

DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DA DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA E O DESEMPENHO DAS EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NO BRASIL

Autores:

BRUNO MEIRELLES SALOTTI

(UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

MARINA MITIYO YAMAMOTO

(UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

RENÊ COPPE PIMENTEL

(UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

Resumo

Este estudo tem como objetivo analisar os motivos da divulgação voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) no mercado de capitais brasileiro a partir do desempenho econômico-financeiro das empresas. Dessa forma, buscou-se testar a hipótese, desenvolvida a partir das Teorias de Divulgação, em especial ao trabalho de Verrecchia (2001), de que empresas com melhor desempenho econômico-financeiro tendem a divulgar voluntariamente. A avaliação empírica dessa hipótese foi realizada com dados das companhias abertas, com ações listadas na BOVESPA, as quais divulgaram voluntariamente a DFC no período de 2000 a 2004, comparativamente com aquelas que não divulgaram a DFC. A comparação foi desenvolvida com aplicação de testes estatísticos de diferenças entre médias de 2 grupos independentes (empresas que não divulgam a DFC e que a divulgam). Os resultados obtidos, a partir da amostra, metodologia e do período analisado, sugerem a confirmação da hipótese de que as companhias abertas, com ações listadas na BOVESPA, que divulgam a DFC têm melhor desempenho econômico-financeiro. Essa conclusão também mostrou-se válida excluindo as empresas que fazem parte de programas de ADRs e que, por consequência são obrigadas a divulgar a DFC no mercado norte-americano.

1 INTRODUÇÃO

A Teoria da Divulgação é um assunto que vem sendo abordado pela pesquisa positiva internacional em Contabilidade desde a década de 80 e têm como principal objetivo explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras a partir de diversas perspectivas, como, por exemplo, determinar qual é o efeito da divulgação de demonstrações contábeis no preço das ações e explicar quais as razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente.

O presente estudo busca verificar os motivos pelo quais as empresas brasileiras divulgam voluntariamente a Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC). A DFC é uma Demonstração Contábil que evidencia os fluxos de recursos financeiros a partir das atividades operacionais, de investimento e de financiamento. Trata-se de uma demonstração cuja divulgação não é obrigatória para as empresas brasileiras, no entanto, vem sendo alvo de discussões acerca de sua inclusão como uma demonstração de divulgação obrigatória.

Segundo as principais Teorias da Divulgação, as empresas (e seus gestores) teriam como incentivo a divulgação de informações voluntárias quando as perspectivas dos negócios são favoráveis (desempenho econômico-financeiro) pois segundo o **conceito da seleção**

adversa: se o desempenho da empresa é muito bom, então é natural que a divulgação seja incentivada (pois, na ausência de divulgação, o mercado interpretaria racionalmente que a empresa tem um desempenho ruim). Por outro lado, se o desempenho é ruim, não há a necessidade de a empresa incorrer em custos de divulgação pois, divulgando ou não, o efeito para o mercado é o mesmo.

Para verificar o enquadramento da teoria aos moldes brasileiros são utilizadas análises estatísticas a partir de dados extraídos de base de dados nacional a fim de identificar a existência de relação entre o desempenho econômico-financeiro da empresa e a divulgação voluntária da DFC.

Desse modo, o objetivo desse trabalho é explicar os motivos da divulgação voluntária da DFC no mercado de capitais brasileiro a partir do desempenho econômico-financeiro das empresas. Assim, busca-se testar a hipótese, desenvolvida a partir das Teorias de Divulgação, de que **“empresas com melhor desempenho tendem a divulgar voluntariamente a DFC”**.

2 REVISÃO TEÓRICA

2.1 Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC)

A Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) é uma demonstração contábil de natureza financeira relativamente nova: suas primeiras aparições datam da década de 80 em substituição à Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos (DOAR) (SALOTTI, 2003). Segundo Martins (1988), as principais justificativas para a referida substituição são de que a DFC parece ser mais facilmente entendida pelos usuários e conseqüentemente parece ter maior utilidade. Conforme Salotti (2003, p.13):

No Brasil, essa tendência de substituição também existe, porém a divulgação da DFC não é obrigatória, mas apenas incentivada. Esse processo de estimulação foi iniciado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em seu parecer de orientação nº 24, de 15 de janeiro de 1992, o qual já fazia menção à publicação da DFC como uma demonstração complementar.

Para que a divulgação da DFC se torne obrigatória, é necessário que haja uma alteração da Lei das S.A.s (lei 6.404), em vigor desde 1976.

Não existe uma forma única da DFC aceita internacionalmente. O pronunciamento do FASB nº 95, intitulado *“Statement of Cash Flows”*, por exemplo, determinou os procedimentos gerais da divulgação da DFC nos Estados Unidos a partir de 88 e para que a Demonstração atinja seus objetivos de informação, sua apresentação foi dividida por tipos de atividades, a saber, Atividades Operacionais, Atividades de Investimento e Atividade de Financiamento. Segundo o pronunciamento do FASB, além dos recursos que são dinheiro efetivamente, a DFC deve englobar também alguns tipos de aplicações de altíssima liquidez denominados de equivalente de caixa.

Segundo o pronunciamento do FASB, no Fluxo de Caixa das Atividades Operacionais devem ser incluídas aquelas operações que não fazem parte das Atividades de Investimentos nem de Financiamento, e englobam, em geral, operações relacionadas com a produção e venda de produtos e prestação de serviços, que em geral são incluídas na apuração do resultado do exercício.

As Atividades de Investimento incluem a aquisição e alienação de ativos em participações societárias e em ativos ligados à produção e operação da empresa. Já as Atividades de Financiamento incluem a captação de recursos seja por meio da emissão de ações (capital/recursos próprio) ou de títulos de dívida (capital/recursos de terceiros) para o financiamento das atividades da empresa.

2.2 Teoria da Divulgação Voluntária

O principal objetivo da linha de pesquisa ligada à divulgação voluntária é explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras a partir de diversas perspectivas, como, por exemplo, determinar qual é o efeito da divulgação de demonstrações contábeis no preço das ações e explicar quais as razões econômicas para que determinada informação seja divulgada voluntariamente.

A respeito desta Teoria, destaca-se o trabalho de Verrecchia (2001), apresentado de acordo com uma abordagem analítica descrevendo os modelos matemáticos desenvolvidos pela teoria para explicar e prever fenômenos relacionados ao *disclosure*.

Verrecchia (2001, p. 99) destaca como propósito de seu trabalho a categorização dos vários modelos que tratam do assunto, propondo uma taxonomia a qual engloba três categorias amplas de pesquisa sobre divulgação em Contabilidade:

- Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação (*association-based disclosure*);
- Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary-based disclosure*);
- Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based disclosure*).

Yamamoto e Salotti (2006, p.19) explicam que, na segunda categoria, os motivos da empresa sobre a divulgação de informações contábeis passam a ser considerados. Em função disso, questiona-se por que a firma divulgaria ou não determinadas informações. Diante disso, o problema de pesquisa relacionado a esse artigo enquadra-se na segunda categoria proposta por Verrecchia (2001). Procura-se investigar os motivos da divulgação da DFC pelas empresas e/ou os gestores. Assim, a divulgação da DFC é tida como um processo endógeno e os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar tal informação passam a ser considerados.

De acordo com Verrecchia (2001), a pesquisa sobre divulgação baseada em julgamento é focada no conceito da *seleção adversa*. A lógica desse conceito pode ser percebida quando um comprador racional interpreta informação não divulgada como uma informação não favorável sobre o valor ou qualidade do ativo. Desse modo, a estimativa do valor do ativo passa a ser adversa, ou seja, na falta de informação, os investidores descontam o valor dos seus ativos até o momento em que se torna interessante para a firma revelar a informação, mesmo desfavorável. A noção de que determinada informação não divulgada pode ser revelada em função do comportamento dos investidores é um resultado seminal que fornece base a quase todas as pesquisas sobre esse tópico.

Estendendo essa idéia para o ambiente da divulgação financeira, uma empresa com ótimas perspectivas financeiras para os próximos três anos tem um incentivo maior a divulgar em detalhes essas perspectivas pois acredita que os custos relacionados a essa divulgação compensam os benefícios. A não divulgação dessa informação levaria o mercado a interpretar que as perspectivas financeiras dos próximos anos são ruins.

Por outro lado, se as perspectivas financeiras da empresa são ruins, então não adianta incorrer em custos de divulgação dessa informação, pois, na ausência da divulgação, o mercado já tem essa interpretação de dificuldade futura da empresa.

Percebe-se que, enquanto uma quantidade considerável de divulgação financeira é obrigatória (por exemplo, informações trimestrais, relatórios anuais, balanços, demonstração de resultados etc), os gerentes podem ter informações adicionais cuja divulgação não é obrigatória, porém, é útil para avaliar a perspectiva futura da empresa.

Ainda sobre o problema da seleção adversa, de acordo com Dye (1985, p. 124), os investidores atuais (que maximizam a sua riqueza) preferem gerentes que adotam políticas desenhadas para aumentar o valor de mercado de suas ações. Uma vez que o valor de mercado da firma antes e depois de cada divulgação da gerência é publicamente observado, em princípio, os investidores poderiam elaborar contratos de incentivo que encorajam os gerentes a suprimir informação desfavorável ao valor da firma e a divulgar informação que aumenta o preço da firma.

Conseqüentemente, surge a questão sobre em quais circunstâncias um gerente divulga ou não determinada informação.

Na literatura contábil, trabalhos sobre esse assunto¹ sugerem que, se o objetivo de um gerente é maximizar a capitalização corrente de mercado da firma e existem custos associados com a divulgação da informação, há um equilíbrio: a informação que realça favoravelmente a capitalização corrente de mercado da firma é divulgada e a informação que realça desfavoravelmente é mantida, ou seja, não divulgada. Neste caso, os agentes de mercado (em geral, investidores) têm expectativas racionais sobre o conteúdo da informação não divulgada, ou seja, eles presumem a informação não divulgada como uma informação desfavorável.

Segundo Dantas *et al* (2004, p.3), o equilíbrio entre o custo e o benefício da divulgação define o quanto evidenciar: “por este critério, os benefícios decorrentes da informação devem exceder o custo de produzi-la”. De acordo com os autores (2004, p.10),

Se há evidências dos benefícios que um maior nível de evidenciação traz para a empresa e para o mercado, também é evidente que há um custo associado à produção e divulgação da informação. O que se discute é a relação custo *versus* benefício do *disclosure*, o que não se traduz em uma questão objetiva.

Teoricamente, a ausência de custos de divulgação pressupõe *full disclosure* (VERRECCHIA, 2001, p. 150), isto é, se não há custos de divulgação de determinadas informações, a empresa é incentivada a divulgar todas essas informações, pois o mercado interpreta a não divulgação de maneira racional como uma informação desfavorável. À medida que os custos aumentam, o nível de divulgação tende a diminuir, pois a divulgação passa a não compensar mais. Ressalta-se que a ausência total de custos de divulgação é assumida no plano teórico para evidenciar a relação entre esses custos e o nível de divulgação.

De acordo com Richardson (2001, p. 234), os custos de divulgação podem ser divididos em dois tipos: custos proprietários e custos de litígios. Os custos proprietários relacionam-se à perda de vantagem competitiva decorrente da divulgação de mais informação aos concorrentes. Os custos de litígios referem-se a potenciais questões judiciais decorrentes de informação divulgada de maneira imprecisa.²

2.2.1 Estudos Empíricos utilizando a Teoria da Divulgação Voluntária

Estudos têm utilizado a Teoria da Divulgação Voluntária para explicar fenômenos de divulgação. Dentre esses estudos, destacam-se os trabalhos de Leuz (2000), Lang e Lundholm (1992) e Labelle (2002). A seguir, os trabalhos de Leuz (2000) e Lang e Lundholm (1992) são resumidamente descritos.

Leuz (2000) analisa os incentivos das empresas alemãs para divulgar voluntariamente a DFC, considerando que, até 1998, a divulgação dessa demonstração não era obrigatória na Alemanha. As demonstrações de fluxo de caixa são consideradas um importante elemento do

¹ Ver, por exemplo, Verrecchia (1983).

² Na modelagem proposta por Verrecchia (2001), os custos de litígios não são considerados, pois é adotada a premissa da confiabilidade da informação divulgada.

relatório anual e são obrigatórias de acordo com muitos regimes de princípios contábeis geralmente aceitos, entretanto, até 1998, a divulgação não era obrigatória na Alemanha. Todavia, um número cada vez maior de empresas alemãs forneceu voluntariamente as demonstrações de fluxo de caixa.

O autor analisa os determinantes da divulgação voluntária da DFC por grandes firmas alemãs durante um período de mudanças significativas nas práticas de divulgação desta demonstração. A hipótese principal do trabalho é a de que as forças do mercado de capitais induzem as empresas a divulgar a DFC, e os padrões internacionais de divulgação e as recomendações profissionais influenciam o formato da demonstração (LEUZ, 2000, p. 183).

Para examinar essa hipótese, o autor analisa a divulgação da DFC em três datas: 1992, 1994 e 1996, consideradas marcos na evolução dos padrões contábeis para divulgação da DFC na Alemanha. Foram selecionadas 500 empresas alemãs não financeiras e eliminaram-se as empresas não listadas na bolsa alemã antes de outubro de 1992 e também as empresas subsidiárias de firmas estrangeiras. Após as eliminações, a amostra final foi composta de 103 empresas não financeiras.

Ele também elaborou hipóteses que justificariam a divulgação da DFC e as testou através de um procedimento de regressão logística e os modelos testados pelo autor produziram alto poder explicativo com variáveis estatisticamente significativas (com níveis de significância de 10%, 5% ou 1%).

De acordo com Leuz (2000, p. 198), os resultados encontrados são consistentes com a noção de que os benefícios (ou pressões) do mercado de capitais determinam a divulgação voluntária da DFC. Em 1992, apenas empresas que sofreram pressões em mercados de capitais estrangeiros forneceram a DFC. Posteriormente, empresas com benefícios do mercado de capitais doméstico (conforme medidos pelas *proxies*) seguiram essa prática.

Lang e Lundholm (1992) examinaram os determinantes do nível de divulgação voluntária de uma amostra de 30 firmas do mercado norte-americano durante os períodos de 1985 a 1989. Os autores fixaram critérios específicos de divulgação para calcular, para cada empresa em cada ano, três escores de divulgação utilizados para avaliar a divulgação de informações sobre as relações com investidores, assim como informações advindas do relatório anual e de outras publicações. Esses escores foram analisados individualmente e também de maneira agregada.

Posteriormente, foram elaboradas hipóteses utilizando a Teoria da Divulgação Voluntária, baseando-se especialmente nos trabalhos de Verrecchia (1983 e 1990) e Dye (1985), e utilizadas regressões para avaliar se as variáveis propostas pela Teoria explicavam o nível de divulgação das empresas empregadas na amostra.

Os resultados obtidos são consistentes com as predições da Teoria: os níveis de divulgação voluntária são maiores para empresas maiores, com melhor desempenho e atuantes no mercado de emissão de títulos. Percebeu-se, com o trabalho de Lang e Lundholm (1992), que esse assunto é relevante, porém a sua avaliação empírica torna-se trabalhosa em virtude da dificuldade em se determinar *proxies* adequadas para a determinação do nível de divulgação voluntária.

Além de Leuz (2000), Lang e Lundholm (1992) e Labelle (2002), destaca-se, ainda, a existência de estudos sobre o nível de divulgação voluntária observado em empresas brasileiras tais como, Gonçalves e Ott (2002) e Colares e Ponte (2003). Esses estudos objetivam avaliar o nível atual de divulgação voluntária dessas empresas, porém não consideram os possíveis incentivos para a existência da divulgação. A Teoria da Divulgação

Voluntária, conforme demonstrado, mostra-se adequada para o entendimento e avaliação desses incentivos.

2.3 Avaliação de Desempenho

As avaliações de desempenho econômico-financeiro nas empresas podem assumir diversas abordagens dependendo do tipo de estudo e sua finalidade. Da mesma forma, o desempenho de uma empresa é uma função de diversos fatores. O desempenho empresarial pode estar associado à forma com que a empresa investe em ativos, como estrutura suas dívidas, como elabora seu planejamento tributário, a sua cultura, clima e estrutura organizacional, a capacidade de seus funcionários, a questões de mercado, enfim, a fatores tão numerosos que fogem ao escopo desse artigo.

No entanto, diversos estudos, conforme aprestado anteriormente, tentam verificar se esse desempenho está, de alguma forma, relacionado à política de divulgação de informações das empresas.

Essa relação também pode ser vista de diversos prismas. Em primeiro lugar, o efeito da divulgação de informações como redutora da assimetria de informações entre gestores e investidores, gerando impacto direto no custo de capital das empresas (menores riscos percebidos por investidores implicam em redução do retorno exigido) (BRIGHAM et al, 2001).

De outra forma, o desempenho operacional da empresa pode estimular a divulgação de informações espontâneas a fim de manter os investidores alinhados às perspectivas de desempenho favoráveis para a empresa conforme observados nos estudos empíricos de Leuz (2000), Lang e Lundholm (1992), Labelle (2002), Gonçalves e Ott (2002) e Colares e Ponte (2003).

As *proxies* para o desempenho-econômico e financeiro podem indicar a efetividade da gestão e alocação de recursos por parte dos gestores, bem como para a redução do custo de capital médio da empresa e gestão da operação empresarial. São freqüentemente observados na literatura contábil e financeira e amplamente divulgados aspectos relacionados à rentabilidade, lucratividade, crescimento, risco, valor de mercado como indicadores satisfatórios sobre o desempenho econômico-financeiro de empresas.

Nesse artigo, em linha com os principais estudos internacionais sobre o tema, utiliza-se como *proxy* do desempenho empresarial basicamente duas medidas: o retorno do capital próprio extraído de dados contábeis, conhecido como *ROE* (*return on equity*) ou retorno sobre o Patrimônio Líquido, e é calculado pela divisão entre o resultado de um período e o patrimônio líquido. Essa *proxy* também foi utilizada por Lang e Lundholm (1992) e Labelle (2002) para avaliar o desempenho contábil da empresa.

Em relação ao denominador utilizado no cálculo, costuma-se empregar diversos valores, como por exemplo, o PL inicial, o PL final, o PL médio dos dois períodos. Nesse trabalho, o denominador utilizado para o cálculo do *ROE* é o **PL final menos o resultado líquido do período**, pois o resultado, quando apurado, torna-se um componente do patrimônio líquido final. Assim, esse PL torna-se correspondente ao PL inicial ajustado pelas demais variações do PL ocorridas durante o exercício social.

Para avaliar o retorno do capital próprio baseando-se em dados de mercado, emprega-se o **retorno de mercado das ações**. Essa *proxy* também foi adotada por Lang e Lundholm (1992).

Esse retorno pode ser calculado pelo logaritmo natural da divisão entre o preço médio do último dia de cotação do papel e o preço médio do primeiro dia de cotação do papel em um determinado ano. O preço médio é adotado em substituição ao preço de fechamento pois este pode ser influenciado por negócios efetuados no final do dia por agentes do mercado intencionados em alterar momentaneamente o preço da ação. Desse modo, o preço médio do dia não é significativamente afetado por tais variações momentâneas.

Nos casos em que as ações não apresentam cotação em função de não ocorrência de negócios na última data do ano, há uma tolerância de até no máximo 30 dias anteriores, ou seja, caso a ação não tenha sido negociada no último dia do ano, a cotação considerada para o cálculo é a da última data em que houve negócios com esta ação, desde que a distância entre esta data e o último dia do ano não seja superior a 30 dias.

3 ESTUDO EMPÍRICO

3.1 Hipótese Desenvolvida a partir do Modelo proposto por Verrecchia (2001)

A partir do modelo desenvolvido em Verrecchia (2001), algumas relações entre variáveis são observadas, possibilitando a elaboração de hipóteses para a execução de um estudo empírico. A hipótese desenvolvida nesse artigo relaciona o nível de divulgação (ocorrências de \tilde{Y}) com o desempenho econômico-financeiro da empresa.

De acordo com o modelo proposto, considera-se a existência de uma associação positiva entre as ocorrências de $\tilde{Y}=Y$ no intervalo entre $-k$ e k e a receita da empresa para o próximo período, $x.P$ (VERRECCHIA, 2001, p. 148).

Sendo a receita da empresa um determinante relevante do seu desempenho, a interpretação desse modelo permite o desenvolvimento da seguinte hipótese:

Hipótese: O nível de divulgação tem correlação positiva com o desempenho da empresa.

Dessa maneira, de acordo com a Teoria da Divulgação Voluntária, espera-se que empresas com melhor desempenho tenham melhor nível de divulgação voluntária. Essa relação pode ser interpretada utilizando-se o **conceito da seleção adversa**: se o desempenho da empresa é muito bom, então é natural que a divulgação seja incentivada (pois, na ausência de divulgação, o mercado interpretaria racionalmente que a empresa tem um desempenho ruim). Por outro lado, se o desempenho é ruim, não há a necessidade de a empresa incorrer em custos de divulgação pois, divulgando ou não, o efeito para o mercado é o mesmo.

A hipótese pode ser adaptada ao problema de pesquisa da seguinte maneira:

Empresas com melhor desempenho tendem a divulgar voluntariamente a DFC.

Uma vez construída a hipótese da pesquisa, a seção seguinte descreve as técnicas estatísticas utilizadas para a avaliação dessa hipótese.

3.2 Empresas e Dados Analisados

O estudo é realizado com dados das companhias abertas, com ações listadas na BOVESPA, as quais divulgam voluntariamente a DFC, comparativamente com aquelas que não divulgam a DFC. Para efetuar essa comparação, são aplicados testes univariados de diferenças entre médias de 2 grupos (empresas que não divulgam a DFC e que a divulgam).

Para a obtenção dos dados necessários para a realização dessa pesquisa, foram utilizadas as bases de dados da FIPECAFI e da Economatica e foram excluídas da pesquisa as instituições financeiras, as companhias do setor energético e as companhias de participação.

Observando essas empresas, percebe-se que uma quantidade considerável faz parte dos programas de lançamento de ADRs. Desse modo, a variável “possui ADR ou não” é incluída na pesquisa empírica como uma variável de controle, pois a participação de uma empresa em um programa de ADR faz com que esta publique as suas demonstrações contábeis no mercado de capitais norte-americano, onde a divulgação da DFC é obrigatória. Em função disso, os custos de elaboração da DFC para divulgação no mercado doméstico são reduzidos, pois a informação já é preparada e divulgada no mercado dos EUA.

Com isso, a amostra final utilizada na pesquisa é descrita na tabela a seguir.

Tabela 1 – Amostra Utilizada na Pesquisa

Ano de Divulgação	Divulgou DFC		Não Divulgou DFC		Total de empresas
	n° de empresas	%	n° de empresas	%	
2000	21	11%	170	89%	191
2001	31	19%	136	81%	167
2002	33	22%	119	78%	152
2003	37	26%	105	74%	142
2004	42	30%	100	70%	142
<i>Total</i>	<i>164</i>	<i>21%</i>	<i>630</i>	<i>79%</i>	<i>794</i>

Fonte: elaborada pelos autores, com base nos dados da base da FIPECAFI e do Economática.

3.3 Técnicas Estatísticas Utilizadas

Para a avaliação empírica da hipótese, utilizam-se os testes univariados. A avaliação das hipóteses relacionadas a esse estudo requer a utilização de testes de hipóteses para duas amostras independentes, pois o estudo divide as empresas em dois grupos – empresas que divulgam a DFC e aquelas que não a divulgam. Como o estudo está baseado na comparação de dois grupos independentes de empresas, utilizam-se dois testes: o teste paramétrico de diferença de médias para duas amostras independentes e o teste não-paramétrico conhecido por “teste de *Mann-Whitney*”, que se assemelha à sua versão paramétrica, porém, não exige o pressuposto da igualdade de variâncias (STEVENSON, 1981).

Em função disso, os dois testes são aplicados, e, sendo os resultados semelhantes, podem ser considerados consistentes e fortalecem as conseqüentes análises.

3.3.1 Proxies Utilizadas

Neste trabalho são definidas *proxies* para as seguintes variáveis: divulgação da DFC, desempenho da empresa e a detenção de ADRs. Tais definições se baseiam em argumentos lógicos e também em estudos empíricos anteriores (LANG e LUNDHOLM, 1992; LEUZ, 2000 e LABELLE, 2002) que elaboraram *proxies* para a medição de variáveis semelhantes às utilizadas nesse estudo.

3.3.1.1 Divulgação da DFC

A divulgação da DFC é medida por uma **variável dicotômica**, que assume valor = 0, caso a empresa não divulgue a DFC, ou valor = 1, se a divulgação voluntária da DFC ocorrer. A divulgação da DFC é avaliada por meio da observação desta demonstração na base de dados da FIPECAFI e a adoção dessa *proxy* é consistente com o trabalho de Leuz (2000) e de Labelle (2002).

3.3.1.2 Desempenho da Empresa

Conforme visto, utilizou-se o *ROE* (*return on equity*) ou retorno sobre o Patrimônio Líquido. Calculado pela divisão entre o resultado de um período e o patrimônio líquido. Essa *proxy* também foi utilizada por Lang e Lundholm (1992) e Labelle (2002) para avaliar o desempenho contábil da empresa. Para o cálculo do indicador utilizou-se o **PL final menos o resultado líquido do período**, tornando o PL correspondente ao PL inicial ajustado pelas demais variações do PL ocorridas durante o exercício social.

Para avaliar o retorno do capital próprio baseando-se em dados de mercado, empregase o **retorno de mercado das ações**. Essa *proxy* também foi adotada por Lang e Lundholm (1992). Esse retorno pode ser calculado pelo logaritmo natural da divisão entre o preço médio do último dia de cotação do papel e o preço médio do primeiro dia de cotação do papel em um determinado ano.

3.3.1.3 Variável de Controle: ADRs

A participação das empresas nos programas de ADRs pode ter relação com a divulgação da DFC. Dessa maneira, esse fato é captado nesta pesquisa por meio da inclusão de uma variável de controle: participação da empresa em programas de ADRs. Essa variável é medida por uma **variável dicotômica**, representada por 0 para as empresas não participantes dos programas de ADRs e 1 para aquelas que participam desses programas.

3.3.1.4 Resumo das Proxies

O quadro a seguir demonstra um resumo das *proxies* empregadas nesse estudo, determina o código de como essa *proxy* passa a ser denominada na seqüência desse trabalho e referencia exemplos de estudos que utilizaram *proxies* semelhantes.

Quadro 1 – Resumo das proxies utilizadas na pesquisa

Variável	Proxy	Código	Fórmula	Exemplos de estudos que utilizaram essa proxy
1. Nível de Divulgação da DFC	Divulgou ou não divulgou a DFC	DIVDFC	0, se não divulgou 1, se divulgou	Leuz (2000), Labelle (2002)
2A. Desempenho da Empresa	<i>ROE</i>	ROE	= res. líquido / (PL - res. líquido)	Lang e Lundholm (1992), Labelle (2002)
2B. Desempenho da Empresa	Retorno das Ações	RETAC	= ln (preço médio de encerramento da ação / preço médio de abertura da ação)	Lang e Lundholm (1992), Labelle (2002)
Variável de Controle	Participa ou não de programas de ADRs	ADR	0, se não participa 1, se participa	Leuz (2000), Saudagaran (1988), Tibério (2004)

Os dados contábeis são extraídos preferencialmente do balanço consolidado, ou seja, se a empresa possui dados consolidados e da controladora, empregam-se os dados consolidados. Nos casos em que a consolidação de balanços não é aplicável, utilizam-se os dados da empresa individual. Se uma mesma empresa possui ações ordinárias e preferenciais negociadas em bolsa, utiliza-se como critério de escolha a *presença em bolsa*, ou seja,

emprega-se na pesquisa o tipo de ação mais negociada na bolsa. Para os casos em que a presença em bolsa dos dois tipos de papéis é a mesma, adotam-se os dados do papel de maior *free float*.

3.3.2 Estatísticas Descritivas

Para cada ano da pesquisa, são descritas 4 variáveis, seguindo a ordem do quadro 2 (resumo das *proxies* do trabalho). A tabela 3 a seguir demonstra as principais estatísticas descritivas das variáveis de desempenho utilizadas na pesquisa.³

Tabela 2 – Estatísticas Descritivas das Variáveis de 2000 a 2004

	N	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Coef. de Variação
ROE em 2000	191	-32,81	9,82	-0,17	2,64	-15,96
Retorno das Ações em 2000	191	-1,81	3,29	0,17	0,59	3,43
ROE em 2001	167	-31,33	1,02	-0,33	2,85	-8,51
Retorno das Ações em 2001	167	-1,30	1,61	0,01	0,49	51,50
ROE em 2002	152	-15,32	1,77	-0,19	1,66	-8,90
Retorno das Ações em 2002	152	-1,90	1,49	0,08	0,54	7,03
ROE em 2003	142	-3,18	31,54	0,30	2,71	8,95
Retorno das Ações em 2003	142	-0,77	1,94	0,54	0,53	0,98
ROE em 2004	142	-5,70	3,13	0,10	0,83	7,98
Retorno das Ações em 2004	142	-1,83	2,61	0,42	0,50	1,19
ROE de 2000 a 2004	794	-32,81	31,54	-0,07	2,32	-31,67
Retorno das Ações de 2000 a 2004	794	-1,90	3,29	0,23	0,57	2,47

Percebe-se que os retornos (tanto contábeis quanto de mercado) apresentam significativa variabilidade, comportamento esperado tendo em vista a característica dessas variáveis.

3.4 Tratamento dos Dados e Análise dos Resultados

Os testes de diferença de médias entre amostras independentes são aplicados nas amostras dos cinco anos analisados e nos dados combinados (esse teste também é conhecido como *pooling* e considera os cinco anos agrupados). São aplicados tanto o teste paramétrico quanto o não paramétrico e a conclusão se baseia no resultado desses dois testes, considerando-se significativa a diferença entre as médias quando tal significância é obtida nos dois testes. Se um teste aponta significância de 5% e outro de 10%, então a significância maior é adotada. Esse critério é adotado a fim de evitar conclusões equivocadas sobre os testes.

Os resultados são apresentados em tabelas de acordo com o seguinte padrão:

Linhas: para cada variável, são descritas duas linhas, sendo que nas:

- *Primeiras três colunas* (tamanho da amostra, média e desvio padrão), a primeira linha indica a estatística obtida pelo grupo de empresas que não divulgam a DFC e a segunda, a estatística calculada para o grupo de empresas que divulgam a DFC;

³ As estatísticas descritivas são calculadas no software SPSS®, versão 10.0. As estatísticas descritivas das variáveis binárias de divulgação da DFC e detenção de ADRs não foram apresentadas pois os cálculos dessa tabela não são relevantes para tais análises.

- *Últimas duas colunas* (testes estatísticos univariados), o valor da primeira linha representa a estatística teste calculada e a segunda, o valor-P correspondente à estatística calculada. O valor-P é indicado com o símbolo *, representando:

* : valor-P é significativo a um nível de significância de 10%;

** : valor-P é significativo a um nível de significância de 5%;

*** : valor-P é significativo a um nível de significância de 1%.

Colunas:

- *Primeira coluna*: variável a ser comparada com o nível de divulgação da DFC;
- *Segunda coluna*: tamanho da sub-amostra;
- *Terceira coluna*: média da sub-amostra;
- *Quarta coluna*: desvio padrão da sub-amostra;
- *Quinta coluna*: teste paramétrico de diferença de médias;
- *Sexta coluna*: teste não paramétrico de diferença de médias.

A tabela seguinte demonstra os resultados obtidos para cada ano e para os dados combinados⁴.

Tabela 3 – Resultados dos Testes Estatísticos Univariados da amostra de 2000 a 2004

⁴ Os testes estatísticos univariados são calculados no software SPSS®, versão 10.0.

Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Paramétrico	Não-paramétrico
	<i>Não Div. DFC</i>	<i>Não Div. DFC</i>	<i>Não Div. DFC</i>	<i>T calculado</i>	<i>Z calculado</i>
	<i>Div. DFC</i>	<i>Div. DFC</i>	<i>Div. DFC</i>	<i>Valor-P</i>	<i>Valor-P</i>
Ano: 2000 (N=191)					
ROE	170	-0,166	2,761	-0,004	-1,636
	21	-0,163	1,355	0,996	0,102
RETAC	170	0,199	0,617	1,722	-2,318
	21	-0,036	0,283	0,087 *	0,020 **
ADR	170	0,082	0,276	-4,207	-4,033
	21	0,381	0,498	0,000 ***	0,000 ***
Ano: 2001 (N=167)					
ROE	136	-0,352	3,004	-0,167	-1,177
	31	-0,258	2,075	0,868	0,239
RETAC	136	0,033	0,505	1,321	-1,482
	31	-0,094	0,384	0,188	0,138
ADR	136	0,103	0,305	-4,110	-3,926
	31	0,387	0,495	0,000 ***	0,000 ***
Ano: 2002 (N=152)					
ROE	119	-0,236	1,854	-0,697	-0,002
	33	-0,008	0,557	0,487	0,998
RETAC	119	0,088	0,573	0,446	-0,427
	33	0,040	0,427	0,657	0,670
ADR	119	0,084	0,279	-6,434	-5,714
	33	0,515	0,508	0,000 ***	0,000 ***
Ano: 2003 (N=142)					
ROE	105	0,006	0,651	-2,230	-4,074
	37	1,144	5,146	0,027 **	0,000 ***
RETAC	105	0,449	0,538	-3,547	-3,637
	37	0,794	0,416	0,001 ***	0,000 ***
ADR	105	0,057	0,233	-8,712	-7,041
	37	0,595	0,498	0,000 ***	0,000 ***
Ano: 2004 (N=142)					
ROE	100	-0,018	0,934	-2,763	-4,743
	42	0,396	0,404	0,007 ***	0,000 ***
RETAC	100	0,406	0,559	-0,586	-1,015
	42	0,461	0,342	0,559	0,310
ADR	100	0,080	0,273	-6,037	-5,396
	42	0,476	0,506	0,000 ***	0,000 ***
Ano: 2000 a 2004 (N=794) (dados combinados)					
ROE	630	-0,167	2,203	-2,249	-5,955
	164	0,288	2,690	0,025 **	0,000 ***
RETAC	630	0,217	0,584	-1,321	-1,417
	164	0,283	0,510	0,187	0,157
ADR	630	0,083	0,275	-13,610	-12,260
	164	0,482	0,501	0,000 ***	0,000 ***

Legenda

ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido

RETAC – Retorno das Ações

ADR – Participa ou Não dos Programas de ADR

* : valor-P é significativo a um nível de significância de 10%

** : valor-P é significativo a um nível de significância de 5%

*** : valor-P é significativo a um nível de significância de 1%

O quadro a seguir apresenta um resumo dos resultados apresentados na tabela 3.

Quadro 2 – Resumo dos Resultados dos Testes Univariados

Variáveis	2000	2001	2002	2003	2004	2000 a 2004
ROE	-	-	-	**	***	**
RETAC	*	-	-	***	-	-
ADR	***	***	***	***	***	***

Legenda

ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido

RETAC – Retorno das Ações

ADR – Participa ou Não dos Programas de ADR

* : valor-P é significativo a um nível de significância de 10%

** : valor-P é significativo a um nível de significância de 5%

*** : valor-P é significativo a um nível de significância de 1%

As *proxies* do desempenho da empresa (retorno sobre o PL e retorno da ação) apresentam resultados significativos nos anos de 2000, 2003 e 2004, além da amostra com dados combinados, sendo que, em todos esses casos, exceto pelo ano de 2000, a média do desempenho relativa ao grupo de empresas que divulgam a DFC é estatisticamente maior do que a média relativa ao grupo de empresas que não a divulgam. Esse resultado sugere a **aceitação da hipótese**, ou seja, a divulgação voluntária da DFC tem relação direta com o desempenho da empresa, pois as empresas que divulgam a DFC apresentam melhor desempenho em relação às empresas que não a divulgam.

No caso do teste para o ano de 2000, a média do desempenho relativa ao grupo de empresas que divulgam a DFC é estatisticamente menor do que a média relativa ao grupo de empresas que não a divulgam. Isso pode ser decorrente de outros fatores que influenciam o retorno das ações, pois as cotações não variam somente em função do desempenho da empresa, mas também devido a fatores sistêmicos que afetam o desempenho da bolsa de valores (crises econômicas, políticas etc). Além disso, esse resultado é significativo ao nível de 10% e pode ser considerado atípico, já que, na maioria das demais amostras estudadas, a média do retorno das ações do grupo de empresas que divulgam a DFC é superior à média do retorno das ações das empresas que não divulgam essa informação. Desse modo, não há evidência suficiente para admitir a rejeição da hipótese de correlação positiva entre a divulgação da DFC e o desempenho da empresa.

Variável de Controle: Participação das empresas em programas de ADRs.

Conforme sugerido inicialmente, a divulgação voluntária da DFC pode ter uma relação positiva com as empresas que participam dos programas de ADRs, isto é, muitas das empresas que divulgam a DFC podem adotar esse procedimento porque participam dos programas de ADRs e essa característica contribui para a redução dos custos de divulgação. Em função disso, essa característica é incluída na pesquisa como uma variável de controle. Os resultados obtidos indicam diferenças significativas em todos os anos, confirmando a relação entre a divulgação da DFC e a participação das empresas nos programas de ADRs.

De modo geral, os resultados obtidos sugerem a aceitação da hipótese elaborada a partir da Teoria da Divulgação Voluntária. Em função disso, há indícios de que a divulgação voluntária da DFC possui correlação positiva com o desempenho da empresa.

Ressalva-se a possível influência desses resultados à não eliminação das empresas que participam dos programas de ADRs, considerando os resultados dos testes univariados para essa variável de controle.

3.4.1 Reprocessamento dos Testes Estatísticos para a Sub-Amostra dos Dados Combinados, desconsiderando as Empresas Participantes dos Programas de ADRs

Em função dos resultados dos testes estatísticos evidenciarem uma relação direta entre a divulgação voluntária da DFC e a participação das empresas nos programas de ADR, os testes estatísticos são reprocessados para os dados combinados, a partir de uma sub-amostra, originada da amostra inicial e considerando a exclusão das empresas participantes dos programas de ADRs. A sub-amostra totaliza 663 observações, sendo que 85 representam divulgação da DFC e os restantes 578 representam a não divulgação dessa demonstração.

A tabela seguinte descreve os testes estatísticos univariados considerando essa sub-amostra.

Tabela 4 – Resultados dos Testes Estatísticos Univariados da sub-amostra de 2000 a 2004 (dados combinados)

Ano: 2000 a 2004 (sub-amostra, N=663)					
Variáveis	N	Média	Desvio Padrão	Paramétrico	Não-paramétrico
	<i>Não Div. DFC</i>	<i>Não Div. DFC</i>	<i>Não Div. DFC</i>	<i>T calculado</i>	<i>Z calculado</i>
	<i>Div. DFC</i>	<i>Div. DFC</i>	<i>Div. DFC</i>	<i>Valor-P</i>	<i>Valor-P</i>
ROE	578	-0,185	2,294	1,796	-3,590
	85	0,341	3,738	0,073 *	0,000 ***
RETAC	578	0,229	0,599	-0,198	-0,207
	85	0,242	0,518	0,843	0,836

Legenda

ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido

RETAC – Retorno das Ações

* : valor-P é significativo a um nível de significância de 10%

** : valor-P é significativo a um nível de significância de 5%

*** : valor-P é significativo a um nível de significância de 1%

Considerando a eliminação das empresas que participam dos programas de ADRs, os resultados obtidos são quase os mesmos. Os testes estatísticos univariados da amostra dos dados combinados resultam nas mesmas relações verificadas com a amostra completa. Desse modo, de acordo com os resultados da sub-amostra, verifica-se que a divulgação voluntária da DFC possui relação direta com o desempenho da empresa.

Na essência, as conclusões obtidas são as mesmas originadas pelos testes realizados com a amostra completa. Sendo assim, conclui-se, também, que o fato de uma empresa participar dos programas de ADRs é um incentivo significativo para a ocorrência da divulgação da DFC porém não único. O desempenho da empresa são fatores determinantes para a decisão da empresa de divulgar ou não a DFC.

4 CONCLUSÃO

Esse trabalho teve como proposta avaliar os motivos da divulgação voluntária da DFC no mercado de capitais brasileiro. Para tal, utilizou como referencial teórico a Teoria da Divulgação Voluntária, em que, a partir do modelo proposto por Verrecchia (2001), a

divulgação voluntária de informações, neste caso da DFC, tem correlação positiva com o **desempenho da empresa**.

A avaliação empírica dessa hipótese foi realizada com dados das companhias abertas, com ações listadas na BOVESPA, as quais divulgaram voluntariamente a DFC no período de 2000 a 2004, comparativamente com aquelas que não divulgaram a DFC. A comparação foi desenvolvida com aplicação de testes univariados de diferenças entre médias de 2 grupos (empresas que não divulgam a DFC e que a divulgam). Adotou-se também variável de controle relacionada à participação ou não das empresas nos programas de ADRs objetivando a eliminação de possíveis distorções nos resultados causadas pela influência dessa característica.

Os resultados obtidos, a partir da amostra, metodologia e do período analisado, sugerem a aceitação da hipótese de que as **companhias abertas, com ações listadas na BOVESPA, com melhor desempenho tendem a divulgar voluntariamente a DFC**. Os resultados obtidos com a variável de controle evidenciam que, adicionalmente ao desempenho, um dos motivos de as empresas divulgarem a DFC no mercado brasileiro é o fato de participarem dos programas de ADRs. Isso provoca uma redução nos custos de divulgação e, conseqüentemente, contribui para o aumento da divulgação da DFC.

No entanto, quando essa característica de participação em programas de ADRs, presente em algumas empresas, é eliminada da amostra inicial, os resultados obtidos com novos testes são essencialmente os mesmos.

Espera-se que esse trabalho forneça contribuições e estímulos para a utilização da Teoria da Divulgação Voluntária como arcabouço teórico para a elaboração de futuras investigações empírico-positivas acerca desses fenômenos de divulgação e para a explicação do fenômeno da divulgação voluntária da DFC no mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRIGHAM, E.F., GAPENSKI, L.C. e EHRHARDT, M.C. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2001.

COLARES, Marcelle; PONTE, Vera Maria Rodrigues. A prática da evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras. In: XXVII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 2003. Atibaia-SP. **Anais eletrônicos do XXVII Enanpad**, 2003. CD-ROM.

DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; NIYAMA, Jorge Katsumi. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: XXVIII ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 2004, Curitiba-PR. **Anais eletrônicos do XXVIII Enanpad**, 2004. CD-ROM.

DYE, Ronald A. *Disclosure of nonproprietary information*. **Journal of Accounting Research**, Vol. 23, n° 1, p. 123-145, Spring 1985.

GONÇALVES, Odair; OTT, Ernani. A evidenciação nas companhias brasileiras de capital aberto. In: XXVI ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 2002. Salvador-BA. **Anais eletrônicos do XXVI Enanpad**, 2002. CD-ROM.

LABELLE, Réal. *The statement of corporate governance practices (SCGP): a voluntary disclosure and corporate governance perspective*. In: <<http://ssrn.com/abstract=317519>>. Acesso em: 19/01/2005, p.1-52, December 2002.

LANG, Mark; LUNDHOLM, Russell. *An Empirical Assessment of Voluntary Disclosure Theory*. **Working Papers – Stanford Graduate School of Business**, Research Paper n° 1188, p. 1-54, 1992.

LEUZ, Christian. *The development of voluntary cash flow statements in Germany and the influence of international reporting standards*. **Schmalenbach Business Review**. Vol. 52, n. 2, p. 182-207, April 2000.

MARTINS, Eliseu. Evolução (ou involução?) para o fluxo de caixa (primeira parte). **IOB – Informações Objetivas, Temática Contábil e Balanços**. São Paulo: Boletim IOB 02/88, n.5, p.45-9, 1988.

RICHARDSON, S. *Discretionary disclosure: a note*. **Abacus**. Vol. 37, n. 2, p.233-247, 2001.

SALOTTI, Bruno Meirelles. **Demonstração dos fluxos de caixa**: um estudo empírico sobre o fluxo de caixa das atividades operacionais. São Paulo, 2003. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuaria, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo

SAUDAGARAN, Shahrokh. *An empirical study of selected factors influencing the decision to list on foreign stock exchanges*. **Journal of International Business Studies**. Vol. 19, n° 1, p. 101-127, 1988.

STEVENSON, William J. **Estatística aplicada à administração**. São Paulo: Harper & Row do Brasil, 1981.

TIBÉRIO, Carmem Sylvia Borges. **Estudo empírico dos fatores que influenciam as empresas brasileiras na decisão de listar suas ações em bolsas de valores estrangeiras**. Brasília, 2004. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multiinstitucional e Inter-regional de Pós- Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, da Universidade Federal da Paraíba, da Universidade Federal de Pernambuco e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

VERRECCHIA, Robert E. *Discretionary disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, n° 5, p. 179-194, 1983.

_____. *Information quality and discretionary disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, n° 12, p. 365-380, 1990.

_____. *Essays on disclosure*. **Journal of Accounting and Economics**, n° 32, p. 97-180, 2001.

YAMAMOTO, Marina Mitiyo; SALOTTI, Bruno Meirelles. **Informação contábil**: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.