

Revista Universo Contábil, ISSN 1809-3337
FURB, v. 7, n. 2, p. 28-44, abr./jun., 2011

doi:10.4270/ruc.2011211

Disponível em www.furb.br/universocontabil



ESCOLHAS CONTÁBEIS NO MERCADO BRASILEIRO: DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES VERSUS GERENCIAMENTO DE RESULTADOS¹

ACCOUNTING CHOICES IN THE BRAZILIAN MARKET: VOLUNTARY DISCLOSURE VERSUS EARNINGS MANAGEMENT

Fernando Dal-Ri Murcia

Doutor em Controladoria e Contabilidade pela FEA/USP
Professor da Universidade Federal de Santa Catarina
Endereço: Campus Universitário - Trindade
CEP: 88040-970 – Florianópolis/SC – Brasil
E-mail: murcia@usp.br
Telefone: (48) 3721-6608

Artur Wuerges

Doutorando do Programa de Pós-Graduação em Administração na UFSC
Endereço: Campus Universitário - Trindade
CEP: 88040-970 – Florianópolis/SC – Brasil
E-mail: awuerges@gmail.com
Telefone: (48) 3721-6608

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é testar empiricamente a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o nível de gerenciamento de resultados das companhias abertas no Brasil. A priori, de acordo com a literatura existente, espera-se uma relação negativa entre essas duas práticas empresariais. A ideia subjacente é que empresas mais transparentes gerenciam menos seus resultados. Para consecução deste objetivo, 100 empresas foram analisadas nos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008. O nível de *disclosure* voluntário das empresas foi analisado a partir de uma métrica composta por 92 tipos de informação dividida em duas grandes dimensões: econômica (43) e socioambiental (49). Já como *proxy* para o gerenciamento de resultados utilizou-se o modelo de Jones (1991). A relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o gerenciamento de lucro foi operacionalizada por meio de um modelo de equações simultâneas onde, primeiramente, o nível de *accruals* discricionário é explicado pelo nível de *disclosure* voluntário e por um conjunto de variáveis de controle e

¹ Artigo recebido em 19.06.2010. Revisado por pares em 28.07.2010. Reformulado em 31.08.2010. Recomendado para publicação em 08.09.2010 por Ilse Maria Beuren (Editora). Publicado em 30.06.2011. Organização responsável pelo periódico: FURB.

posteriormente, o nível de *disclosure* voluntário é explicado pelos *accruals* e variáveis de controle. Como principal resultado deste estudo tem-se que um aumento no *disclosure* econômico diminui o nível de *accruals* discricionários.

Palavras-chave: Escolhas contábeis. *Disclosure* discricionário. Gerenciamento de resultados. Equações simultâneas. Brasil.

ABSTRACT

The objective of this paper is to empirically test the relation between the levels of voluntary disclosure and earnings management of Brazilian public companies. Firstly, according to the existing literature, it is expected a negative relation between these two corporate practices. The underlying idea is that more transparent companies would manage less their earnings. In order to reach that goal, a total of 100 companies had their practices of the years ended in 2006, 2007 and 2008 analyzed. The level of voluntary disclosure was analyzed based on a disclosure index composed of 92 types of information divided in 2 dimensions: economic (43) and socio-environmental (49). For earnings management proxy it was used the Jones (1991) model. The relation between voluntary disclosure and earnings management was figured out through a simultaneous equation model, where, first, the level of discretionary accruals is explained based on the level of voluntary disclosure and a group of controlling variables and, subsequently, voluntary disclosure is explained based on the accruals and other controlling variables. As the main result of this research, it was found that an increase in the economic disclosure does reduce the level of discretionary accruals.

Keywords: Accounting choices. Discretionary disclosure. Earnings management. Simultaneous equations. Brazil.

1 INTRODUÇÃO

De acordo com Arthur Levitt (1998), ex-presidente da *Securities and Exchange Commission* (SEC), desde que esse órgão foi criado, em 1944, a abordagem tem sido de requerer que as empresas que querem ter seus títulos negociados no mercado norte-americano obedeçam às exigências de *disclosure* como uma forma de prevenir divulgações incompletas e tendenciosas. Contudo, a prática nem sempre é determinada pela normatização, pois: (i) a execução prática é mais detalhada do que as normas; (ii) as normas tardam a capturar as inovações da prática; e (iii) nem sempre as empresas implementam as normas (BALL; KOTHARI; ROBIN, 2000).

Segundo Welker (1995), apesar dos esforços dos órgãos reguladores, as companhias possuem discricionabilidade na determinação do escopo, conteúdo, período e forma de evidenciar informações aos usuários externos. Percebe-se que, apesar de apresentar certas restrições quanto à elaboração, contabilização e evidenciação da informação econômico-financeira, a lei societária apresenta certo grau de arbitrariedade quanto à escolha dos procedimentos contábeis (COSENZA; GRATERON, 2003). Consequentemente, a existência de critérios múltiplos nas normas e práticas contábeis possibilita aos administradores escolher alternativas válidas com o objetivo de apresentarem informações desejadas (PAULO, 2006).

Pode-se dizer que a elaboração e a divulgação das demonstrações contábeis envolvem um julgamento que decorre das escolhas contábeis existentes, isto é, em muitos casos gestores e/ou controladores das empresas têm opções acerca do reconhecimento, mensuração e divulgação dos eventos econômicos. Uma escolha contábil é qualquer decisão cujo objetivo seja influenciar o resultado da contabilidade, incluindo não apenas as demonstrações

contábeis, mas, também, outros documentos derivados da contabilidade como, por exemplo, as declarações de imposto de renda (FIELDS; LYS; VICENT, 2001).

Então, qual a diferença entre uma escolha contábil, de acordo com a definição de Fields, Lys e Vicent (2001), e o chamado gerenciamento de resultados, definido por Schipper (1989) como uma intervenção proposital, no processo contábil, com o objetivo de obter algum benefício particular? Ora, assumindo-se que as escolhas contábeis não são realizadas no vácuo, ou seja, elas são motivadas pelos incentivos econômicos que os gestores e/ou controladores das empresas possuem, então toda escolha contábil não deixaria de ser uma forma de gerenciamento de resultados. Essa afirmação baseia-se no raciocínio de que os indivíduos reagem a incentivos econômicos. Assim, suas decisões nunca são imparciais, são realizadas de modo a maximizar seu bem estar.

Dentro dessa linha de pensamento, escolhas contábeis e gerenciamento contábil poderiam ser considerados sinônimos. É importante mencionar que as escolhas contábeis acontecem nas três etapas do processo contábil:

- a) reconhecimento - escolha de como reconhecer determinado evento econômico ou ainda não reconhecê-lo. Por exemplo, reconhecer um instrumento financeiro como disponível para venda ou mantê-lo até o vencimento; reconhecer ou não um passivo ambiental;
- b) mensuração - escolha de qual método de avaliação utilizar. Por exemplo, utilizar PEPS ou média ponderada para avaliação dos estoques; método linear ou exponencial para calcular a depreciação;
- c) divulgação - escolha de se evidenciar ou não determinada informação de caráter voluntário. Por exemplo, projeção de lucros futuros, EBITDA.

Dentro dessa linha de raciocínio este estudo tem como objetivo testar empiricamente a relação entre as escolhas contábeis referentes ao reconhecimento e à mensuração dos eventos econômicos, conhecida na literatura como gerenciamento de resultados ou lucros (*earnings management*) e as escolhas referentes à divulgação de informações voluntárias (*discretionary disclosure*). Assume-se a priori que empresas mais transparentes, isto é, aquelas que divulgam mais informações, gerenciam menos seus resultados.

Em tese, divulgar mais informações é uma boa prática empresarial, já que reduz a assimetria informacional entre usuários internos e externos da empresa. Segundo Bushman e Smith (2001), o *disclosure* reduz o risco de os investidores tomarem decisões equivocadas auxiliando-os na alocação de seus recursos dentre as diversas opções disponíveis no mercado. O *disclosure* também possui uma função de governança, isto é, permite aos usuários externos monitorar o desempenho dos controladores da empresa. Healy e Palepu (2001) aduzem que o *disclosure* reduz os custos de agência, já que provê aos *stakeholders* um efetivo instrumento de monitoração, reduzindo assim o risco de expropriação.

Contrariamente, o gerenciamento de resultados é aparentemente uma prática prejudicial, haja vista que visa mascarar a real situação econômico-financeira da empresa. De acordo com Grossman e Stiglitz (1980), quanto maior a magnitude das interferências (gerenciamento, por exemplo) em um sistema de informações (demonstrações contábeis), menor sua utilidade para os investidores.

2 ESCOLHAS CONTÁBEIS: GERENCIAMENTO DE RESULTADOS VERSUS DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES

De acordo com Cardoso e Martinez (2006), não seria razoável supor que as companhias estivessem dispostas a gerar e divulgar informações contábeis que contrariassem seus interesses, quando fosse viável e lícito escolher práticas que gerassem informações compatíveis com tais interesses. A ideia é que o gerenciamento dos processos de reconhecimento, mensuração e *disclosure* é uma prática inerente à contabilidade, visto que as

normas proporcionam julgamento, decorrente das escolhas contábeis.

O gerenciamento de resultados pode ter várias motivações econômicas: aumentar o lucro para aumentar a remuneração; aumentar o lucro para atender às projeções de analistas de mercado; aumentar o lucro para melhorar a relação Passivo/Patrimônio Líquido devido à *covenants* de dívidas; diminuir o lucro para pagar menos impostos; diminuir o lucro para não despertar a atenção da mídia e dos sindicatos. A Figura 1 ilustra motivações para o gerenciamento de resultados.

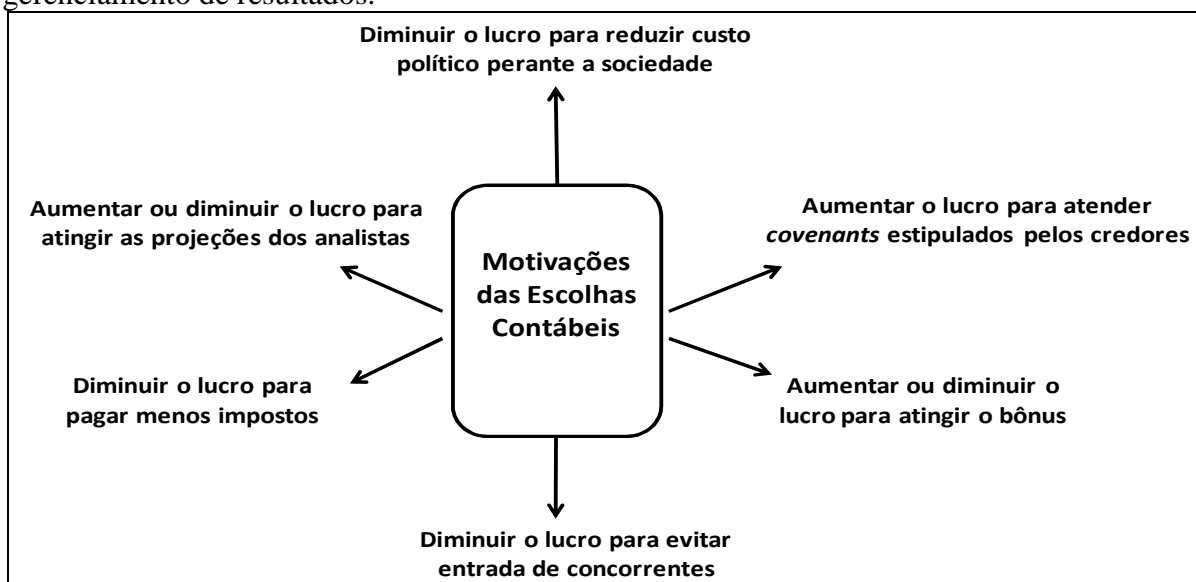


Figura 1 - Motivações das escolhas contábeis

Note-se que a grande dificuldade inerente ao gerenciamento de resultados é justamente conseguir identificar as diferentes motivações que os gestores possuem e os diferentes procedimentos utilizados para atingir seus objetivos.

No caso específico do *disclosure*, a existência de assimetria informacional permite aos gestores, em muitos casos, discricionariedade na hora de decidir o que divulgar. Assumindo que os processos de regulação (exigência de se divulgar determinadas informações e *enforcement* dessas exigências) e auditoria (baseado em testes substantivos e no processo de amostragem) são imperfeitos, os gestores, por vezes, têm o poder de decidir o que divulgar (HEALY; PALEPU, 2001). Corroborando essa afirmação, recentes escândalos corporativos reforçam a ideia de que os gestores possuem incentivos para influenciar, significativamente, a tempestividade do *disclosure* corporativo (KOTHARI; SHU; WYSOCKI, 2008).

De acordo com Fisher e Verrecchia (1998), como o mercado não consegue observar de maneira completa os incentivos dos gestores, não consegue tampouco ajustar, perfeitamente, suas expectativas em relação a esses vieses. Do mesmo modo, não é possível eliminar por completo as manipulações que os gestores realizam, pois isso seria muito custoso (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Logo, percebe-se que gestores possuem discricionariedade com relação ao *disclosure* corporativo.

Nesse cenário, os gestores e/ou as empresas possuem incentivos econômicos para fornecer informações confiáveis, mas também possuem incentivos para fornecer informações enviesadas. Para Beaver (1998), os gestores possuem diversos incentivos pessoais na escolhas dos procedimentos de *disclosure*. Segundo Watts e Zimmerman (1986), antes de tomar uma decisão contábil, os gestores avaliam os possíveis impactos no seu próprio bem estar.

Nessa ótica, as empresas dificilmente disponibilizam informações por razões filantrópicas. Pelo contrário, a racionalização econômica é justamente o que motiva o *disclosure* (GRUNING, 2008). Logo, o *disclosure* corporativo não é realizado no vácuo; pelo

contrário, resulta de uma decisão que a empresa toma de como se comunicar com seus *stakeholders* (ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003). Assim, o *disclosure* pode refletir uma decisão estratégica dos gestores, que buscam maximizar seu próprio interesse.

Essa decisão estratégica pode ser caracterizada como a propensão de se obter benefícios específicos com o *disclosure*, por meio do gerenciamento do processo de divulgação das informações corporativas (GIBBINS; RICHARDSON; WATERHOUSE, 1990). Em alguns casos, os gestores podem possuir incentivos para ofuscar o resultado real da empresa, gerando malefícios aos usuários externos (GOTO; WATANABE; XU, 2007).

A ideia subjacente é que os gestores observam os resultados das operações, mas os investidores observam apenas o *disclosure*, pois se encontram fora da companhia. Logo, em alguns casos, o gestor tem a opção de divulgar ou de reter o que ele observa. Isso acontece porque uma parte das informações que ele possui no momento do *disclosure* não é verificável no momento em que essa divulgação ocorre.

Nesse cenário, embora seja sabido que os gestores possuam informação privilegiada e que, em certos casos, teriam incentivos para não divulgá-la, investidores podem não conseguir avaliar a natureza e a magnitude dessas informações. Do mesmo modo, se o mercado efetivamente não sabe que os gestores possuem determinada informação, esses últimos podem decidir por não evidenciá-la e mascarar a situação real da companhia.

Em suma, com base nos aspectos citados nessa seção, tanto o resultado econômico da empresa quanto o nível de divulgação são alvo de escolhas contábeis. Portanto, a partir disso, formula-se a seguinte hipótese de pesquisa: Existe uma relação negativa entre o nível de *disclosure* voluntário e o nível de gerenciamento de resultados.

A ideia é que as empresas que optam por ter uma postura mais transparente, isto é, um maior nível de *disclosure* voluntário, gerenciam menos seus resultados. A fundamentação teórica dessa hipótese baseia-se na ideia de que um maior nível de transparência corporativa é benéfica aos usuários externos, pois reduz a assimetria informacional (HEALY; PALEPU, 2001), enquanto que um maior nível de gerenciamento de lucros é prejudicial aos usuários, pois envia as demonstrações contábeis (GROSSMAN; STIGLITZ, 1980)

Portanto, espera-se que empresas que optem por maior transparência corporativa acabem por gerenciar menos seus lucros. Em contrapartida, espera-se que empresas que optem por divulgar menos informações aos seus usuários também acabem manipulando mais seus resultados. Aparentemente isso ocorreria, pois, na literatura existente, o nível de *disclosure* corporativo é visto como algo bom, isto é, quanto mais informações uma empresa divulga melhor para seus usuários. Em contrapartida, o gerenciamento de resultados é visto como uma prática contábil prejudicial aos usuários externos.

3 METODOLOGIA

Watts e Zimmerman (1986) argumentam que o objetivo da teoria contábil é explicar e prever a prática da Contabilidade, sendo que dentro de uma abordagem positiva a pesquisa envolve: (i) a formulação de hipóteses acerca de determinado comportamento dos agentes ante às decisões contábeis; (ii) utilização de um referencial teórico para o embasamento dessas hipóteses; (iii) teste empírico; e (iv) aceitação ou refutação de determinada explicação para o fenômeno observado.

Dentro dessa abordagem de pesquisa, o presente estudo, de caráter explicativo, busca testar a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o nível de gerenciamento de resultados. A descrição da metodologia está dividida em quatro partes: (i) amostra e período de estudo, (ii) métrica para análise dos *disclosure* das empresas, (iii) modelo para avaliação do nível de gerenciamento de lucros; e (iv) modelo para operacionalização da relação entre nível de *disclosure* e nível de gerenciamento de lucros.

A amostra deste estudo é composta pelas 100 maiores companhias abertas, listadas na

BOVESPA. O critério para a definição das maiores empresas foi a Receita Bruta do exercício findo em 2007. Foram excluídas as empresas do setor financeiro em razão de suas especificidades que dificultam a comparação com outros setores. Apesar da amostra das 100 maiores empresas não ser probabilística, ou seja, foi selecionada de maneira intencional, acredita-se que ela é representativa das companhias abertas no Brasil. Em termos de valor de mercado, por exemplo, as empresas da amostra representam 55,07% (2006), 57,11% (2007) e 55,91% (2008) do valor de mercado de todas as empresas com ações negociadas na Bovespa.

Com relação ao período do estudo, optou-se por analisar as demonstrações contábeis das 100 empresas selecionadas nos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008. Contudo, os balanços de 2006 de duas empresas e os balanços de 2008 de oito empresas não estavam disponíveis em razão de motivos como o cancelamento de registro na CVM e atraso na entrega das demonstrações contábeis. Logo, a análise compreendeu: 98 empresas em 2006, 100 empresas em 2007 e 92 empresas em 2008.

É mister ressaltar que a amostra utilizada no estudo foi intencional e não-probabilística. Nesse sentido, os resultados das análises limitam-se às empresas estudadas. Do mesmo modo o período de tempo estudado, uma vez que três anos é um período relativamente curto para se realizarem inferências mais conclusivas acerca do fenômeno em estudo. É importante ressaltar as restrições dessa pesquisa com relação à interpretação dos resultados e possíveis generalizações no que diz respeito à amostra de empresas e o período analisado.

3.1 Métrica para análise do nível de *disclosure*

A análise do *disclosure* das empresas é, geralmente, baseada no princípio geral da análise de conteúdo, um método bastante difundido nas ciências sociais (BEATTIE; MCINNES; FEARNLEY, 2004). De acordo com Beretta e Bozzolan (2007), a análise de conteúdo é o método mais utilizado nos estudos sobre *disclosure*, pois fornece credibilidade e inferência para a análise de acordo com determinado contexto. O objetivo dessa técnica é estudar, de maneira rigorosa e sistemática, a natureza das mensagens (KRIPPENDORFF, 1990), podendo ser aplicada em conteúdos extremamente diversificados (BARDIN, 1977).

Para o emprego da análise de conteúdo, faz-se necessário a utilização de uma métrica (um índice, um construto) que especifique as informações a serem analisadas. No estudo buscou-se analisar o *disclosure* de caráter voluntário, isto é, aquele que não é exigido por lei ou norma, pois a priori, não deveria haver diferenças no *disclosure* corporativo no que diz respeito às informações obrigatórias. Do mesmo modo, buscou-se analisar o *disclosure* das empresas de maneira mais ampla por meio de uma métrica que englobasse itens de natureza econômica, mas que igualmente contemplasse informações de caráter socioambiental.

Para isso, elaborou-se uma métrica com base em 27 estudos anteriores: Ernst e Ernst (1978); Chow e Wong-Boren (1987); Zeghal e Ahmed (1990); Meek, Roberts e Gray (1995); Gray, Kouhy e Lavers (1995); Hackston e Milne (1996); Burrit e Welch (1997); Botosan (1997); Willians (1999); Depoers (2000); Salomone e Galluccio (2001); Deegan, Rankin e Tobin (2002); Hail (2002); Nossa (2002); Standards & Poor's (2002); Kuasirikun e Sherer (2004); Lanzana (2004); Yusoff, Lehman e Nasir (2006); Malacrida e Yamamoto (2006); Lima (2007); Alencar (2007); Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007); Andrade e Salotti (2008); Francis, Nanda e Olsson (2008); Hossain (2008), Morris e Tronnes (2008); e Orens e Lybaert (2008). A partir desses trabalhos, foram selecionados 92 itens, divididos em duas dimensões:

- a) dimensão econômica - ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8);
- b) dimensão socioambiental - informações financeiras sociais (4), produtos e serviços (2), colaboradores (9), políticas ambientais (5), gestão e auditoria ambiental (3), impacto dos produtos e serviços no meio ambiente (7), energia (3), informações

financeiras ambientais (6), educação e pesquisa ambiental (2), mercado de créditos de carbono (4) e outras informações ambientais (4).

No Quadro 1 apresenta-se a métrica para avaliação do nível de *disclosure* nas duas dimensões.

Dimensão Socioambiental	Dimensão Econômica
Demonstração do Valor Adicionado (DVA)	Efeitos dos eventos econômicos na empresa
Menções ao valor adicionado ou distribuído	Discussão do setor em que a empresa atua
Investimentos de caráter social	Discussão da concorrência
Gastos em projetos sociais	Relacionamento com fornecedores
Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança	Aspectos tecnológicos da atividade operacional
Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços	<i>Market share</i>
Número de funcionários	Identificação dos riscos do negócio
Remuneração dos funcionários	Exposição cambial
Benefícios aos funcionários	Narrativa da história da empresa
Satisfação dos funcionários	Estrutura organizacional
Informação sobre minorias na força de trabalho	Satisfação dos Clientes
Educação e treinamento dos funcionários	Informações por segmento
Segurança no local de trabalho	Utilização da capacidade produtiva
Dados sobre acidentes de trabalho	Indicadores de eficiência
Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	Quantidades produzidas e/ou serviços prestados
Declaração das políticas, práticas, ações atuais	Unidades vendidas
Estabelecimento de metas e objetivos ambientais	Objetivos, planos e metas futuras da empresa
<i>Compliance</i> com a legislação ambiental	Perspectiva de novos investimentos
Parcerias, conselhos, fóruns ambientais	Principais mercados de atuação
Prêmios e participações em índices ambientais	Perspectivas de atuação em novos mercados
Declaração das políticas, práticas, ações atuais	Política de reinvestimento dos lucros
Gestão ambiental	Pesquisa e desenvolvimento
ISOs 9000 e/ou 14.000	Qualidade dos produtos e serviços
Auditoria Ambiental	Preço dos produtos e serviços da empresa
Desperdícios e resíduos	Correção monetária
Processo de acondicionamento (embalagem)	Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)
Reciclagem	Informações contábeis em US GAAP ou IFRS
Uso eficiente e/ou reutilização da água	Informações detalhada sobre os custos
Impacto no meio ambiente	Preço ou valorização das ações por tipo
Reparos aos danos ambientais	Valor de mercado
Conservação da energia e/ou utilização mais eficiente nas operações	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)
Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)
Investimentos ambientais	Indicadores de endividamento
Custos e/ou despesas ambientais	EBITDA
Passivos ambientais	Principais práticas de governança corporativa
Práticas contábeis de itens ambientais	Composição do conselho fiscal
Seguro ambiental	Composição do conselho de administração
Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)	Identificação dos principais administradores
Pesquisas relacionadas ao meio ambiente	Remuneração dos administradores
Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo	Remuneração dos auditores
Créditos de carbono	Principais acionistas
Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE)	Relacionamento com os investidores
Certificados de Emissões Reduzidas (CER)	
Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável	
Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento	
Conservação da biodiversidade	
Relacionamento ambiental com <i>stakeholders</i>	

Quadro 1 – Métrica para avaliação do nível de *disclosure*

Ressalta-se que foram realizados alguns ajustes na métrica devido à mudança de legislação ocorrida com a aprovação da Lei n. 11.638/07. Assim, algumas informações foram consideradas não-aplicáveis no ano de 2008, como por exemplo, a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) e a Demonstração do Valor Adicionado (DVA).

Optou-se em avaliar as informações de forma binária, ou seja, se a empresa divulgou determinada informação recebeu nota 1, caso contrário nota 0. Assim, o nível de *disclosure* voluntário é dado pelo número de categorias evidenciadas pela empresa dividido pelo número total de categorias (92 itens). Do mesmo modo, é possível, também, obter um nível de *disclosure* socioambiental e um nível de *disclosure* econômico, dividindo o número de categorias evidenciadas pela empresa pelo número total de categorias de cada dimensão: socioambiental (49) econômico (43).

Com base nessa metodologia, foram criados três índices de *disclosure* voluntário para cada empresa: socioambiental, econômico e total (socioambiental e econômico). Por exemplo, a Petrobras, no ano de 2006, atingiu um índice de *disclosure* econômico de 81,40% (35/43), um índice de *disclosure* socioambiental de 73,47% (36/49) e um índice de *disclosure* total de 77,17% (71/92).

3.2 Modelo para avaliação do nível de gerenciamento de resultados das empresas

Neste estudo, os *accruals* totais são calculados como (DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1995):

$$ACT_{it} = (\Delta AC_{it} - \Delta PC_{it} - \Delta Cx_{it} + \Delta Dív_{it} - Dep_{it}) / AT_{it-1} \quad (1)$$

sendo que *AC* é o ativo circulante, *Cx* são as disponibilidades e investimentos de curto prazo, *PC* é o passivo circulante, *Dív* são os financiamentos (dívidas) de curto prazo, *Dep* são as despesas de depreciação e *AT* é o ativo total. Como de costume, Δ é o operador de primeira diferença.

É normal que as empresas tenham despesas de depreciação e outros componentes não-financeiros em seus resultados, sem que isso signifique que ela esteja gerenciando seus resultados. Por isso, pode-se falar em *accruals* esperados (não-discrecionários), que são consequência natural da situação econômico-financeira da empresa. De acordo com o modelo de Jones (1991), os *accruals* esperados dependem do ativo permanente e da variação das receitas da empresa. Em um modelo com efeitos aleatórios, a equação é:

$$ACN_{it} = \alpha_0 [1/AT_{it-1}] + \alpha_1 [\Delta Vendas_{it}/AT_{it-1}] + \alpha_2 [AI_{it}/AT_{it-1}] + v_i \quad (2)$$

sendo que *AI* é o ativo imobilizado e v_i é o componente que captura os choques que afetam apenas a empresa *i* ao longo de todo o período da amostra. Os *accruals* discrecionários são obtidos pela diferença entre os *accruals* totais e os *accruals* esperados, que é equivalente a:

$$ACD_{it} = v_i + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

3.3 Modelo para operacionalização da relação entre nível de *disclosure* e nível de gerenciamento de resultados

Para verificar se existe relação entre o nível de *accruals* discrecionários e o *disclosure*, deve-se levar em consideração que existem fatores exógenos que afetam apenas uma dessas variáveis, mas não a outra. Além disso, não é possível definir apenas uma dessas duas variáveis como dependente, pois a relação de causalidade pode ocorrer nos dois sentidos.

Utiliza-se, portanto, um sistema de equações simultâneas:

$$ACD_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISC_{it} + \beta_2 \ln(AT_{it}) + \beta_3 GOV_{it} + \varepsilon_{it1} \quad (4)$$

$$DISC_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 ACD_{it} + \gamma_2 \ln(AT_{it}) + \gamma_3 SETOR_t + \gamma_4 \ln(END_{it}) + \gamma_5 \ln(RENT_{it}) + \varepsilon_{it2} \quad (5)$$

Nota-se que na primeira equação, o nível de *accruals* discricionários (ACD_{it}) é explicado pelo nível de *disclosure* voluntário ($DISC_{it}$) e duas variáveis de controle: tamanho ($\ln(AT_{it})$), mensurado pelo logaritmo do Ativo Total da empresa, e governança (GOV_{it}), variável dicotômica com valor igual a 1 caso a empresa estivesse presente nos níveis diferenciados de governança corporativa da BMF- Bovespa nos anos analisados ou com valor igual 0 caso contrário. Essas duas variáveis de controle foram incluídas haja vista que o tamanho da empresa e suas práticas de governança corporativa tendem a influenciar o nível de *accruals* discricionário.

Já na segunda equação, a variável dependente é o nível de *disclosure* voluntário ($DISC_{it}$), sendo que nessa equação o nível de *accruals* discricionários (ACD_{it}) é uma variável independente. Adicionalmente, foram incluídas 4 variáveis de controle: tamanho ($\ln(AT_{it})$), também presente na Equação 1; setor ($SETOR_t$), variável dicotômica com valor igual a 1 caso a empresa pertencesse ao setor elétrico e 0 caso contrário; nível de endividamento ($\ln(END_{it})$), computado pelo quociente Ativo Total/Passivo Total; e nível de rentabilidade ($\ln(RENT_{it})$), computado pelo quociente Lucro líquido do Período/ (Patrimônio Líquido Médio do Período). As justificativas para inclusão dessas variáveis de controle foram as seguintes: (i) empresas maiores tendem a divulgar mais informações para reduzir o custo político (WATTS; ZIMMERMAN, 1986); (ii) empresas pertencentes ao setor elétrico tendem a divulgar mais informações em razão do *enforcement* exercido pelo ANEEL (MURCIA, 2009); (iii) empresas mais rentáveis tendem a divulgar mais informações para reduzir o risco de seleção adversa (AKERLOF, 1970); e (iv) empresas mais endividadas tendem a divulgar mais informações para satisfazer os credores e remover as suspeitas sobre a transferência de riqueza para os acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976).

É importante ressaltar que as equações foram realizadas levando em conta as três variáveis de *disclosure* voluntário estabelecidas no estudo: *Disclosure* Econômico, *Disclosure* Socioambiental e *Disclosure* Total. A ideia foi testar separadamente o efeito de cada tipo de *disclosure* voluntário, haja vista que as motivações para a divulgação desses tipos de informação podem ser distintas (MURCIA, 2009).

4 RESULTADOS

A apresentação dos resultados dessa pesquisa esta dividida em duas partes. Primeiramente, apresentam-se as análises relativas ao modelo de Jones, que foi utilizado para estimar o nível de gerenciamento de resultados das empresas. Em seguida, são apresentados os resultados do modelo de equações simultâneas, que objetivou testar a relação entre o nível de *disclosure* e nível de gerenciamento de resultados, foco principal desta pesquisa.

4.1 Análise do modelo para estimação do nível de gerenciamento de resultados

De modo a encontrar o modelo de painel mais adequado para o presente estudo, os coeficientes do modelo de Jones foram estimados utilizando-se efeitos fixos ($\hat{\alpha}_{EF}$) e aleatórios ($\hat{\alpha}_{EA}$). O teste de Hausman (1978) indica que o modelo com efeitos aleatórios (Eq. 2) está corretamente especificado (Tabela 1).

Tabela 1 - Teste de especificação de Hausman

	$\hat{\alpha}_{FF}$	$\hat{\alpha}_{EA}$	$\hat{\alpha}_{FF} - \hat{\alpha}_{EA}$
α_1	0,0868	0,1072	-0,0203
α_2	-0,1478	-0,1769	0,0291
χ^2 : 1,47			
Prob > χ^2 : 0,4803			

A Tabela 2 evidencia as estimativas do modelo de Jones com efeitos aleatórios. Os resíduos do modelo de Jones não seguem uma distribuição normal, rejeitando a hipótese nula do teste proposto por Jarque e Bera (1987) ao nível de significância de 5%. Arnold (1980) explica que, mesmo nessas condições, o teste F é assintoticamente válido. Por isso, pode-se afirmar que é possível explicar o comportamento dos *accruals* com base nas variáveis do modelo de Jones (rejeita-se a hipótese de que $\alpha_1 = \alpha_2 = 0$).

O modelo indica que a variação das vendas está positivamente relacionada com os *accruals* esperados, refletindo a necessidade que as empresas têm de aumentar seu capital de giro para acompanhar o aumento das vendas. Ao mesmo tempo, maiores ativos imobilizados tendem a gerar maiores despesas de depreciação (e consequentemente menores *accruals* não-discrecionários), de tal forma que o coeficiente α_2 é negativo, conforme esperado. Os sinais e a significância dos coeficientes são consistentes com os achados de Cupertino e Martinez (2008), que estimaram o modelo de Jones para o período entre 1995 e 2005.

Tabela 2 - Modelo de Jones (efeitos aleatórios)

Variável dependente: ACT
 Observações: 224
 Período: 2006-2008

Variável	Coef.	Erro Padrão <i>Jackknife</i>	t	P> t
α	0,0620	0,0418	1,48	0,142
α_1	0,1072	0,0450	2,38	0,020
α_2	-0,1769	0,0763	-2,32	0,023
F: 5,03				
Prob > F: 0,0088				
R ² overall: 0,1754				

Para verificar a existência de resíduos heterocedásticos, utiliza-se o teste de White (1980) – que não adota o pressuposto de que os resíduos são normalmente distribuídos. A estatística nR^2 é igual a 8,85 – de tal forma que rejeita-se a hipótese nula de homocedasticidade dos resíduos ao nível de significância de 10%.

Na presença de heterocedasticidade, o estimador da matriz de covariância é enviesado. Por isso, nesses casos, pode-se utilizar estimadores robustos como o sugerido por White (1980). Deve-se observar que esse estimador pode não ser adequado para amostras pequenas (MACKINNON; WHITE, 1983). Por isso, adota-se o estimador *jackknife*. A idéia básica é recomputar as estimativas do modelo *n* vezes, cada vez eliminando uma observação diferente. A variabilidade das estimativas recomputadas é igual à variabilidade do estimador original, mesmo quando os resíduos não são normais (MILLER, 1974). O estimador *jackknife* é assintoticamente equivalente ao estimador robusto de White, mas possui melhor desempenho em amostras pequenas (MACKINNON; WHITE, 1983).

É importante ressaltar que os problemas causados pela não-normalidade dos resíduos e pela heterocedasticidade não afetam as estimativas dos coeficientes da regressão. Os cuidados adotados para corrigir a matriz de covariância e as estatísticas *quasi t* devem-se à necessidade de verificar se a regressão do modelo de Jones possui os coeficientes teoricamente esperados.

A Figura 2 ilustra o histograma dos *accruals* discricionários ($v_{it} + \varepsilon_{it}$). Essa variável possui média igual a 0,0002 e mediana igual a -0,0055. Há também uma observação com valor “discrepante”, de 1,83. Como não há motivos para crer que os *accruals* discricionários devam seguir uma distribuição normal, optou-se por manter essa observação no modelo.

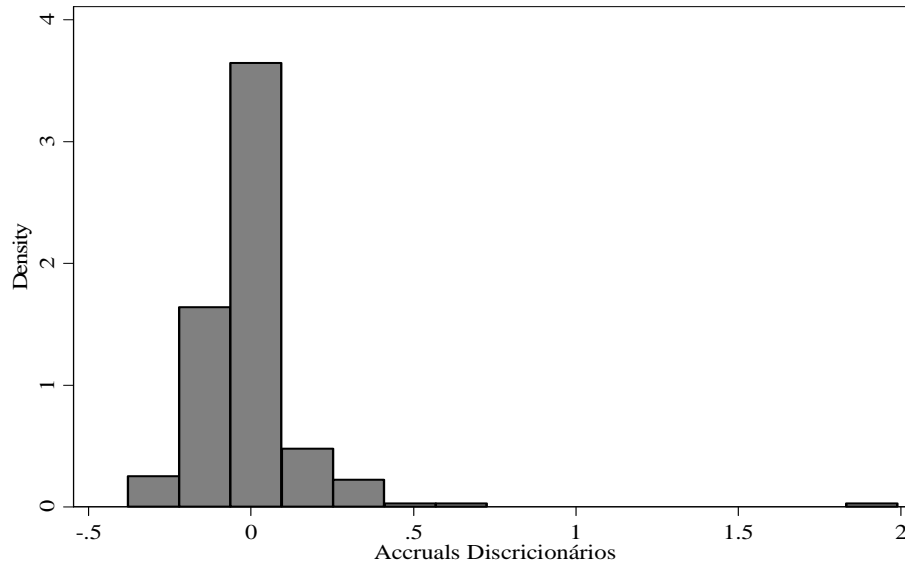


Figura 2 - Histograma dos *accruals* discricionários

4.2 Análise da relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o gerenciamento de lucros

Para evitar os erros decorrentes da correlação entre as variáveis endógenas e os termos de erro, o sistema foi estimado utilizando o método de mínimos quadrados em dois estágios. No primeiro estágio, utilizou-se uma regressão dos *disclosure* sobre os *accruals* discricionários e todas as variáveis exógenas. O valor estimado do *disclosure* foi então utilizado na Equação 4. O mesmo procedimento foi realizado para a Equação 5.

Essas regressões podem ser feitas utilizando-se efeitos fixos ou aleatórios. A escolha do estimador utilizado foi feita através do teste de especificação de Hausman.

Tabela 3 - Teste de Hausman para a Equação 4

Modelo	Variável dependente: <i>accruals</i> discricionários	
	Teste de Hausman	
	Chi2	Prob > chi2
Econômico	8,70	0,0336
Socioambiental	10,21	0,0168
Total	12,25	0,0066

Os resultados da Tabela 3 indicam que a regressão dos *accruals* discricionários deve ser realizada empregando-se mínimos quadrados ordinários (efeitos fixos), qualquer que seja o tipo de *disclosure* utilizado. O estimador alternativo (GLS) apresenta resultados viesados.

Tabela 4 - Teste de Hausman para a Equação 5

Modelo	Variável dependente: <i>disclosure</i>	
	Teste de Hausman	
	Chi2	Prob > chi2
Econômico	1,50	0,9127
Socioambiental	1,86	0,8684
Total	5,14	0,3989

Já para a Equação 5, os testes de Hausman (Tabela 4) apontam para a viabilidade do uso do estimador GLS (efeitos aleatórios), para todos os tipos de *disclosure*. Em conjunto, esses resultados sugerem que os *accruals* estão correlacionados com os efeitos fixos – ou seja, existem empresas que gerenciam seus resultados mais do que outras devido a fatores que não estão incluídos na Equação 4.

Os resultados obtidos para a primeira equação do sistema são mostrados na Tabela 5. Percebe-se que os *accruals* discricionários estão negativamente correlacionados com o *disclosure* econômico e com o *disclosure* total, mostrando que empresas com maior *disclosure* gerenciam menos seus resultados. É importante observar que nenhum modelo rejeita a hipótese nula do teste F.

Tabela 5 - Resultados obtidos para a Equação 4

Modelo	Variável Dependente: <i>Accruals</i> Disc.*					Teste F	
	Variáveis Independentes				F	Prob > F	
	<i>Disclosure</i>	Log(At)	Governança	Cte			
Eco	-6,5658 (4,0911)*	-0,0919 (0,2231)	0,8862 (0,7381)	3,5655 (3,9476)	0,87	0,4580	
Socamb	-1,8879 (2,4341)	-0,2206 (0,2264)	0,0183 (0,1649)	3,8331 (3,8111)			
Total	-4,6062 (3,4612)*	-0,1872 (0,2264)	0,3051 (0,3327)	4,1941 (3,9549)	1,01	0,3918	

*Os erros-padrões (entre parênteses) de todos os modelos abaixo foram obtidos através de *jackknife*, pois os resíduos rejeitaram a hipótese nula (normalidade) no teste de Jarque-Bera ou eram heterocedásticos. Em todos os modelos, o teste *t* era unicaudal.

Já para a Equação 5, os resultados obtidos (Tabela 6) são pouco significativos: não é possível afirmar que os *accruals* discricionários influenciam o nível de *disclosure* das empresas analisadas.

Tabela 6 - Resultados obtidos para a Equação 5

Modelo	Variável Dependente: <i>Disclosure</i> Voluntário*						Teste F	
	Variáveis Independentes					Cte	F	Prob > F
	<i>Accruals</i> Disc.	Log(At)	Setor Elétrico	Log(End)	Log(Rent)			
Eco	-2,8162 (5,7928)	-0,0528 (0,1326)	0,0447 (0,1136)	0,1671 (0,7541)	0,0974 (0,0588)*	1,4524 (2,3114)	2,08	0,0770
Socamb	12,3268 (75,1071)	0,1720 (1,9519)	0,2310 (0,5620)	0,4025 (3,1904)	-0,1168 (2,0129)	-2,3373 (34,7554)		
Total	-6,6632 (10,8219)	-0,1189 (0,2161)	0,0662 (0,1764)	0,1822 (0,8671)	0,1800 (0,2081)	2,5367 (3,7973)	0,32	0,8978

*Os erros-padrões (entre parênteses) de todos os modelos abaixo foram obtidos através de *jackknife*, pois os resíduos rejeitaram a hipótese nula (normalidade) no teste de Jarque-Bera. Em todos os modelos, o teste *t* era unicaudal.

5 CONCLUSÕES

Com base na literatura sobre escolhas contábeis (*accounting choice*), pode-se dizer que tanto o resultado econômico da empresa quanto o nível de divulgação são alvo de escolhas contábeis. A ideia subjacente é que o gerenciamento é algo intrínseco a prática da contabilidade e pode ocorrer nas três fases do ciclo contábil: (i) reconhecimento, (ii) mensuração e (iii) *disclosure*.

Dentro desse contexto, o presente estudo objetivou testar empiricamente a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o nível de gerenciamento de resultados das companhias abertas no Brasil. *A priori*, de acordo com a literatura existente, esperava-se uma relação negativa entre essas duas práticas empresarias. A ideia subjacente é que as empresas que optam por ter uma postura mais transparente, isto é, maior nível de *disclosure* voluntário,

gerenciam menos seus resultados. Em razão disso formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa: existe uma relação negativa entre o nível de *disclosure* voluntário e o nível de gerenciamento de resultados.

Para a consecução deste objetivo, uma amostra de 100 companhias abertas foi analisada nos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008. O nível de *disclosure* voluntário das empresas foi computado a partir de uma métrica composta por 92 tipos de informação dividida em duas grandes dimensões: econômica (43) e socioambiental (49). A partir dessa métrica, elaborou-se um índice de *disclosure* voluntário por empresa dividido em: (i) *disclosure* econômico; (ii) *disclosure* socioambiental; e (iii) *disclosure* total (econômico + socioambiental).

Como *proxy* para o gerenciamento de resultados utilizou-se o modelo de Jones (1991). Uma vez estimadas as duas variáveis do estudo, nível de *disclosure* voluntário e nível de *accruals* discricionários, utilizou-se um modelo de equações simultâneas para operacionalizar o estudo e analisar a relação entre elas. Tal modelo foi dividido em duas partes. Primeiramente, o nível de *accruals* discricionário foi explicado pelo nível de *disclosure* voluntário e por um conjunto de variáveis de controle e posteriormente, o nível de *disclosure* voluntário foi explicado pelos *accruals* e variáveis de controle.

Como principais resultados do estudo têm-se:

- a) a relação negativa esperada entre o nível de *disclosure* corporativo e o nível de gerenciamento de lucros, fica mais evidente quando se utiliza o *disclosure* econômico. Um aumento nessa variável diminui o uso de *accruals* discricionários, o que se verifica pela rejeição da hipótese nula ($\beta_1 \geq 0$) ao nível de significância de 10%. A relação contrária não foi observada: não é possível afirmar que um aumento dos *accruals* discricionários causa uma diminuição do *disclosure* econômico, apesar do coeficiente ser negativo. Apesar disso, essa regressão rejeita a hipótese nula do teste F ao nível de 10%, mostrando que é possível estabelecer uma relação entre as variáveis do lado direito da Equação 5 e o *disclosure* econômico;
- b) foi encontrada uma relação positiva entre o nível de *disclosure* socioambiental e o nível de gerenciamento de lucros. Portanto, diferentemente do *disclosure* econômico, o *disclosure* socioambiental possui relação positiva com o nível de gerenciamento de lucros.

Assim, no que diz respeito a hipótese de pesquisa inicialmente formulada - existe uma relação negativa entre o nível de *disclosure* e o nível de gerenciamento de lucro - apenas parte dela foi confirmada nesse estudo. Isso ocorreu, pois de acordo com os resultados da pesquisa, apenas o *disclosure* econômico possui uma relação inversa com o nível de gerenciamento.

Finalmente, deve-se ressaltar que os resultados encontrados não permitem conclusões definitivas sobre a relação entre gerenciamento de lucros e *disclosure*. Existem duas importantes limitações da pesquisa que contribuem para isso: (i) erros de medição na variável endógena - já que os *accruals* discricionários são estimados, e não obtidos de forma determinística; e (ii) a existência de variáveis exógenas que afetam o *disclosure* ou o gerenciamento de resultados, mas foram omitidas do modelo por não serem observáveis ou não estarem disponíveis.

Mesmo assim, a coerência dos resultados (analisados em conjunto) e a significância do coeficiente β_1 sugerem que tal relação existe - o que poderá ser confirmado por futuras pesquisas que alcancem um maior grau de precisão através do uso de modelos mais completos ou de mais observações (isto é, um período de estudo mais amplo).

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. The market for “lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, p. 488-500, 1970. doi:10.2307/1879431
- ALENCAR, R. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- ANDRADE, J.; SALOTTI, B. Balanço de recursos humanos: uma análise de companhias do mercado brasileiro. In: CONGRESSO ANPCONT, 2, 2008, Salvador. **Anais...** São Paulo: ANPCONT, 2008. CD-ROM.
- ARCHAMBAULT, J.; ARCHAMBAULT, M. A multinational test of determinants of corporate disclosure. **International Journal of Accounting**, v. 38, p. 173-194, 2003. doi:10.1016/S0020-7063(03)00021-9
- ARNOLD, S. F. Asymptotic validity of F tests for the ordinary linear model and the multiple correlation model. **Journal of the American Statistical Association**, v. 75, n. 372, p. 890-894, 1980. doi:10.2307/2287177
- BALL, R.; KOTHARI, S.P.; ROBIN, A. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, p. 1-51, 2000. doi:10.1016/S0165-4101(00)00012-4
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BEATTIE, V.; MCINNES, B.; FEARNLEY, S. A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. **Accounting Forum**, v. 28, p. 205-236, 2004. doi:10.1016/j.accfor.2004.07.001
- BEAVER, W. **Financial reporting: an accounting revolution**. New York: Editora Prentice Hall, 1998.
- BERETTA, S.; BOZZOLAN, S. Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Forthcoming, 2008. **Social Science Research Network**. Jan., 2007. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 11 set. 2008.
- BOTOSAN, C. Disclosure level and cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, p. 323-349, 1997.
- BUSHMAN, R.; SMITH, A. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001. doi:10.1016/S0165-4101(01)00027-1
- BURRIT, R.; WELCH, S. Accountability for environmental performance of the Australian Commonwealth public sector. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**, v. 10, p. 532-561, 1997. doi:10.1108/09513579710367494
- CARDOSO, R.; MARTINEZ, A. Gerenciamento de resultados contábeis mediante decisões operacionais. In: EnANPAD, 30, 2006. Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. CD-ROM.
- CHOW, C.; WONG-BOREN, A. Voluntarily financial disclosure by Mexican companies. **The Accounting Review**, v. 62, p. 533-541, 1987.
- COSENZA, J.; GRATERON, I. A auditoria da contabilidade criativa. **Revista Brasileira de Contabilidade**, n. 143, p. 43-61, 2003.
- CUPERTINO, C. M.; MARTINEZ, A. L. Qualidade da auditoria e earnings management: risk

assessment através do nível dos accruals discricionários. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 19, n. 3, p. 69-93, 2008.

DECHOW, P. M.; SLOAN, R. G.; SWEENEY, A. P. Detecting earnings management. **The Accounting Review**, v. 70, n. 2, p. 193-225, 1995.

DEEGAN, C., RANKIN, M., TOBIN, J. An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: a test of legitimacy theory. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 15, p. 312-43, 2002. doi:10.1108/09513570210435861

DEPOERS, F. A cost benefit study of voluntary disclosure: some empirical evidence from French listed companies. **European Accounting Review**, v. 9, p. 245-263, 2000. doi:10.1080/09638180050129891

ERNST and ERNST. **Social responsibility disclosure: 1978 survey**. Cleveland, OH: Ernst and Ernst, 1978.

FIELDS, T.; LYS, T.; VICENT, L. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 255-307, 2001. doi:10.1016/S0165-4101(01)00028-3

FISHER, P.; VERRECCHIA, R. Reporting bias. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Julho, 1998. Acesso em: 15 set. 2008. doi:10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x

FRANCIS, J.; NANDA, D.; OLSSON, P. Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital. **Journal of Accounting Research**, v. 46, p. 53-99, 2008. DOI: 10.1111/j.1475-679X.2008.00267.x

GIBBINS, M.; RICHARDSON, A.; WATERHOUSE, J. The management of corporate financial disclosure: opportunism, ritualism, policies and process. **Journal of Accounting Research**, v. 28, p. 121-143, 1990. doi:10.2307/2491219

GOTO, S.; WATANABE, M.; XU, Y. Strategic disclosure and stock returns: theory and evidence from U.S. cross-listing. **Review of Financial Studies, Forthcoming. Social Science Research Network**. Maio, 2007. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 22 ago. 2008.

GRAY, R.; KOUHY, R.; LAVERS, S. Methodological themes: constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 8, p. 78-101, 1995. doi:10.1108/09513579510086812

GROSSMAN, S.; STIGLITZ. On the impossibility of informationally efficient markets. **The American Economic Review**, v. 70, p. 393-408, 1980.

GRUNING, M. Capital markets implications of corporate disclosure: German evidence. In: EUROPEAN ACCOUNTING ASSOCIATION ANNUAL CONGRESS, 31., 2008. **Anais...** Rotterdam, 2008. CD-ROM.

HACKSTON, D.; MILNE, M. Some determinants of social and environmental disclosure in New Zealand companies. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 9, p. 77-108, 1996. doi:10.1108/09513579610109987

HAIL, L. The impact of voluntarily corporate disclosure on the ex ante cost of capital for Swiss firms. **European Accounting Review**, v. 11, p. 741-743, 2002. doi:10.1080/0963818022000001109

HAUSMAN, J. A. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, v. 46, n. 6, p. 1251-1271, 1978. doi:10.2307/1913827

- HEALY, P.; PALEPU, K. Information asymmetry, corporate disclosure and capital markets: a review of empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001. doi:10.1016/S0165-4101(01)00018-0
- HOSSAIN, M. The extent of disclosure in annual reports of banking companies: The case of India. In: AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION ANNUAL MEETING, 2008. **Anais...** Anaheim, 2008. CD-ROM.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E., GELBCKE, E. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- JARQUE, C. M.; BERA, A. K. A Test for normality of observations and regression residuals. **International Statistical Review / Revue Internationale de Statistique**, v. 55, n. 2, p. 163-172, 1987.
- JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, 1976. doi:10.1016/0304-405X(76)90026-X
- JONES, J. J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v. 29, n. 2, p. 193-228, 1991. doi:10.2307/2491047
- KOTHARI, S. P.; SHU, S., WYSOCKI, P. Do managers withhold bad news? Working paper. MIT Sloan School of Management, 2007. **Social Science Research Network**. Março, 2008. Disponível em: <www.ssrn.com>. Acesso em: 22 out. 2008.
- KRIPPENDORFF, K. **Metodología de análisis de contenido: teoría y práctica**. Barcelona: Paidós Comunicación, 1990.
- KUASIRIKUN, N.; SHERER, M. Corporate social accounting in Thailand. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 17, p. 629-660, 2004. doi:10.1108/09513570410554588
- LANZANA, A. **Relação entre o disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LEVITT, A. The importance of high quality accounting standards. **Accounting Horizons**, v. 12, p. 79-82, 1998.
- LIMA, G. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileira**. 118 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- MALACRIDA, M.; YAMAMOTO, M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista Contabilidade & Finanças**, Edição Comemorativa, p. 65-79, 2006.
- MACKINNON, J.; WHITE, H. Some heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimators with improved finite sample properties. **Journal of Econometrics**, v. 29, p. 305-325, 1983. doi:10.1016/0304-4076(85)90158-7
- MEEK, G.; ROBERTS, C.; GRAY, S. Factors influencing voluntarily annual report disclosure by U.S., U.K., and continental European multinational corporations. **Journal of International Business Studies**, v. 26, p. 555-572, 1995. doi:10.1057/palgrave.jibs.8490186
- MILLER, R. G. An unbalanced Jackknife. **The Annals of Statistics**, v. 2, n. 5, p. 880-891, 1974. doi:10.1214/aos/1176342811

MORRIS, R. D., TRONNES, P. C. The determinants of voluntary strategy disclosure: an international comparison. In: AMERICAN ACCOUNTING ASSOCIATION ANNUAL MEETING, 2008. **Anais...** Anaheim, 2008. CD-ROM.

MURCIA, F. **Fatores Determinantes do Nível de Disclosure Voluntário de Companhias Abertas no Brasil**. 2009. 186 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2009.

NOSSA, V. **Disclosure ambiental: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional**. 2002. 246 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2002.

ORENS, R.; LYBAERT, N. Analysts' earnings forecasts and non-financial disclosures. In: EUROPEAN ACCOUNTING ASSOCIATION ANNUAL CONGRESS, 31., 2008. **Anais...** Rotterdam, 2008. CD-ROM.

PAULO, E. Gerenciamento de resultados e a oferta pública de ações pelas companhias abertas brasileiras. In: EnANPAD, 30., 2006, Salvador. **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2006. CD-ROM.

SALOMONE, R.; GALLUCCIO, G. Environmental issues and financial reporting trends: a survey in the chemical and oil & gas industries. **FEEM Working Paper**, n. 32, 2001.

SCHIPPER, K. Commentary: earnings management. **Accounting Horizons**, v. 13, n. 4, p. 91-102, 1989.

STANDARDS & POOR'S. **Transparency and Disclosure (T&D) 2002 rankings**. Disponível em: www.standardandpoors.com. Acesso em: 15 set. 2008.

WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. **Positive accounting theory**. Englewood Cliffs: Prentice Hall, 1986.

WELKER, M. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 801-827, 1995. doi:10.1111/j.1911-3846.1995.tb00467.x

WHITE, H. A Heteroskedasticity-consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. **Econometrica**, v. 48, n. 4, p. 817-838, 1980. doi:10.2307/1912934

WILLIAMS, S. M. Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific region: an international empirical test of political economy theory. **The International Journal of Accounting**, v. 34, p. 209-238, 1999. doi:10.1016/S0020-7063(99)00006-0

YUSOFF, H.; LEHMAN, G.; NASIR, N. Environmental engagements through the lens of disclosure practices: a Malaysian story. **Asian Review of Accounting**, v. 14, p. 122-148, 2006. doi:10.1108/13217340610729509

ZEGHAL, D.; AHMED, S. Comparison of social responsibility information disclosure media used by Canadian firms. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 3, p. 1-13, 1990. doi:10.1108/09513579010136343