente “sim” como resposta em todos os questionamentos do modelo de *disclosure* obterá nota (seis).

### 3.3 Variáveis de controle

A “variável de controle é aquele fator, fenômeno ou propriedade que o investigador neutraliza ou anula, propositalmente, em uma pesquisa, com a finalidade de impedir que interfira na análise da relação entre as variáveis independente e dependente”.

**Quadro 3** – Variáveis de Controle (Continua)

VARIÁVEL	FÓRMULA
Crescimento da Firma (CRESC)	Representado pela variação da Receita Líquida Operacional entre t e t-1. $CRESC = \frac{\text{Receita Líquida Operacional } t - \text{Receita Líquida Operacional } t-1}{\text{Receita Líquida Operacional } t-1}$

VARIÁVEL	FÓRMULA
Rentabilidade sobre o PL (ROE)	$ROE = (\text{Lucro Líquido} + \text{Participação Acionista Minoritário}) / (\text{PL} + \text{Participação Acionista Minoritário}) * 100$
Tamanho da Firma ( $LnTAM$ )	Representado pelo logaritmo natural da Receita Líquida Operacional $LnTAM = (Ln \text{ Receita Líquida Operacional})$
American Depositary Receipt (ADR)	Variável Dummy para as empresas que emitem ADR

**Fonte:** Vasconcelos, et al. (2014) (Adaptado).

Em relação às variáveis, foi utilizado o modelo de painel testado por Vasconcelos et al. (2014). Retirando a variável NEND, relacionada ao nível de endividamento das empresas, por não ter se mostrado estatisticamente significativa, e acrescentando a variável de controle ADR relacionada aos American Depositary Receipt requeridos para emitir ações na NYSE. Da variável ADR é esperado que as empresas, que listam suas ações na NYSE, devem obedecer a maiores critérios de disclosure requeridos pela SEC americana, por outro lado, espera-se também um nível maior de disclosure para as empresas brasileiras, que emitem ações apenas no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, o qual requer maiores níveis de governança.

Será comparado o nível de disclosure das empresas da amostra que se enquadram nas duas situações. Dessa análise são esperados níveis semelhantes de disclosure e, também, que exista correlação positiva entre o nível de disclosure e o desempenho de mercado dessas empresas, o qual será mensurado pela versão simplificada do Q de Tobin.

Em relação ao restante das variáveis de controle são esperadas relações, estatisticamente significativas e correlação positiva com o Q de Tobin, conforme os resultados encontrados por Vasconcelos et al. (2014), em seus estudos, com empresas do setor de construção civil, listadas na BM&FBOVESPA. Em relação à variável CRESC será confirmada a correlação negativa com o Q de Tobin.

### 3.4 Modelo analítico utilizado

Os dados serão analisados utilizando o método de Regressão Linear Múltipla (MRLM) com dados em painel. Este método procura encontrar o melhor ajuste para um conjunto de dados, tentando minimizar a soma dos quadrados das diferenças entre o valor estimado e os dados observados e permite que regressões sejam estimadas, considerando-se várias unidades (cross-section) por um determinado período de tempo (séries temporais).

Baltagi (2005) ressalta que a análise utilizando métodos de Regressão Linear Múltipla possui como vantagens: controle da heterogeneidade individual; utilização de dados com maior poder de informação, maior variabilidade, menor colinearidade entre as variáveis, maior grau de liberdade e mais eficiência estatística; melhores condições para estudar as dinâmicas de ajustamento, nos efeitos das variáveis explicativas sobre as variáveis dependentes; identificar e medir efeitos não detectáveis por meio de cortes transversais e séries temporais isoladamente; permitir construir e testar modelos com comportamento mais complexo, se comparado a modelos de séries

temporais e modelos *cross-section*. O modelo de regressão com dados em painel, utilizado nesta pesquisa, é representado da seguinte forma:

$$Q\ Tobin_{it} = \beta_0 + \beta_1 ID1_{it} + \beta_2 NEND2_{it} + \beta_3 CRESC3_{it} + \beta_4 ROE4_{it} + \beta_5 LnTAM5_{it} + \beta_6 ADR6_{it} + C_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

#### 4. Análise dos resultados

No total, o BCDI foi aplicado para quarenta e quatro empresas brasileiras, sendo consideradas as empresas brasileiras listadas na NYSE e no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, sendo que da amostra do Novo Mercado foram consideradas as maiores empresas não emissoras de ADR e, de maneira geral, foram excluídas da amostra as instituições financeiras diante de particularidades e por não emitirem os balanços pelo método do IFRS. Os dados para o cálculo das variáveis foram coletados na base de dados da Economatica, utilizando-se os balanços de fechamento contábil publicados nos anos de 2011 a 2014, e no levantamento do nível de disclosure nos quais se utilizou o conjunto completo das demonstrações contábeis das empresas (peças e notas explicativas).

A avaliação isolada do índice de disclosure apurado não evidencia relação direta entre a listagem da empresa na NYSE, em comparação com o Novo Mercado da BM&FBOVESPA, e a qualidade da divulgação apresentada, todavia no ranqueamento das dez primeiras empresas com os melhores índices, apenas duas empresas estão listadas na BM&FBOVESPA, o que pode servir de ponto de partida para avaliação de tendência de padrão de divulgação, cumprindo os requerimentos da SEC. Por outro lado, das 44 empresas a que apresentou o pior padrão de divulgação está listada na NYSE, trata-se da Braskem S.A..

A Tabela 1 demonstra os resultados da Regressão Linear, através do método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO). Os dados foram divididos em quatro unidades temporais, considerando os anos de 2011 a 2014, e em 44 unidades de corte transversal, considerando as 44 empresas selecionadas para o estudo, entre emissoras somente na BM&FBOVESPA e as empresas que também emitem ações na NYSE.

**Tabela 1** – Resultados Regressão Linear Método Mínimos Quadrados Ordinários

	<b>Coefficiente</b>	<b>Erro padrão</b>	<b>Razão-t</b>	<b>p-valor</b>
Const	-1,84743	2,44714	-0,7549	0,4513
ID	0,613831	0,226802	2,706	0,0075***
ADR	-1,24173	0,439138	-2,828	0,0053***
CRESC	-0,0788955	0,72728	-0,1085	0,9137
ROE	-0,0003471	0,00282942	-0,1227	0,9025
LnTAM	0,150532	0,16127	0,9334	0,3519
Média var. dependente	1,455338		D.P. var. dependente	2,246497
Soma resíd. Quadrados	818,3471		E.P. da regressão	2,194039
R-quadrado	0,073410		R-quadrado ajustado	0,046157

Fonte: elaborado pelos autores

Foram realizados testes de robustez relacionados ao método da regressão linear, o Teste Reset de Especificação considerou a H0 com especificação adequada com p-valor de 0,149137, o retorno do teste de White afirma que houve problemas de heterocedasticidade para H0 com p-valor  $P(\text{Qui-quadrado}(19) > 58,0872) = 7,73611e-006$ , o teste de Chow trouxe falha estrutural na observação 22:4 com p-valor  $= P(F(6, 164) > 3,31391) = 0,00417508$ . O teste de normalidade dos resíduos afirmou que o erro não possui distribuição normal com p-valor  $= 2,41863e-202$ .

**Tabela 2** – Resultados Regressão Linear Método Heterocedasticidade Corrigida

	Coeficiente	Erro Padrão	Razão-t	p-valor
Const	-4,29164	1,07946	-3,976	0,0001***
ID	0,406559	0,122987	3,306	0,0012***
ADR	-1,19937	0,256412	-4,677	0,0000059***
CRESC	-0,399437	0,446253	-0,8951	0,372
ROE	-0,000152448	0,000260394	-0,5854	0,559
LnTAM	0,336306	0,0723381	4,649	0,00000666***
Soma resid. Quadrados*	809,3961		E.P. da regressão*	2,182007
R-quadrado*	0,188763		R-quadrado ajustado*	0,164903

\* Estatísticas baseadas nos dados ponderados

Fonte: elaborado pelos autores

De maneira a corrigir esses problemas é utilizado o método de regressão da Heterocedasticidade-Corrigida (HC), os resultados estão apresentados na Tabela 2. Para esse método foi realizado um teste para verificar os fatores de inflacionamento da variância (VIF), o qual poderia indicar problemas de colinearidade caso os valores do índice calculado fossem maiores do que 10, o que não foi identificado, o resultado desse teste se encontra na Tabela 3.

**Tabela 3** – Fatores de Inflacionamento da Variância (VIF)

Valor mínimo possível = 1,0	
Valores > 10,0 podem indicar um problema de colinearidade	
ID	1,130
ADR	1,759
CRESC	1,025
ROE	1,001
LnTAM	1,739

Fonte: elaborado pelos autores

A utilização do método HC trouxe maior robustez ao modelo com um fator R<sup>2</sup> próximo a 18%, ao contrário do método MQO que oferecia um poder de explicação de apenas 7% para a variável dependente Q de Tobin. Além disso, se confirma a significância estatística das variáveis ID (p-valor 0,0012\*\*\*), ADR (p-valor 0,0000059\*\*\*) e LnTAM (p-valor 0,00000666\*\*\*) através dos p-valores calculados a um nível de significância de 1%.

O resultado da regressão afirma que a variável ID é, positivamente, relacionada com o desempenho da empresa, o qual é representado pelo Q de Tobin, algo que sugere que um maior nível de divulgação de informação por parte das empresas reflete em um melhor desempenho da mesma. Ao contrário do que foi afirmado pela variável ADR relacionada à emissão de ADR por parte das companhias brasileiras, a qual se apresentou negativamente relacionada com o desempenho das empresas, o que significa que a emissão de ADRs (representadas pela variável dummy 1) pouco influencia no desempenho das empresas. A variável LnTAM também se relaciona, positivamente, com a variável dependente, o que sugere que quanto maior a companhia maior deverá ser o desempenho da mesma no mercado e, logo, ela será melhor avaliada pelo mercado.

A Tabela 4 demonstra os resultados relacionados à divulgação de informações das empresas emissoras de ADR.

**Tabela 4** – Valores Médios Índice de Disclosure

VALOR MÉDIO ÍNDICE DE DISCLOSURE	NYSE	BM&F BOVESPA
	2,69	2,21
Informações Gerais Sobre a Empresa	0,55	0,43
Relações Com Empregados e Administradores	0,49	0,38
Informações Não Financeiras Sobre Mercado, Vendas e Produtos	0,48	0,34
Projeções	0,05	-
Discussões e Análise de Dados Financeiros	0,58	0,50
Outras Informações	0,55	0,55

Fonte: elaborado pelos autores

Pela tabela 4 percebe-se que as empresas emissoras de ADR (ID = 2,69) apresentam um nível de informação levemente maior do que as empresas não-emissoras de ADR (ID = 2,21). Com maiores diferenças na divulgação de informações não-financeiras sobre mercado, vendas e produtos e de relações com empregados e administradores. Fator que colabora, positivamente, com a pergunta inicial do estudo de que a emissão de ADR representa melhores níveis de divulgação das informações contábeis.

## 5. Considerações finais

O presente estudo visou analisar com aspectos quantitativos e qualitativos um eventual diferencial de empresas brasileiras listadas na Bolsa de Nova Iorque (NYSE). A análise buscou comparar as companhias de capital aberto com ações somente na Bovespa (Novo Mercado) e as que possuem também ADR II e III na NYSE.

Contudo, a emissão de ADR pode ser considerada um indicativo de “selo de qualidade” no padrão de divulgação contábil? Em razão do cumprimento de requerimentos mais rígidos dos reguladores do mercado de capitais relacionados à melhor divulgação de informações, à qualidade dos controles internos das empresas, à responsabilização de administradores, etc. A resposta para esse questionamento é positiva no caso da divulgação de melhores níveis de informação, conforme os resultados apresentados pela aplicação do índice de disclosure (ID NYSE = 2,69; ID BM&FBOVESPA = 2,21).

Todavia, os resultados evidenciaram que a emissão de ADRs pouco influencia no desempenho das empresas, pois se apresentou, negativamente, relacionada ao Q de Tobin. Por outro lado, é confirmado que uma melhor divulgação das informações contábeis, ou seja, um melhor nível de disclosure impacta, positivamente, no desempenho das empresas, corroborando com o resultado encontrado por Vasconcelos (2014), em seu estudo, sobre as empresas de construção civil.

Em virtude da complexidade do estudo se sugere a aplicação de outras variáveis ao caso em específico, de forma a melhor explicar os possíveis impactos na variável dependente referente ao desempenho de uma companhia, ampliar a amostra de dados considerando o período pré-IFRS e, também, a utilização de outros modelos de regressão para corroborar ou não com os resultados apresentados nesse estudo.

## Referências

AGRAWAL A.; KNOEBER, C. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 31, n. 3, p. 377-397, 1996.

ALENCAR, R. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. 104 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

BALTAGI, B. H. **Econometrics analysis of panel data**. 3. ed. Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2005.

BERLE, A. A.; MEANS, G.C. **A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada**. 2. ed. São Paulo: Nova Cultural, 1987.

BOTOSAN, C. A. Disclosure level and cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, n. 3, p.323-348, 1997.

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A. A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 21-40, mar. 2002.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A.J. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.

CHUNG, K. H.; PRUITT, S. W. A simple Approximation of Tobin's Q. **Financial Management**, v. 23, n. 3, p. 70-74, 1994.

CHO, C. H.; FREEDMAN, M.; PATTEN, D. M. Corporate disclosure of environmental capital expenditures: A test of alternative theories. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 25, n. 3, p. 486-507, 2012.

COLAUTO, R. D.; NOGUEIRA, I. V.; LAMOUNIER, W. M. Q de Tobin e indicadores financeiros tradicionais em companhias siderúrgicas com ações na BOVESPA e NYSE. **Enfoque Reflexão Contábil**, Maringá, v. 28, n. 3, p. 9-23, 2009.

CRAWFORD, L; LONT, D; SCOTT, T. The effect of more rules-based guidance on expense disclosure under International Financial Reporting Standards. **Accounting & Finance**, v. 54, n. 4, p. 1093-1124, 2014.

FALEYE, O. Classified boards, firm value, and managerial entrenchment. **Journal of Financial Economics**, v. 83, p. 501-529, 2007.

FAMÁ, R.; BARROS, L. A. B. C. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, n. 4, 2000.

FRANCO, H. **Contabilidade geral**. 23. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HAIL, L. The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital. **The European Accounting Review**, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.

HEALY, P. M.; HUTTON, A. P.; PALEPU, K. G. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. **Contemporary Accounting Research**, v.16, p. 485-520, 1999.

HENDRIKSEN, E. S., M.F. VAN BREDA. **Teoria da contabilidade**. 1. ed. 12. São Paulo: Atlas, 2015.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARD BOARD – IASB. **International Financial Reporting Standards – IFRS**. Disponível em: <<http://www.ifrs.org>>. Acesso em 06 ago. 2016.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. **Cadernos de Governança**. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em 06 ago. 2015.



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

KANG, T.; PANG, Y. H. Economic Development and the Value Relevance of Accounting Information a Disclosure Transparency Perspective. **Review of Accounting e Information**, v. 4, n. 1, 2005.

LAMBERT, R. A.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. Accounting information, disclosure and the cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. E. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 91-124, 2000.

LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 95-108, jan./abril. 2009.

LOPES, A. B.; ALENCAR, R. C. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian Case. **The International Journal of Accounting**, v. 45, n. 04, p. 443-464, 2010.

MATOUSSI, H.; KARAA, Adel; MAGHRAOUI, R. **Information Asymmetry, Disclosure Level, and Securities Liquidity in the Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis** – BVMT – Finance India, v. XVIII, Special Issue, p. 547-557, abr.-mai., 2004.

MAZUMDAR, S.C.; SENGUPTA, P. Disclosure and the loan spread on private debt. **Financial Analysts Journal**, v. 61, n. 3, 2005.

MENDONÇA, M. M.; COSTA, F. M.; GALDI, F. C.; FUNCHAL, B. O impacto da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 21, n. 52, 2010. Disponível em: <[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1519-70772010000100004&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772010000100004&lng=pt&nrm=iso&tlng=pt)>. Acesso em 08 ago. 2016.

NAKAMURA, W. T.; GOMES, E. A.; ANTUNES, M. T. P.; MARÇAL, É. F. Estudo sobre os níveis de disclosure adotados pelas empresas brasileiras e seu impacto no custo de capital. In: ENANPAD, 30, 2006, Salvador-BA: **Anais...**, 2006.

NETO, O. R. M.; RICCIO, E. L. A qualidade da informação contábil e o risco de liquidez de mercado. **Organizações em Contexto**, São Paulo, v. 4, n. 8, dez. 2008.

ORIJ, R. Corporate social disclosures in the context of national cultures and stakeholder theory. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 23, n. 7, p. 868-889, 2010.

PAULO, E.; MARTINS, E. Análise da qualidade das informações contábeis nas companhias abertas. In: EnANPAD, 31, 2007, São Paulo: **Anais...**, 2007.

PERFECT, S. B.; WILES, K. W. Alternative constructions of Tobin's q: an empirical comparison. **Journal of Empirical Finance**, v.1, n. 3-4, p. 313-341, 1994.

SENGUPTA, P. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. **The Accounting Review**, v. 73, n. 4, p.459-474, 1998.

SHARFMAN, M; FERNANDO, C S. Environmental risk management and the cost of capital. **Strategic Management Journal**, v. 29, p. 569-592, 2008.

VASCONCELOS, F. N. P.; BRESSAN, V. G. F.; PINHEIRO, L. E. T.; MENEZES, M. R. Influência Do Nível De *Disclosure* Sobre O Desempenho: Um Estudo Das Companhias Abertas Da Indústria De Construção Civil. In: Congresso Anpcont, 8, 2004, Rio de Janeiro: **Anais...**, 2014.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 97-180, 2001.

WELKER, M. Disclosure Policy, Information Asymmetry and Liquidity in Equity Markets. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, n. 2, p. 801-827, 1995.