

A Influência do *Disclosure* Voluntário sobre Custo da Dívida de Financiamentos: Um Estudo em Empresas Listadas na BM&FBovespa

CLAUDIO MARCELO EDWARDS BARROS

Universidade Federal do Paraná

SONIA RAIFUR KOS

Universidade Federal do Paraná

SILVIA CONSONI

Universidade Federal do Paraná

ROMUALDO DOUGLAS COLAUTO

Universidade Federal do Paraná

Resumo

Decisões empresariais direcionadas a aumentar o nível de evidenciação voluntária podem exercer influência sobre o custo de capital. Neste sentido, o objetivo desta pesquisa é identificar o efeito do *disclosure* voluntário sobre custo da dívida de financiamentos de curto e longo prazo em empresas listadas na BM&FBovespa. A justificativa para o presente objeto de investigação é proporcionar abordagem metodológica alternativa ao exame do custo de capital de terceiros. Nesta pesquisa, diferente de estudos anteriores, não se utiliza a despesa financeira presente na Demonstração do Resultado do Exercício como *proxy* para o custo da dívida (Ke), mas sim as despesas com juros que compõe a remuneração de capital de terceiros na Demonstração do Valor Adicionado (DVA). A amostra de pesquisa compreende 59 empresas brasileiras. Para alcançar o objetivo proposto, utilizou-se como variável dependente o custo da dívida (Ke) e como variável independente o índice de divulgação voluntária (IDV) proposto por Consoni (2013). Como método estatístico de estimação de parâmetros, utilizou-se regressão linear múltipla em mínimos quadrados ordinários (MQO) combinado ao exame de presença de *outliers* multivariados por meio da distância de Mahalanobis. Os resultados sugerem que, embora as empresas da amostra apresentem diferenças em níveis de evidenciação espontânea e também diferenças de custo de financiamento, não foram identificados indícios de que a divulgação voluntária influencia negativamente o custo da dívida. O estudo é importante porque apresenta como novidade a utilização do custo da dívida obtido a partir da DVA. Estudos anteriores utilizaram como *proxy* para o custo da dívida as despesas financeiras constantes na DRE e esta variável pode conter elementos de remuneração de capital próprio, tais como juros sobre capital próprio, danificando os resultados.

Palavras-chave: Custo de dívida. *Disclosure* Voluntário. Demonstração do Valor adicionado.

1. Introdução

Uma das tendências temáticas em diversas pesquisas em finanças é aquela voltada a descrever os determinantes dos custos das fontes de financiamentos de empresas listadas em bolsas de valores. Mais especificamente, estes trabalhos investigam os determinantes do custo do capital próprio ou o custo de captação de recursos junto a terceiros. Nesta linha, estão os estudos que examinam a influência de mecanismos de Governança Corporativa sobre custo de dívida e custo do capital próprio (BHOJRAJ e SENGUPTA, 2003; BRADLEY e CHEN, 2011; LOPES e MARTINS, 2007; ROGERS, SECURATO E RIBEIRO, 2008; SALMASI E MARTELANC, 2009; CAROPREZO, 2011; BOLFE, 2014) o efeito de indícios de gerenciamento de resultados contábeis (FRANCIS *et al.*, 2005; NARDI, 2008; NARDI, 2009); e pesquisas que avaliam o impacto do nível de *disclosure* voluntário sobre o custo de capital (LANG e LANDHOLM, 1996; BOTOSAN, 1997; SENGUPTA, 1998; ALENCAR 2005; LIMA, 2009; LOPES e ALENCAR, 2010).

Mediante o uso de diferentes *proxies* para o nível de *disclosure* voluntário, pesquisas internacionais e nacionais observaram comportamento de direção inversa entre o custo da dívida e práticas de *disclosure*. No mercado norte-americano, Sengupta (1998) mostrou evidências de que políticas de *disclosure* em níveis qualitativamente mais elevados podem diminuir a taxa de juros de carregamento de financiamentos. Para os anos de 2000 a 2004, Lima (2009) encontrou relação inversa entre o nível de *disclosure* e custo de capital de terceiros no mercado de capitais brasileiro.

Ainda que os instrumentos de pesquisa utilizados por Sengupta (1998) e Lima (2009) para mensurar e comparar empresas em termos de *disclosure* voluntário tenham sido diferentes, ambos utilizaram a mesma *proxy* para o custo da dívida: despesas com juros. Sengupta (1998) utilizou uma *proxy* para custo com juros e Lima (2009) representou o custo da dívida por meio das despesas financeiras presentes na Demonstração do Resultado do Exercício. No entanto, no caso brasileiro, o uso das despesas financeiras para representar o custo de dívida pode apresentar viés de superavaliação já que esta rubrica contábil também é utilizada para computar despesas com remuneração de capital próprio por meio dos juros sobre capital próprio.

De Luca (1992) define remuneração de capital de terceiros como sendo a remuneração dos financiadores e detentores de bens de capital utilizados pela entidade por meio de juros e aluguéis. Iudícibus *et al.* (2010) observam que as variações cambiais passivas relativas a empréstimos também devem ser computadas como despesas financeiras e compõe o conjunto de contas que formam a remuneração de capital de terceiros. Já remunerações de capitais próprios representam remunerações de acionistas sob a forma de dividendos e juros sobre capitais próprios (JCP), além dos lucros retidos. Tendo em vista que os juros sobre capitais próprios representam remuneração de capital próprio e juros de financiamentos representam remuneração de terceiros, as despesas financeiras podem não medir adequadamente o custo de dívida de uma corporação brasileira.

Quando Lima (2009) concluiu haver relação inversa entre custos de dívida e nível de *disclosure*, utilizou as despesas financeiras como *proxy* provavelmente em função de não haver disponível uma rubrica comparável e sistematizada para examinar exclusivamente os reflexos do passivo oneroso, e este aspecto representa uma limitação de sua pesquisa. No entanto, a partir do ano de 2007, a Lei 6.404/76 alterada pela Lei 11.638/2007 obrigou todas as empresas listadas na BM&FBOVESPA a divulgar a Demonstração do Valor Adicionado (DVA). Nesta demonstração contábil foi estabelecida a divisão obrigatória das espécies de remuneração de capitais próprios e de terceiros. Conforme o modelo de demonstrações financeiras padronizadas (DFP), da Comissão de

Valores Mobiliários (CVM), compõe a remuneração de capitais próprios os dividendos, os JCP, lucros retidos e participação de não controladas nos lucros retidos. E no cômputo de remuneração de capitais de terceiros estão, separadamente, juros, variação cambial passiva e alugueis. Diante da estrutura informacional de distribuição de riqueza evidenciada pela DVA, é possível sugerir que os juros presentes no cômputo de remuneração de capitais de terceiros podem ser uma variável que reporte com mais precisão os custos de carregamento de financiamentos ante às despesas financeiras da DRE.

Em investigação realizada por Santos (2007) foi constatado que 42% de uma amostra de empresas listadas e não listadas utilizaram o recurso dos juros sobre capitais próprios no período de 1996 a 2005. Entre 2003 e 2005, mais de 42% das companhias remuneraram capitais próprios utilizando o recurso dos JCP nos valores de R\$ 4,7 bilhões, R\$ 5,9 bilhões e 7,1 bilhões, respectivamente aos anos. Ainda sobre esta temática, Santos e Salotti (2009), examinaram a percepção de 388 dirigentes de empresas brasileiras sobre o instituto dos juros sobre capital próprio para remuneração de proprietários. Uma das conclusões foi que em 95% das empresas pesquisadas houve a compensação de dividendos, referindo-se ao pagamento de JCP. Estes achados realçam que, embora o pagamento de juros sobre capital próprio seja opcional e dependa do lucro gerado pela corporação, foi possível notar elevada frequência de empresas brasileiras que usam o JCP como alternativa ao pagamento de dividendos. Por consequência, em um número elevado de empresas a rubrica de despesas financeiras tem em seu cômputo despesas que não são custos de financiamento externo, corroborando para a possível superavaliação das despesas financeiras como *proxy* para custo de dívida.

Tendo em vista que a composição das despesas financeiras podem conter elementos que, por definição, não podem ser conceituados como itens de remuneração de capitais de terceiros e que a Demonstração do Valor Adicionado separa a remuneração de capitais por origem, a investigação respondeu a seguinte questão de pesquisa: **qual a influência do nível de disclosure voluntário sobre os juros sobre capital de terceiros?** Consequentemente, o objetivo do estudo consiste em examinar o efeito de decisões de evidenciação voluntária sobre os custos decorrentes da aquisição de financiamentos junto a terceiros. Como justificativa socioeconômica, este estudo discute o uso de uma *proxy* para custos de financiamento externos diferente daquelas utilizadas em pesquisas prévias no ambiente regulatório brasileiro. Desse modo, uma de suas contribuições foi sofisticar a investigação de fatores explicativos dos custos de endividamento junto a terceiros.

O estudo encontra-se dividido em 6 seções, incluindo esta introdução que contextualiza a pesquisa e apresenta o objetivo do estudo. A seção 2 apresenta a hipótese teórica da investigação. Em seguida, apresenta-se o trajeto metodológico utilizado no trabalho. Na seção 4 é realizada a apresentação e análise dos resultados. E, finalmente, na seção 5 é apresentada a conclusão do estudo seguida das referências.

2. Hipótese Teórica Da Investigação

Nesta seção é apresentado um conjunto de elementos teóricos constitutivos da Teoria da divulgação visando mostrar os aspectos mais representativos de propagação de políticas de *disclosure* sobre o mercado de capitais. Na sequência, discutem-se evidências nacionais e internacionais para construção da hipótese de investigação.

2.1 Aspectos Gerais do Disclosure e o Mercado de Capitais

Entre as pesquisas que identificaram os fatores explicativos do *disclosure* de empresas americanas, Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990) definiram *disclosure* como o conjunto de políticas de informações contábeis de natureza qualitativa e quantitativa transmitida ao

mercado de capitais por meio de canais formais e informais. Esses canais servem para conduzir as informações sobre o desempenho subjacente das empresas aos diversos usuários das informações contábeis. Yamamoto e Salotti (2006) aduzem que, tendo em vista que a divulgação de informações empresariais representa uma *equação* informacional, é coerente afirmar que o conteúdo levado ao mercado pode exercer influência sobre o comportamento tanto de usuários quanto de divulgadores.

Múrcia (2009) defende que o *disclosure* se fundamenta na lógica de que, caso a informação não fosse divulgada, a decisão do usuário seria diferente. Argumenta que o *disclosure* é capaz de permitir não somente a avaliação da situação patrimonial, mas também auxiliar na realização de inferências sobre desempenho futuro da companhia. A partir deste enfoque e tendo em vista a possibilidade de mudança de postura do usuário frente à informação divulgada, pode-se inferir que políticas de divulgação se propagam sobre a percepção de risco por parte do usuário em relação futuro da empresa. Mediante hipóteses testáveis, o exame da relação entre políticas *disclosure* e seus reflexos sobre a valoração de ativos representa uma das principais inquietações de vários pesquisadores. Tais investigações se fundamentam na Teoria da Divulgação discutida por Verrecchia (1983), Verrecchia (2001) e Dye (2001).

A classificação proposta por Verrecchia (2001) descreve as linhas de pesquisa capazes de realçar a associação entre políticas de divulgação e o mercado de capitais, o que relaciona a problemática da divulgação ao apreçamento de ativos. Essa classificação leva em conta três categorias amplas de pesquisa. Uma dessas categorias abrange as pesquisas que vinculam elementos de divulgação à eficiência. Tais pesquisas examinam o poder explicativo de políticas de *disclosure* sobre variáveis microeconômicas, tais como, custo de capital. As *proxies* utilizadas para mensurar o nível de *disclosure* são consideradas variáveis explicativas (exógenas ou independentes).

No Brasil as pesquisas sobre esta classificação foram desenvolvidas com dois objetivos específicos: i) verificar se decisões empresariais relacionadas a metas corporativas, relações com empregados, projeções e discussões sobre informações financeiras diminuem o custo do capital próprio (ALENCAR, 2007); e ii) examinar a associação entre decisões de evidenciação de informação financeira, governança corporativa e socioambientais sobre a onerosidade de seus passivos (LIMA, 2007). Os indícios de que escolhas feitas pela gestão sobre a evidenciação de informações podem influenciar o custo de fontes de financiamento empresarial representam o quão forte pode ser o poder explicativo do *disclosure* sobre a eficiência. Sob o ponto de vista do custo do capital próprio, a relação negativa sugere que o nível de *disclosure* crescente tende a tornar projetos de investimentos, antes inaceitáveis ou críticos, viáveis por produzirem riqueza em volume financeiro que excede os investimentos iniciais. Em relação aos juros arcados para obtenção de recursos junto a terceiros para financiamentos de projetos de investimento, a adoção de práticas de evidenciação, além da regulação governamental, pode resultar em maior poder de barganha da firma aumentando a possibilidade de aquisições de fontes de financiamento relativamente menos onerosas.

2.2 Disclosure e custo da dívida: evidências internacionais e nacionais

A primeira investigação que abordou diretamente a influência de medidas de *disclosure* sobre o ônus de empréstimos foi desenvolvida por Sengupta (1998). Motivado em investigar a ligação entre as decisões tomadas sobre o que evidenciar e o que não evidenciar ao mercado de capitais, o autor observou regularidades suficientes para afirmar que níveis mais elevados de evidenciação estão relacionados ao acesso a fontes empréstimos menos onerosas. Tais evidências influenciaram uma série de pesquisas de temática semelhante porque mostraram

que credores interpretam políticas de *disclosure* como relevante para a avaliação do risco de crédito. Na mesma direção, Yamamoto e Salotti (2008) ressaltam que fornecedores de recursos tendem a manter confiança em empresas com elevado nível de *disclosure* mesmo em momentos de incerteza.

Considerando as recentes manifestações sobre a condução de políticas de meio ambiente na China, Xuan, Zhang e Song (2014) investigaram os possíveis efeitos de políticas de *disclosure* ambiental sobre custos de aquisição de empréstimos. Em investigação também ancorada na classificação feita por Verrecchia (2001) de que o *disclosure* voluntário representa um recurso de diminuição de assimetria de informação, aqueles autores observaram indícios na mesma linha de evidências do eixo pragmático ligado ao *disclosure* e o custo de captação.

Mazumdar e Sengupta (2005) observaram que empresas que sistematicamente conduzem ao mercado informação tempestiva e detalhada sobre seu desempenho, conseguem reduzir, em termos relativos, os *spreads* de empréstimos adquiridos, reduzindo assim o ônus do financiamento.

No Brasil, a primeira investigação sobre a relação *disclosure* voluntário e custo de dívida foi realizada por Lima (2007). Usando uma amostra de 23 empresas em 5 anos e por meio de diversos métodos aplicados para examinar as variáveis de pesquisa, o autor sugere haver relação inversa entre políticas de evidenciação e custo de endividamento. Ainda segundo o autor, as conclusões sobre essa relação precisam ser enrobustecidas por outros métodos. Além disso, no Brasil ainda são escassas pesquisas da linha temática que busca fazer inferências sobre capacidade de diferenciação de mecanismos de *disclosure* sobre os custos de fontes de financiamentos externas.

Existem evidências internacionais suficientes para defender a ideia de que as investigações sobre a relação entre *disclosure* e custo de dívida já podem ser vistas como parte de um eixo pragmático de pesquisas na área de contabilidade e finanças. O potencial discriminante de práticas de evidenciação voluntária sobre fontes externas de financiamento é patente em mercados amadurecidos, como por exemplo, o norte-americano. Embora a abordagem de Verrecchia (2001) não priorize aspectos empírico-metodológicos, depreende-se que a regularidade dessas evidências é coerente com a taxonomia propugnada pelo autor quando defende o poder explicativo do *disclosure* sobre a eficiência econômica. No entanto, o desempenho de agentes de um mercado complexo, sejam mercados amadurecidos ou não, é propenso a sofrer influências culturais e políticas e, portanto, do ambiente regulatório.

No Brasil, a Lei 9.249/95 instituiu os juros sobre o capital próprio (JCP). Esta figura jurídica criou a possibilidade de empresas brasileiras remunerarem acionistas de forma alternativa ao pagamento de dividendos. Diferente dos dividendos, os JCP são considerados despesas operacionais dedutíveis para fins de apuração de imposto de renda e têm caráter opcional. Segundo a legislação brasileira, os JCP são condicionados a existência de lucro e são contabilizados como despesas financeiras. Pesquisas que avaliam a relação entre *disclosure* e custo de dívida utilizam despesas financeiras como *proxy* para mensurar o ônus de manutenção de fontes de financiamentos externos, o que pode representar um problema já que sua composição abarca componentes de remuneração de capital próprio. Como alternativa ao exame de associação presente nos objetivos deste trabalho, utiliza-se o conceito advindo da Demonstração do Valor Adicionado que torna diretamente observável os juros decorrentes da aquisição de empréstimos por meio de uma das espécies de remuneração de capital de terceiros. Diante dessa discussão, estabelece-se a seguinte hipótese teórica da pesquisa: **níveis elevados de práticas de evidenciação voluntária influenciam a remuneração de capitais de terceiros na forma de juros.**

3. Trajeto Metodológico

Este trabalho busca examinar o efeito de decisões de *disclosure* voluntário sobre os custos decorrentes da aquisição de financiamentos junto a terceiros. Tem como população de pesquisa as empresas brasileiras listadas na BM&BOVESPA. Para definição da amostra foi utilizado o banco de dados econômica. No ano de 2012, este banco de dados possuía o registro de 666 empresas entre canceladas ou com registro ativo. Ao realizar a seleção, exclusivamente para empresas com registro ativo, foi considerado como ponto de partida para a população o número de 208 empresas, pois a amostra desta pesquisa excluiu empresas no setor financeiro, seguros, locação de imóveis, seguindo a abordagem metodológica semelhante a utilizada nas pesquisas anteriores.

Para determinação da amostra inicial de pesquisa foi aplicada a relação matemática que descreve o número de observações amostradas para uma população finita, perfazendo 66 companhias. Em seguida, a coleta de dados contábeis foi iniciada para determinação dos valores assumidos pelas variáveis de pesquisa nos anos de 2010, 2011 e 2012. O banco de dados utilizado para extração das informações contábeis das empresas amostradas foi o *Bloomberg*® que captura informações diretamente do *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Das 66 empresas selecionadas, 7 não apresentaram dados disponíveis para determinação das variáveis de pesquisa. A tabela 1 apresenta as empresas da amostra final do estudo.

Tabela 1: Empresas que compõe a amostra de pesquisa

Aco Altona	Comgas	Guararapes	Natura
AES Tiete	Copasa	Iguacu Café	Net
All Amer Lat	Cosern	Inepar Constr	Conservas Oderich
Alpargatas	Coteminas	Iochp-Maxion	Oi
Ambev	CPFL Piratininga	Josapar	Paranapanema
Ampla Energ	Elektro	Karsten	Pão de Açucar
Bombril	Embratel Part	Klabin S/A	Randon Part
Braskem	Energisa	La Fonte Tel	Renar
BRF Foods	Eternit	Lojas Americ	Sabesp
Cacique	Petropar	Mangels Indl	Sanepar
Casan	Excelsior	Marcopolo	Sid Nacional
Celul Irani	Haga s/a	Melhor SP	Ultrapar
Cedro	Fibria	Met Duque	Usiminas
Coelba	Gerdau Met	Metal Leve	Whirlpool
Coelce	Gol	Nadir Figuei	

As 59 empresas da amostra estão distribuídas em 27 setores econômicos conforme classificação da consultoria Bloomberg®.

3.2 Índice de *Disclosure* voluntário (IDV)

O desenvolvimento da métrica para *disclosure* voluntário utilizado nesta pesquisa apoiou-se no trabalho de Consoni (2013) cuja composição está descrita na tabela 2.

Tabela 2: Detalhamento do índice de *disclosure* voluntário (IDV) das empresas da amostra

Categoria	Referência	Itens
-----------	------------	-------

Contabilidade e Controladoria no Século XXI

Visão de Mercado	Alencar (2007) Múrcia (2009)	1. Análise da concorrência
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	2. Participação de mercado (<i>market share</i>)
	Pesquisador	3. Avaliação das principais tendências econômicas de mercado
	Pesquisador	4. Influência do Estado nas atividades da companhia
Estratégia Corporativa	Alencar (2007) Múrcia (2009)	5. Planos e objetivos corporativos
	Pesquisador	6. Alinhamento das ações da companhia com os objetivos estabelecidos
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	7. Perspectiva de novos investimentos
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	8. Projeções de vendas
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	9. Projeções de lucros
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	10. Projeções de fluxos de caixa
Desempenho econômico Financeiro	Alencar (2007)	11. Variação ocorrida no nível dos estoques de mercadorias para venda, de insumos ou de produtos acabados
	Alencar (2007)	12. Variação ocorrida no nível de recebíveis
	Alencar (2007)	13. Variação ocorrida no volume das vendas
	Alencar (2007)	14. Variação no nível das despesas administrativas e comerciais
	Alencar (2007)	15. Variação ocorrida no resultado operacional
	Alencar (2007) Lima (2007) Múrcia (2009)	16. Custos das mercadorias vendidas, dos produtos fabricados ou serviços prestados
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	17. Efeito financeiro proveniente da captação de recursos de terceiros de curto e longo prazo
	Alencar (2007) Múrcia (2009)	18. Efeito financeiro proveniente da aplicação de recursos próprios
	Múrcia (2009)	19. Comportamento do valor das ações ordinárias e preferenciais
	Alencar (2007) Lima (2007) Múrcia (2009)	20. Indicadores econômicos e financeiros globais (EVA, EBITDA MVA)
	Lima (2007)	21. Custo médio ponderado de capital próprio (WACC)
	Aspectos Operacionais	Múrcia (2009)
Múrcia (2009)		23. Medidas de eficiência operacional
Alencar (2007) Múrcia (2009)		24. Dependência de tecnologia, de fornecedores, de clientes ou de mão de obra
Alencar (2007) Múrcia (2009)		25. Investimentos/desinvestimentos realizados
Alencar (2007) Múrcia (2009)		26. Investimento de recursos em gestão do capital humano
Alencar (2007) Múrcia (2009)		27. Investimento de recursos em projetos de educação, cultura e desenvolvimento social

Nota. Fonte: Consoni (2013)

As informações necessárias para elaboração do nível de *disclosure* voluntário foram extraídas dos Formulários de Referência (FR) presentes no *website* da Comissão de Valores Mobiliários. Os FR de cada empresa foram consultados para cada um dos anos da série de tempo da pesquisa de maneira que cada empresa apresentou um índice de *disclosure* para cada ano de análise.

Para cada um dos 27 itens de que integram as 4 dimensões do instrumento de coleta de informações, utilizou-se um roteiro de análise para examinar a pertinência entre o enunciado do item presente no instrumento de coleta e os fragmentos sobre o tema relacionado presentes no Formulário de Referência da empresa. A partir desse método de codificação foram estabelecidos três critérios possíveis: *Informação ausente*: 0 (zero) ponto quando nenhuma informação é apresentada sobre o item em análise; *Informação declarativa*: 1 (um) ponto

quando somente a informação qualitativa é apresentada e expressa em termos puramente descritivos; *Informação declarativa e quantitativa (monetária e não-monetária)*: 2 (dois) pontos se a informação é apresentada de forma declarativa e expressa em números de natureza financeira e não-financeira.

Assim, caso a empresa apresentasse um item detalhado receberia 1 ponto e caso esse item fosse complementado com dados quantitativos, receberia um ponto adicional. Com este modo de codificação a pontuação máxima da empresa foi 54 pontos para cada empresa. Após a identificação da pontuação obtida por cada empresa, essa métrica foi convertida em uma divisão. Por exemplo, se uma empresa obteve 41 pontos no instrumento de coleta de dados, seu índice de *disclosure* voluntário (IDV) foi de 0,7593. Este seria o exemplo de uma empresa que obteve 75,93% de um máximo de 100% dos 27 itens avaliados.

3.3 Juros de Financiamentos (*Ke*)

Esta variável está presente no constructo intitulado remuneração de capitais de terceiros junto com aluguéis e outras remunerações na DVA. Tendo em vista que os juros presentes na remuneração de capitais de terceiros incluem variações cambiais passivas relativas a empréstimos e financiamentos, a *proxy* utilizada para mensuração do custo da dívida foi obtida por meio da diferença entre o total da remuneração de capital de terceiros e aluguéis.

Como variáveis de controle utilizou-se Tamanho, Alavancagem Financeira e Valor de Mercado. O objetivo da utilização da variável de controle é examinar a direção de regularidade do seu desempenho, em relação ao índice de *disclosure* voluntário, a partir de evidências precedentes. Os sinais esperados para as variáveis e suas definições operacionais estão descritas na Tabela 3.

Tabela 3: Variáveis de controle da pesquisa

Variável	Sigla	Relação esperada	Forma de Cálculo
Tamanho	TAM _{it}	-	Logaritmo natural das Receitas
Alavancagem Financeira	ALAV _{it}	-	Razão do total de dívidas de longo prazo no período t e o ativo total em t-1.
Valor de Mercado da Empresa	MKV _{it}	+	Valor médio das ações e as quantidades. Razão deste valor e ativos totais em t-2

O exame dos dados da presente pesquisa ocorre por meio da análise exploratória de dados e regressão linear múltipla. Embora a análise exploratória de dados não tenha a função de examinar a relação entre as variáveis de pesquisa, auxilia na avaliação dos dados. Levine (2004) observa que métricas como desvio padrão e média, por exemplo, podem apresentar indícios da presença de informações atípicas em determinadas variáveis. Tais informações influentes (ou *outliers*) podem ter efeito suficiente para modificar a interpretação do evento em investigação.

A computação da análise de regressão linear múltipla tem o objetivo de observar a influência do índice de *disclosure* voluntário (IDV) sobre o custo da dívida medido a partir dos juros sobre financiamentos. O método de estimação do coeficiente associado ao IDV será o método de mínimos quadrados ordinários (MQO). Levando em conta a possibilidade de observação de indícios de informações influentes (*outliers*), aplicou-se a análise de distâncias de Mahalanobis. A aplicação deste exame teve o objetivo de verificar se, caso sejam excluídos os casos atípicos, os coeficientes da regressão se manteriam apontando para a mesma direção e com o mesmo nível de significância anterior (FIELDS, 2009). A verificação

das distâncias de Mahalanobis pode ser vista como útil para detecção de *outliers* multivariados (HAIR, 2005).

O modelo econométrico a ser utilizado tem como variável dependente o custo da dívida (K_e) e como independentes o índice de *disclosure* voluntário (IDV), o tamanho da empresa, o nível de avulsagem financeira e o valor de mercado da companhia. Esse modelo é resumido conforme a seguir:

$$K_{sit} = \alpha_1 + \gamma_2 IDV_{2it} + \gamma_3 ALAV_{3it} + \gamma_4 TAM_{4it} + \gamma_5 MKT_{5it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Os parâmetros descritos por gama (γ) são os coeficientes a serem estimados. É a partir dos sinais obtidos e da significância estatística associada às estimações desses parâmetros que a hipótese de influencia do índice de *disclosure* voluntário será examinada. A partir da contextualização do trabalho, evidências precedentes e da fundamentação apresentadas em seções anteriores, espera-se que as práticas de *disclosure* voluntário exerçam efeito negativo e significativo ao nível de 5%. Diante disso, como hipótese de teste, espera-se sinal negativo para o coeficiente γ_2 . As hipóteses nula e alternativa de γ_2 são:

$$H_0: \gamma_2 = 0$$

$$H_1: \gamma_2 \neq 0$$

4. Análise dos Resultados

4.1 Estatística descritiva

Na Tabela 4 apresenta-se a estatística descritiva da base de dados. Além disso, apresenta a frequência de observações abaixo de 3 desvios e acima de 3 desvios padrões, o que sinaliza a presença de observações influentes.

Tabela 4: Estatísticas descritivas das variáveis para a amostra da pesquisa

Descrição	Ke	IDV	ALAV	TAM	MKV
Mínimo	6,984	0,833	1,996	24,71	6,373
Máximo	0,002	0,019	0	17,208	0,047
Média	0,295	0,479	0,348	21,55	0,848
Desvio Padrão	0,699	0,167	0,233	1,715	0,896
Coefficiente de Variação	237,49%	34,94%	66,91%	7,96%	105,59%
Score Z < -3 ou > 3 desv.	3	0	3	0	5

Nota. Ke: custo da dívida; IDV: índice de *disclosure* voluntário; ALAV: Alavancagem financeira; TAM: Tamanho da empresa (logaritmo natural do Ativo); MKV: Valor de mercado da companhia.

Observa-se que a variável de maior dispersão é custo da dívida (Ke) seguida do valor de mercado (MKV) e da alavancagem financeira (ALAV) com 237,49%, 105,49% e 66,91% de coeficiente de variação, respectivamente. Embora a análise descritiva de dados não mostre como se configuram as diferenças entre as variáveis, o índice de *disclosure* voluntário (IDV) apresenta dispersão suficiente para se observar que há diferenças de níveis de *disclosure* entre as empresas da amostra. Portanto, como ponto de partida, tem-se que as empresas diferenciam-se entre si em termos de políticas de evidenciamento voluntária.

Apesar da Tabela 4 não discriminar o nível desta diferença, pode-se observar que há empresas com *scores* de *disclosure* voluntário acima de 80% e também aquelas com ausência

quase total de informações declarativas que permitissem avaliá-las. Dentre as variáveis de pesquisa, o custo da dívida (Ke) apresenta grande dispersão tendo em vista que, em relação à média, o desvio padrão dessa variável é o maior se comparado às demais, indicando que as diferenças entre taxas de juros de financiamento das empresas é a variável de maior dispersão relativa.

Na linha $Score Z < -3$ ou > 3 da Tabela 2, há 11 observações extraordinárias, sendo 3 na variável custo da dívida (Ke), 3 na alavancagem ($Alav$) e 5 no valor de mercado (MKV). Essa frequência de observações atípicas não se concentram nas mesmas empresas ao longo da amostra. Para a variável Ke , as três observações descritas se referem à empresa Whirlpool S/A do segmento de móveis para residência. Para a variável alavancagem, as três observações se concentram na companhia Haga S/A do ramo de materiais para construção. Também fora do intervalo de 3 desvios-padrões, são observados dois casos para a empresa Ambev (anos de 2011 e 2012) e três casos para a empresa Natura.

As 11 observações atípicas da amostra podem influenciar o desempenho das estimações dos parâmetros das variáveis independentes tendo em vista que podem alavancar a determinação dos estimadores. O possível efeito da presença de alavancagem sobre as variáveis de pesquisa é a condução à conclusões desarmônicas sobre a associação entre as variáveis pesquisadas e por esse motivo os exames e interpretações seguintes consideraram a presença e a ausência de informações atípicas sobre os resultados analisados.

4.2 Análise de associação das variáveis

Na Tabela 5 são apresentadas as relações entre as variáveis por meio do coeficiente de correlação de Pearson. Essa Tabela já pode indicar, preliminarmente, a direção de associação entre as variáveis de pesquisa associado a níveis de significância de 1%, 5% ou 10%.

Tabela 5: Associação entre as variáveis de pesquisa

		Ke	IDV	ALAV	TAM	MKV
Ke	Coef.	1				
	Sig	-				
IDV	Coef.	-,254***	1			
	Sig	0,001	-			
ALAV	Coef.	-,260***	-0,056	1		
	Sig	0,000	0,456	-		
TAM	Coef.	0,067	,525***	-,219***	1	
	Sig	0,379	0,000	0,003	-	
MKV	Coef.	0,009	,289***	-,152**	,231***	1
	Sig	0,901	0,000	0,043	0,002	-

Nota. Ke: custo da dívida; IDV: índice de *disclosure* voluntário; ALAV: Alavancagem financeira; TAM: Tamanho da empresa (logaritmo natural do Ativo); MKV: Valor de mercado da companhia. *, ** e *** significativos em 10%, 5% e 1%.

Observa-se que a variável custo de dívida (Ke) se relaciona em direção oposta, conforme o previsto, com o índice de *disclosure* voluntário (IDV). Ao nível de significância de 1%, tem-se que níveis mais elevados de *disclosure* voluntário estão associados a percentuais mais baixos de custos de financiamentos. Embora essa relação empírica apresente indícios favoráveis à hipótese teórica e a hipótese de teste da pesquisa, deve-se ater ao fato de que a amostra apresenta observações atípicas, as quais não só podem influenciar o resultado como também modificar a direção de associação entre as variáveis.

4.3 – Análise Multivariada

A análise multivariada foi realizada a partir da equação 1. Nessa etapa apresenta-se a estimação dos coeficientes da regressão linear múltipla considerando-se três modelos.

No modelo 1, a regressão linear múltipla é computada considerando a totalidade dos dados das 59 empresas da amostra nos anos de 2010, 2011 e 2012. Tendo em vista que a distância de Mahalanobis para k variáveis independentes segue uma distribuição qui-quadrada com $k-1$ graus de liberdade, no Modelo 2 foram consideradas atípicas aquelas observações que apresentaram qui-quadrado acima do valor crítico de 11,34. Para o modelo 2 foram considerados 3 graus de liberdade para significância estatística de 1%. As observações que ultrapassaram o valor crítico foram retiradas e então novamente os regressores foram estimados. E, finalmente, no modelo 3 a estimação dos coeficientes é examinada por meio da exclusão das observações atípicas com significância de 5%, 3 graus de liberdade e com o valor crítico do qui-quadrado 7,81. Estes valores críticos exercem a função de valor de corte para análise de presença de valores atípicos. O modelo 3 se mostra como o mais rigoroso para examinar da influência de casos atípicos sobre a relação entre custo da dívida e *disclosure* voluntário. A **Tabela 6** apresenta as estimações dos três modelos.

Tabela 6: coeficientes estimados para a equação 1

Variáveis Independentes	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3
IDV	-1,627*** (0,349)	-1,389*** (0,367)	0,054 (0,114)
ALAV	-0,690*** (0,216)	-1,386*** (0,361)	-0,479*** (0,103)
TAM	0,086** (0,034)	0,100*** (0,035)	-0,016 (0,010)
MKV	0,030 (0,057)	-0,008 (0,098)	-0,025 (0,031)
Constante	-0,571 (0,686)	-0,728 (0,699)	0,705*** (0,205)
Teste F	9,020***	10,318***	6,604***
R ² ajustado	15,42%	18,25%	12,40%
Observações	177	169	159

Nota. Ke: custo da dívida; IDV: índice de *disclosure* voluntário; ALAV: Alavancagem financeira; TAM: Tamanho da empresa (logarítmo natural do Ativo); MKV: Valor de mercado da companhia. *, ** e *** significativos em 10%, 5% e 1%. Valores em parêntesis representam o erro padrão da estimação.

A partir dos coeficientes estimados para as variáveis independentes do modelo 1, observa-se influência negativa do índice de *disclosure* voluntário (IDV) sobre o custo da dívida. Estes resultados são semelhantes àqueles encontrados por Lima (2009), embora a *proxy* de custo de financiamento de terceiros seja diferente daquela utilizada na presente pesquisa. Tanto para a alavancagem (ALAV) quando para a *proxy* de tamanho da empresa (TAM), os coeficientes da regressão mostraram-se significativos e apontando para a mesma direção do trabalho realizado por Lima (2009). A exceção ficou para a variável valor de mercado (MKV) que mostrou sinal positivo e não significativo. As estimações obtidas a partir do modelo 1 sugerem que praticas de evidenciação voluntária relativas à decisões empresa sobre a dinâmica do ambiente econômico, sua atuação e o desempenho obtido, propagam-se sobre o mercado de capitais e se traduzem em taxas menores de financiamentos de curto e longo prazos.

Embora inicialmente esses resultados coadunem à hipótese teórica da pesquisa, deve-se ressaltar que dentre as 177 observações que compõe o modelo 1 foram detectadas 8 observações atípicas. Essas observações são apresentadas na Tabela 7 na coluna “MAH”.

Tabela 7: Descrição da distância de Mahalanobis para exame de *outliers* multivariados (valor crítico para o qui-quadrado: 11,34)

Empresas	Setor Econômico	Ano	Ke	IDV	ALAV	TAM	MKV	MAH
Ambev	Bebidas	2010	0,1559	0,6482	0,1587	23,951	3,384	8,691
Ambev	Bebidas	2011	0,2954	0,6667	0,0892	24,024	4,066	13,551
Ambev	Bebidas	2012	0,4633	0,7222	0,0508	24,196	4,275	15,439
Haga s/a	Materiais para construção	2010	0,0092	0,1852	1,9960	17,336	1,044	55,179
Haga s/a	Materiais para construção	2011	0,0099	0,1852	1,7023	17,375	1,391	40,270
Haga s/a	Materiais para construção	2012	0,0026	0,1852	1,2780	17,208	0,533	20,025
Natura	Cosméticos	2010	0,1704	0,6482	0,2147	22,360	6,373	39,177
Natura	Cosméticos	2011	0,1782	0,6482	0,3129	22,444	4,123	13,599
Natura	Cosméticos	2012	0,1255	0,6482	0,4339	22,571	4,721	19,832

O número de observações atípicas, tendo em vista o valor de corte para o qui-quadrado de 11,34, é de 8 observações. A Tabela 7 descreve 9 observações atípicas porque em uma das empresas, duas das três observações anuais, mostraram-se como tal (anos de 2011 e 2012). Esse procedimento foi adotado porque caso fossem excluídas somente as observações influentes, a base de dados ficaria desbalanceada e apenas com uma informação da companhia Ambev. Tendo como base a descrição de dados apresentada na seção 4.1 e comparando-a a Tabela 5, vê-se que 3 das 4 empresas que apresentam *score Z* abaixo de -3 e acima de 3 desvios padrões, também apresentam a distância de Mahalanobis acima do valor crítico de 11,34.

No modelo 2, descrito na Tabela 6, a regressão múltipla foi computada excluindo-se as 9 (nove) observações indicadas na Tabela 7, as quais apresentaram o valor calculado da distância de Mahalanobis acima do valor de corte da estatística qui-quadrado. Semelhante ao modelo 1, os resultados do modelo 2 preservam a influência negativa do *disclosure* voluntário (IDV) sobre o custo da dívida ao nível de 1%. Sobre as demais variáveis não se observam modificações em relação ao modelo 1.

Ainda na Tabela 6, o modelo 3 foi apresentado considerando 3 graus de liberdade e 5% de significância estatística como valor crítico para a distância de Mahalanobis. Este valor crítico é 7,81. Na Tabela 6 são mostradas as empresas cuja distância de Mahalanobis se apresentou acima desse valor crítico. Observou-se que as 4 empresas com *score Z* abaixo de -3 e acima de 3 desvios padrões presentes na seção 4.1 estão também presentes na Tabela 8, além de outras 2 companhias totalizando 18 observações influentes.

Tabela 8: Descrição da distância de Mahalanobis para exame de *outliers* multivariados (valor crítico para o qui-quadrado: 7,81)

Nome	Setor	Ano	Ke	IDV	ALAV	TAM	VKM	MAH
Ambev	Bebidas	2010	0,156	0,648	0,159	23,951	3,384	8,691
Ambev	Bebidas	2011	0,295	0,667	0,089	24,024	4,066	13,551
Ambev	Bebidas	2012	0,463	0,722	0,051	24,196	4,275	15,439
Casan	Saneamento	2010	0,151	0,556	0,121	20,008	2,538	6,970
Casan	Saneamento	2011	0,213	0,593	0,113	20,106	3,125	10,197
Casan	Saneamento	2012	0,195	0,611	0,106	20,230	2,390	6,745
Haga s/a	Materiais para construção	2010	0,009	0,185	1,996	17,336	1,044	55,179
Haga s/a	Materiais para construção	2011	0,010	0,185	1,702	17,375	1,391	40,270

Haga s/a	Materiais para construção	2012	0,003	0,185	1,278	17,208	0,533	20,025
Met Duque	Metalurgia	2010	0,181	0,019	0,248	18,372	0,494	8,449
Met Duque	Metalurgia	2011	0,205	0,019	0,273	18,435	0,318	8,142
Met Duque	Metalurgia	2012	0,320	0,019	0,260	18,544	0,181	8,098
Natura	Cosméticos	2010	0,170	0,648	0,215	22,360	6,373	39,177
Natura	Cosméticos	2011	0,178	0,648	0,313	22,444	4,123	13,599
Natura	Cosméticos	2012	0,125	0,648	0,434	22,571	4,721	19,832
Whirlpool	Utensílios domésticos	2010	4,602	0,204	0,021	22,723	1,105	7,502
Whirlpool	Utensílios domésticos	2011	6,984	0,130	0,016	22,734	0,881	10,088
Whirlpool	Utensílios domésticos	2012	4,225	0,130	0,019	22,858	0,809	10,335

A partir dos dados da Tabela 8 e com base no modelo 3, observou-se a não significância dos coeficientes das variáveis predictoras índice de *disclosure* voluntário (IDV), tamanho da empresa (TAM) e valor de mercado (MKV). A exceção ficou para a variável Alavancagem financeira (ALAV) que manteve sinal negativo e estatisticamente significativo ao nível de 1% nos modelos 1, 2 e 3. Estes resultados sugerem duas interpretações. A primeira é de que o custo da dívida, medido por meio dos gastos com financiamentos, não se apresenta monotonicamente distribuído ao longo da amostra. A distribuição dos dados indica, para a presente amostra, não ser possível afirmar que níveis mais elevados de *disclosure* voluntário estejam ligados à capacidade da empresa em obter empréstimos a custos mais baixos se comparadas à empresas com *disclosure* mais limitado. A segunda conclusão deriva da primeira, pois mostra a forte influência de 8 empresas sobre a média de comportamento de toda a amostra. A considerar a amostra de 59 empresas, tem-se resultado diametralmente oposto daquele obtido após a exclusão das 8 empresas que apresentam observações influentes.

Portanto, diante da não significância obtida para o coeficiente da regressão múltipla para a variável índice de *disclosure* voluntário (IDV), aceita-se a hipótese nula de que o coeficiente não difere significativamente de zero. Conseqüentemente, a hipótese teórica de que níveis mais elevados de *disclosure* estão associados a níveis mais baixos de custo de carregamento de financiamentos não pôde ser empiricamente constatada.

5. Conclusões

Tendo em vista a variedade de determinantes para custo de aquisição de financiamentos, uma das preocupações que tem estimulado pesquisas é a capacidade da evidência espontânea de informações empresariais influenciarem as taxas de juros desses financiamentos. No Brasil, e em outros mercados, essa associação já foi investigada a partir de diferentes variáveis utilizadas para representar o *disclosure* voluntário e o custo da dívida (SENGUPTA, 1998; LIMA, 2009). A principal motivação para revisitar esse tema é que a variável contábil despesas financeiras, comumente utilizada como *proxy* para endividamento junto a terceiros, pode conter viés de superavaliação. Esse viés se justifica pelo fato de que no Brasil as despesas com juros sobre capital próprio compõem as despesas financeiras e, portanto estas podem não representar adequadamente o custo com juros. Como alternativa a essa limitação, utilizou-se a remuneração de capital de terceiros presentes na Demonstração do Valor Adicionado cuja elaboração é obrigatória para empresas listadas desde o ano de 2008.

Dentro deste contexto, este trabalho examinou, em uma amostra de empresas brasileiras listadas na BM&BOVESPA, o efeito da divulgação voluntária sobre o custo de financiamentos. A ideia que sustenta a relação entre *disclosure* voluntário e custo da dívida é que aspectos qualitativos e quantitativos associados à seleção de políticas de divulgação de informações, por meio de canais formais, podem influenciar o *spread* de financiamentos junto ao mercado de capitais. Desse modo, empresas com nível mais elevado de evidência

espontânea relacionada à percepção da administração sobre a dinâmica do ambiente econômico, riscos do negócio e desempenho operacional, poderiam influenciar o comportamento de fornecedores de recursos por meio da obtenção de taxas de juros de financiamento proporcionalmente menores. Diante disso, e na mesma direção de pesquisas prévias, foi formulada hipótese de relação negativa entre essas variáveis.

Em princípio, esperava-se que a condução espontânea de evidenciação sobre políticas empresariais fosse capaz de prover conteúdo suficiente para possibilitar a diminuição do ônus na aquisição de financiamentos. No entanto, para os dados disponíveis das empresas amostradas e partir do tratamento estatístico utilizado nesta pesquisa, constatou-se que o nível de *disclosure* voluntário não influencia negativamente a magnitude da taxa de juros de financiamentos. Sob o ponto de vista da descrição dos dados, as empresas que compõe a amostra são diferentes em seus níveis de evidenciação voluntária e também diferentes em termos de *spreads* de financiamentos adquiridos. No entanto, a análise de inferência utilizada não revelou associação entre estes níveis. O exame dos dados sugere que modificações realizadas em práticas de evidenciação voluntária não transmitem informação ao mercado de capitais em magnitude suficiente para alterar o comportamento de agentes econômicos fornecedores de recursos.

Os indícios de que o índice de *disclosure* voluntário (IDV) não é capaz de diferenciar as empresas em termos de custos de financiamentos contraria a hipótese teórica estabelecida e as evidências dos achados de Lima (2009). Há pelo menos duas explicações possíveis para isso, as quais sugerem cautela ao analisar os resultados deste trabalho. A primeira está ligada a *proxy* usada para o custo da dívida. O interregno de tempo utilizado nos estudos de Lima (2009) foram os anos 2000 a 2004. Nesse período a Demonstração do Valor Adicionado não era de divulgação obrigatória e, portanto havia limitações para a identificação de uma variável mais precisa que as despesas financeiras para mensurar o custo da dívida. A outra explicação é que, embora parte do instrumento de pesquisa desenvolvido por Consoni (2013) se baseie no índice desenvolvido por Lima (2009), Alencar (2009) e Múrcia (2009), trata-se de um instrumento construído a partir de um conjunto de escolhas realizadas pelo pesquisador. E, portanto, o conjunto de itens selecionados para compor o IDV pode não descrever adequadamente os elementos de evidenciação voluntária capazes de traduzir a influencia da empresa sobre o ônus de fontes de financiamento.

Diante dos resultados desta pesquisa e tendo em vista a elevada frequência de empresas que utilizam o juro sobre capital próprio como alternativa aos dividendos, tem-se que a utilização das despesas com juros presentes na Demonstração do Valor Adicionado pode ser utilizada para realização de futuras investigações. Essas investigações podem relacionar o custo da dívida à diversificação de fontes de financiamento, estrutura de governança corporativa e qualidade da informação contábil. Estudos posteriores podem ainda buscar identificar elementos de evidenciação voluntária que, sob a ótica de instituições credoras, são interpretados como sinalização de práticas que podem induzir a diminuição do ônus de fontes de financiamentos.

Referências

- Alencar, R. C. (2007). *Nível de Disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro* (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Alencar, R. C. (2005). Custo do capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. *BBR-Brazilian Business Review*, 2(1), 1-12.

- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *The Journal of Business*, 76(3), 455-475.
- Bolfe, C. (2014). *Governança Corporativa brasileira e suas implicações no interesse de investidores, na valorização das companhias e no custo de captação de recursos* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *Accounting review*, 323-349.
- Bradley, M., & Chen, D. (2011). Corporate governance and the cost of debt: Evidence from director limited liability and indemnification provisions. *Journal of Corporate Finance*, 17(1), 83-107.
- Consoni, S. (2013). *Divulgação Voluntária e sua Relação com Gerenciamento de Resultados Contábeis: Evidências no Contexto da Convergência Às Normas Internacionais de Contabilidade no Brasil* (Dissertação de mestrado). Universidade Federal do Paraná, Curitiba, PR, Brasil.
- Caroprezo, B. (2011). *O Impacto das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Custo da Dívida das Empresas Brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Fundação Getulio Vargas do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1), 181-235.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of accounting and economics*, 39(2), 295-327.
- Gibbins, M., Richardson, A., & Waterhouse, J. (1990). The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies, and processes. *Journal of accounting research*, 121-143.
- Hair, J. F., Jr., Anderson, R. E., Tatham, R. L., & Black, W. C. (2005). *Análise multivariada de dados* (5a ed.). Porto Alegre: Bookman.
- Iudícibus, S. D., Martins, E., Gelbcke, E. R., & Santos, A. D. (2010). Manual de contabilidade societária. São Paulo: Atlas, 792, 3.
- Lima, G. A. S. F. (2009). Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(49), 95-108.
- Lang, M. H., & Lundholm, R. J. (1996). Corporate disclosure policy and analyst behavior. *Accounting review*, 467-492.
- Lopes, J. D. A., & Martins, H. (2007). Adesão às práticas de governança corporativa e as alterações no custo de capital de terceiros: um estudo das empresas listadas no “novo mercado” e “níveis diferenciados” da Bovespa. *Revista de Administração FEAD*, 4, 53-74.
- Lopes, A. B., & de Alencar, R. C. (2010). Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. *The International Journal of Accounting*, 45(4), 443-464.
- Luca, M. M. M. (1998). *Demonstração do valor adicionado: do cálculo da riqueza criada pela empresa ao valor do PIB* (1a ed.). São Paulo: Atlas.
- Múrcia, F. D. (2009). *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhia abertas no Brasil* (Tese de Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Nardi, P. C. C., & Nakao, S. H. (2009). Gerenciamento de resultados e a relação com o custo da dívida das empresas brasileiras abertas. *Revista Contabilidade & Finanças*, 20(51), 77-100.

- Nardi, P. C. C., da Silva, R. L. M., Nakao, S. H., & do Valle, M. R. (2009). A relação entre gerenciamento de resultados contábeis e o custo de capital das companhias abertas brasileiras. *Revista Universo Contábil*, 5(4), 06-26.
- Mazumdar, S. C., & Sengupta, P. (2005). Disclosure and the loan spread on private debt. *Financial analysts journal*, 61(3), 83-95.
- Rogers, P., Securato, J. R., & de Sousa Ribeiro, K. C. (2008). Governança corporativa, custo de capital e retorno do investimento no Brasil. *REGE Revista de Gestão*, 15(1), 61-77.
- Salmasi, S. V., & Martelanc, R. (2009). Governança corporativa e custo de capital próprio no Brasil. *Revista de Contabilidade da UFBA*, 3(1), 101-117.
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(48), 37-49.
- Santos, A. (2007). Quem está pagando juros sobre capital próprio no Brasil? *Revista Contabilidade & Finanças*, 1(18), 33-44.
- Santos, A. D., & Salotti, B. M. (2009). Juros sobre o capital Próprio—Pesquisa Empírica Para Avaliação do nível de conhecimento das Empresas sobre sua utilização. *Contabilidade, Gestão e Governança*, 10(2).
- Sengupta, P. (1998). Corporate disclosure quality and the cost of debt. *Accounting review*, 459-474.
- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1), 97-180.
- Yamamoto, M. M., & Salotti, B. M. (2006). *Informação contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais*. Atlas.
- Zhao x., Zhang, l. & Song, y. (2014). Environmental Information Disclosure of Listed Company Study on the Cost of Debt Capital Empirical Data: Based on Thermal Power Industry. *Canadian Social Science* 6(10), 2014, 88-94.