

## DIVULGAÇÃO VOLUNTÁRIA DA DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

**Autoria:** Bruno Meirelles Salotti, Marina Mitiyo Yamamoto

### Resumo

Esse trabalho avalia os motivos da divulgação voluntária da DFC, Demonstração dos Fluxos de Caixa, no mercado de capitais brasileiro. Para tal, utiliza o referencial teórico da Teoria da Divulgação Voluntária. A partir do modelo proposto por Verrecchia (2001), são elaboradas cinco hipóteses relacionando a divulgação voluntária da DFC a outras variáveis. Essas hipóteses são testadas a partir dos dados das companhias abertas com ações listadas na BOVESPA, Bolsa de Valores de São Paulo, as quais divulgaram voluntariamente a DFC no período de 2000 a 2004. Utilizam-se testes estatísticos univariados de diferenças de médias e multivariados, a partir da aplicação do modelo da regressão logística. As evidências empíricas sugerem que a divulgação voluntária da DFC tem forte correlação positiva com a divulgação voluntária passada da DFC; e positiva com a importância dada pela empresa às percepções dos *outsiders*. Percebe-se, ainda, correlação positiva com o desempenho da empresa; negativa com os custos de divulgação; e negativa com o nível de assimetria informacional. Também é empregada uma variável de controle relacionada à participação das empresas nos programas de ADRs, *American Depositary Receipts*, notando-se uma correlação positiva entre a divulgação da DFC e a participação das empresas nos programas de ADRs.

### 1. Introdução

Esse estudo avalia os motivos da divulgação voluntária da DFC, Demonstração dos Fluxos de Caixa, no mercado de capitais brasileiro.

De acordo com a realidade brasileira atual, a DFC é uma demonstração contábil cuja divulgação não é obrigatória, diferentemente de outros países de origem anglo-saxônica, onde tal obrigatoriedade existe há décadas em alguns casos. Nos EUA e Canadá, por exemplo, a divulgação da DFC é obrigatória desde a 2ª metade da década de 80.

Porém, a observação da divulgação das informações contábeis das empresas do mercado brasileiro aponta o crescimento do número de empresas que vêm divulgando a DFC.

Portanto, sendo a DFC uma demonstração cuja divulgação não é obrigatória no Brasil, esse trabalho se concentra em avaliar os motivos da divulgação voluntária dessa demonstração. Sendo assim, esse estudo procura responder à seguinte questão: **por que as companhias abertas que têm ações listadas na BOVESPA divulgam a DFC?**

Para responder a essa pergunta, esse trabalho utiliza como referencial teórico a Teoria da Divulgação, desenvolvida desde a década de 80 pela pesquisa positiva internacional em Contabilidade.

De acordo com esta teoria, existem diversas hipóteses empiricamente testáveis que justificam a divulgação voluntária de informações contábeis. O presente estudo focaliza-se em tais hipóteses a fim de avaliar se as justificativas propostas pela teoria são válidas para explicar os motivos que levam as empresas do mercado de capitais brasileiro a divulgar a DFC voluntariamente. Tais hipóteses são desenvolvidas na seção 4 desse artigo, após a apresentação da Teoria da Divulgação Voluntária.

Considerado o problema de pesquisa, define-se como o objetivo explicar os motivos da divulgação voluntária da DFC no mercado de capitais brasileiro, com base no referencial da Teoria da Divulgação Voluntária.

Esse artigo segue a **metodologia positiva**, uma vez que objetiva, a partir da observação de uma determinada realidade e com base em um arcabouço teórico pré-definido,

desenvolver a teoria da contabilidade com o objetivo de explicar e prever um fenômeno contábil.

As seções seguintes se destinam a apresentar a DFC e sua importância para o Mercado de Capitais, a Teoria da Divulgação como referencial teórico da pesquisa, a Metodologia utilizada na pesquisa empírica, os resultados e as conclusões.

## 2. Demonstração dos Fluxos de Caixa

A DFC, nos moldes em que é apresentada atualmente, é extremamente nova no campo do conhecimento contábil. As suas primeiras aparições datam da década de 80 e surgem em substituição à DOAR, Demonstração de Origens e Aplicações de Recursos, que, em ambiente internacional, também é conhecida como Demonstração das Mutações da Posição Financeira.

Os países que determinaram tal substituição argumentam que o Fluxo de Caixa possui maior utilidade, além do seu entendimento ser mais simples.

No Brasil, essa tendência de substituição da DOAR pela DFC também existe, porém a divulgação da DFC ainda não é obrigatória, mas incentivada. Esse processo de estimulação foi iniciado pela CVM, Comissão de Valores Mobiliários, no parecer de orientação nº 24, de 15 de janeiro de 1992, que já citava a publicação da DFC como uma demonstração complementar.

Apesar da não obrigatoriedade da divulgação da DFC, algumas empresas a divulgam voluntariamente e o número de empresas que fornecem essa informação vem crescendo com o passar dos anos.

De maneira sucinta, o conteúdo informativo da DFC é segregado de acordo com os fluxos de caixa por tipo de atividade: operacional, de investimento e de financiamento. Esses fluxos são somados, acarretando a variação líquida do caixa no período evidenciado. A esse fluxo líquido, é somado o saldo inicial do caixa, resultando o saldo do final do período. Portanto, essa demonstração explica a variação dos saldos de caixa e equivalentes de caixa (demonstrados nos balanços patrimoniais dos dois períodos).

Os fluxos de caixa evidenciados na DFC são informações relevantes para uma série de aplicações, como por exemplo a análise das demonstrações contábeis da empresa<sup>1</sup>, a análise da capacidade de pagamento de suas dívidas<sup>2</sup> e a avaliação do valor da empresa baseado em fluxos de caixa futuros.

Além disso, diversas pesquisas têm se preocupado em avaliar a relevância da informação sobre fluxos de caixa para explicar retornos das ações. Esses estudos são conhecidos na literatura internacional como estudos de *value relevance*.<sup>3</sup>

Destaca-se, também, que a divulgação da DFC, na medida em que evidencia os reais fluxos de caixa ocorridos durante um período contábil, permite ao usuário detectar as acumulações<sup>4</sup>, decorrentes da diferença entre as receitas e despesas, registradas pelo regime de competência, e os efetivos recebimentos e pagamentos efetuados. Desse modo, a prática de “gerenciamento de resultados” pode ser avaliada de uma maneira mais transparente e objetiva.

Desse modo, a divulgação voluntária da DFC no mercado de capitais brasileiro tem crescido com o passar dos anos em função de sua importância como demonstração contábil e pelo seu conteúdo informacional.

## 3. Teoria da Divulgação Voluntária

A Teoria da Divulgação Voluntária trata do desenvolvimento da Teoria da Divulgação considerando a divulgação como um processo endógeno, ou seja, são considerados os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar as informações.

A respeito da Teoria da Divulgação, 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) procura classificar os trabalhos existentes sobre o assunto em três categorias: Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação (*association-based disclosure*); Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary-based disclosure*); e Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based disclosure*).

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.

Esse tipo de pesquisa é baseado no conceito da *seleção adversa*. De acordo com Salotti e Yamamoto (2005, p.59),

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.

Um outro exemplo do conceito de seleção adversa pode ser verificado na venda de um veículo usado. Se uma pessoa A está negociando a compra de um veículo da pessoa B, sendo que esta traz consigo um mecânico para atestar a qualidade do veículo, então isso significa que B incorreu em um custo (de contratação do mecânico) para divulgar a A que o seu veículo está em ótimas condições. Isso fornece a A parâmetros para acreditar que o carro tem qualidade e, portanto, vale o preço oferecido. Porém, se B sabe que o carro não está em perfeitas condições (por exemplo, já foi batido três vezes), então não adianta incorrer em custos com um mecânico pois a informação que este irá fornecer a A não vai alterar a percepção da deficiência do veículo. Sendo assim, B não leva o mecânico para a negociação e A interpreta a ausência do especialista de forma adversa (ou seja, conclui que o veículo está em condições inadequadas, pois, se isso não fosse verdade, B argumentaria para convencê-lo do contrário) e reduz o preço oferecido pelo veículo.

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 em que os custos relacionados a essa divulgação compensam os benefícios, porque 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.

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. Mas se os investidores sabem que o gerente tem informação a qual não tem sido divulgada, eles vão inferir corretamente que o preço de mercado atual da firma superestima o valor da firma, baseados na informação (desfavorável) mantida pelo gerente. Desse

modo, os investidores vão revisar para baixo as suas demandas pelas ações da firma, e o preço da firma vai cair precipitadamente até que o gerente divulgue a informação (tradução livre).

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

De acordo com Verrecchia (2001), diversos trabalhos sobre esse assunto 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 evidencição 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.

Ainda segundo Verrecchia (2001), em relação à variedade de custos que podem suportar a não divulgação da informação, destaca-se como exemplo o custo associado com a informação divulgada, na sua natureza, proprietária. Esse tipo de custo é conhecido como custo proprietário e se refere aos custos incorridos pela divulgação de informações de propriedade da empresa. Por exemplo, se o processo produtivo de uma determinada indústria for revelado em detalhes, isso pode custar o aparecimento de outros concorrentes, levando a firma à perda de participação de mercado.

Para uma descrição a respeito da modelagem proposta por Verrecchia (2001), consultar Salotti e Yamamoto (2005).

#### **4. Hipóteses Desenvolvidas a partir do Modelo proposto por Verrecchia (2001)**

Do modelo proposto por Verrecchia (2001), algumas relações entre variáveis são observadas, possibilitando a elaboração de hipóteses para a execução de um estudo empírico. As hipóteses desenvolvidas nesse artigo relacionam o nível de divulgação com as seguintes variáveis: desempenho da empresa, custos de divulgação, nível de assimetria informacional, percepção dos *outsiders* e o nível passado de divulgação.

As relações desenvolvidas a partir do modelo proposto por Verrecchia (2001) são apresentadas a seguir.

##### **4.1. Nível de Divulgação e Desempenho da Empresa**

De acordo com o modelo de Verrecchia (2001), considera-se a existência de uma associação positiva entre as divulgações voluntárias e a receita da empresa.

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

**Hipótese 1 (H1): 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.

#### 4.2. Nível de Divulgação e Custos de Divulgação

De acordo com a Teoria da Divulgação Voluntária, as informações voluntárias são divulgadas se o valor da firma, considerada a dedução dos custos de divulgação, torna-se superior ao valor admitindo-se a não divulgação. Dessa forma, os custos de divulgação influenciam a decisão da firma de divulgar ou não informações não obrigatórias.

Teoricamente, se não existisse custo de divulgação, a empresa sempre iria optar pela divulgação total de suas informações. Conforme os custos aumentam, o nível de divulgação da empresa tende a diminuir. Isso permite o desenvolvimento da seguinte hipótese:

**Hipótese 2 (H2): O nível de divulgação tem correlação negativa com os custos de divulgação.**

Com isso, baseando-se na Teoria da Divulgação Voluntária, espera-se que empresas com maiores custos de divulgação tenham menor nível de divulgação voluntária.

#### 4.3. Nível de Divulgação e Assimetria Informacional

A assimetria informacional refere-se à diferença entre a informação detida pela gerência e aquela divulgada para o mercado. Segundo Brown *et al* (2001, p.1-2), quando a empresa possui informação relevante não divulgada publicamente, mas com a possibilidade de ser conhecida por apenas alguns investidores, essa situação gera o problema de seleção adversa, porque os investidores não informados tendem a se proteger contra o risco da informação imperfeita e exigem maiores retornos. Dessa forma, a assimetria informacional causa um aumento do custo de capital.

Segundo Verrecchia (2001, p. 151), a probabilidade da divulgação geralmente aumenta conforme a assimetria informacional aumenta. A partir disso, desenvolve-se a seguinte hipótese:

**Hipótese 3 (H3): O nível de divulgação tem correlação positiva com o nível de assimetria informacional entre os investidores externos e a empresa.**

Portanto, a partir da Teoria da Divulgação Voluntária, espera-se que empresas com maiores níveis de assimetria informacional tenham maiores níveis de divulgação voluntária. A divulgação é incentivada para reduzir o problema de seleção adversa (VERRECCHIA, 2001, p. 151).<sup>5</sup>

Ressalta-se que, após a ocorrência da divulgação, o nível de assimetria tende a se reduzir, pois a divulgação proporciona a quebra da assimetria informacional (LEUZ, 2000, p. 194).

#### 4.4. Nível de Divulgação e a Percepção dos *Outsiders*

A percepção dos *outsiders* surge da exposição da firma ao mercado de capitais. Assim, quanto mais a firma é exposta a esse mercado, mais o seu valor é influenciado pelos *outsiders*.

A partir do modelo de Verrecchia (1990), Lang e Lundholm (1992) incluem o peso dado pela firma às percepções dos outsiders. Essa variável é definida por  $\omega$ , o qual varia entre o intervalo  $[0,1]$ . Esses autores propõem que a variável  $c$ , custos de divulgação, seja dividida por  $\omega$ . Assim, quanto menor o peso dado pela firma às percepções dos seus outsiders, maior é o custo da divulgação. De acordo com o modelo de Verrecchia (2001), o nível de divulgação está correlacionado negativamente com o custo de divulgação. Se o peso dado pela firma às percepções dos *outsiders* tem correlação negativa com o custo da divulgação, então a seguinte hipótese pode ser elaborada:

**Hipótese 4 (H4): O nível de divulgação tem correlação positiva com a importância dada pela firma às percepções dos outsiders.**

Portanto, de acordo com a Teoria da Divulgação Voluntária, espera-se que empresas que se importam mais com as percepções dos seus *outsiders* apresentem maiores níveis de divulgação voluntária.

#### 4.5. Nível de Divulgação e o Nível Passado de Divulgação

O nível de divulgação de informações voluntárias pode ter uma relação positiva com o nível passado de divulgação, devido principalmente a dois motivos. O primeiro é a possível redução nos custos de divulgação obtida com a elaboração de uma informação divulgada anteriormente.

Outro motivo é a força imposta pelo mercado de capitais às empresas que divulgaram informações voluntárias em anos anteriores. Essa força é decorrência do problema de seleção adversa: se uma empresa divulga um tipo de informação em um ano e deixa de divulgá-la no ano seguinte, essa informação pode ser estimada pelo mercado como sendo adversa. Desse modo, as expectativas dos investidores podem ser reavaliadas e os preços das ações dessa empresa sofreriam uma redução em decorrência da não divulgação da informação outrora divulgada (LEUZ, 2000).

Em função disso, a seguinte hipótese pode ser elaborada:

**Hipótese 5 (H5): O nível de divulgação tem correlação positiva com o nível passado de divulgação.**

Portanto, de acordo com a Teoria da Divulgação Voluntária, espera-se a tendência de empresas que divulgaram informações voluntárias no passado apresentarem maiores níveis de divulgação voluntária.

#### 4.6. Hipóteses da Teoria da Divulgação Voluntária adaptadas ao problema de pesquisa

O objetivo desse artigo é explicar os motivos da divulgação voluntária da DFC no mercado de capitais brasileiro. Dessa forma, as hipóteses desenvolvidas anteriormente podem ser reescritas, considerando que o nível de divulgação avaliado é a divulgação da DFC. Assim, as hipóteses H1, H2, H3, H4 e H5 podem ser adaptadas ao problema de pesquisa da seguinte maneira:

*Hipótese 1 Adaptada (H1A): Empresas com melhor desempenho tendem a divulgar voluntariamente a DFC.*

*Hipótese 2 Adaptada (H2A): Empresas que incorrem em maiores custos de divulgação da DFC tendem a não divulgá-la voluntariamente.*

*Hipótese 3 Adaptada (H3A): Empresas que têm um alto nível de assimetria informacional em relação aos seus investidores tendem a divulgar voluntariamente a DFC.*

*Hipótese 4 Adaptada (H4A): Empresas que se importam com as percepções dos outsiders tendem a divulgar voluntariamente a DFC.*

*Hipótese 5 Adaptada (H5A): Empresas que divulgam a DFC em períodos anteriores tendem a divulgar voluntariamente a DFC.*

## 5. Metodologia de Pesquisa

### 5.1. Definição da Amostra

Para testar as hipóteses desenvolvidas na seção anterior, a amostra utilizada compreende companhias abertas, com ações listadas na BOVESPA, que divulgaram as suas demonstrações contábeis relativas ao período de 2000 a 2004. São excluídas da amostra as instituições financeiras, as companhias do setor energético e as companhias de participação.<sup>6</sup>

Considerando essa população, efetua-se a coleta dos dados. A primeira etapa desse processo constitui-se no acesso à base de dados da FIPECAFI<sup>7</sup>, que contém informações sobre quais empresas divulgaram a DFC durante o período analisado. Essa coleta segue a definição da população, dada anteriormente.

Os demais dados dessas empresas e também das que não divulgaram a DFC são coletados da base de dados Economática.<sup>8</sup>

Observando essas empresas, percebe-se que uma quantidade considerável faz parte dos programas de lançamento de ADRs<sup>9</sup>. 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, a elaboração da DFC passa a fazer parte da rotina contábil dessas empresas, ou seja, os custos de elaboração da DFC para divulgação dessa informação no mercado doméstico são reduzidos, pois a informação já é preparada e divulgada no mercado dos EUA.<sup>10</sup>

Essa relação é comprovada por meio de estudos empíricos os quais analisam os fatores que influenciam as empresas a aderir aos programas de ADRs (SAUDAGARAN, 1988; TIBÉRIO, 2004). Uma das conclusões desses estudos é a do tamanho da firma ser um fator explicativo da decisão de listagem no exterior. Se os custos de divulgação têm correlação negativa com o tamanho da firma, então se supõe que as companhias participantes dos programas de ADRs possuem menores custos de divulgação.

Algumas observações são excluídas da base de dados por não conter todos os dados necessários para a elaboração da pesquisa. Por exemplo, se um papel não tem ao menos uma cotação mensal, o desvio padrão do logaritmo natural das variações nos preços não é calculado. Dessa forma, essa observação é eliminada da pesquisa.

Em função disso, 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
	nº de empresas	%	nº de empresas	%	
2000	21	11%	170	89%	<b>191</b>
2001	31	19%	136	81%	<b>167</b>
2002	33	22%	119	78%	<b>152</b>
2003	37	26%	105	74%	<b>142</b>
2004	42	30%	100	70%	<b>142</b>
<i>Total</i>	<i>164</i>	<i>21%</i>	<i>630</i>	<i>79%</i>	<b>794</b>

Fonte: elaborada pelo autor, com base nos dados da base da FIPECAFI e do Economática.

Pela análise da tabela 1, percebe-se que, tanto em termos absolutos como em percentuais, o número de empresas que divulgam a DFC vem crescendo ao longo dos últimos cinco anos em relação ao número de empresas que não a divulgam. Esse aumento é decorrente da diminuição do nº de empresas que não divulgam a DFC (ou seja, essas empresas passam a divulgar a informação).

## 5.2. Técnicas Estatísticas

Para a avaliação empírica das hipóteses, utilizam-se dois tipos de técnicas estatísticas: testes univariados e multivariados. Os testes univariados avaliam as hipóteses individualmente e os multivariados efetuam essa avaliação de maneira agregada. Todos os testes estatísticos são calculados no software SPSS, versão 10.0.

### 5.2.1. Testes Univariados

A avaliação das hipóteses relacionadas a esse estudo requer a utilização de testes univariados 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.

Existem dois tipos de testes de hipóteses para duas amostras independentes: paramétricos e não-paramétricos. O teste paramétrico é denominado “teste de diferença de médias para duas amostras independentes” e exige como pressuposto que as populações tenham a mesma variância. O teste não paramétrico é conhecido por “teste de Mann-Whitney” e se assemelha à sua versão paramétrica, porém, não exige o pressuposto da igualdade de variâncias (STEVENSON, 1981).

Em função disso, esses dois testes são aplicados, e, sendo os resultados semelhantes, podem ser considerados consistentes e fortalecem as conseqüentes análises.<sup>11</sup>

### 5.2.2. Testes Multivariados

Segundo Hair *et al* (2005, p.26), análises multivariadas são métodos estatísticos que analisam simultaneamente múltiplas medidas sobre cada indivíduo ou objeto sob investigação. Desse modo, através de uma análise multivariada, é possível avaliar as hipóteses desse estudo de uma maneira simultânea.

Quando a variável dependente é não métrica (situação proposta por esse artigo), duas análises multivariadas podem ser aplicáveis: análise discriminante e regressão logística. Para a avaliação das hipóteses dessa pesquisa, a técnica mais adequada é a da regressão logística.

## 5.3. Proxies utilizadas

*Proxies* são medidas reais empregadas para representar conceitos teóricos. Por exemplo, uma *proxy* adequada para a medição da liquidez de uma empresa é o índice de liquidez corrente, porém esta não é a única *proxy* possível, considerando a existência de outras medidas de liquidez, como o índice de liquidez geral, o de liquidez seca e o de liquidez imediata.

No caso específico desse trabalho, são definidas *proxies* para as seguintes variáveis: divulgação da DFC, desempenho da empresa, custos de divulgação, nível de assimetria informacional e percepção dos outsiders. Tais definições se baseiam em argumentos lógicos e também em estudos empíricos anteriores que elaboraram *proxies* para a medição de variáveis semelhantes às utilizadas nesse estudo.

O quadro a seguir apresenta as *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. Proxies utilizadas na Pesquisa**

Variável	Proxy	Código	Fórmula	Exemplos de estudos que utilizaram essa proxy
<b>1. Nível de Divulgação da DFC</b>	Divulgou ou não divulgou a DFC	DIVDFC	0, se não divulgou 1, se divulgou	Leuz (2000), Labelle (2002)
<b>2A. Desempenho da Empresa</b>	ROE	ROE	= res. líquido / (PL - res. líquido)	Lang e Lundholm (1992), Labelle (2002)
<b>2B. Desempenho da Empresa</b>	Retorno das Ações	RETAC	= ln (preço médio de encerramento da ação / preço médio de abertura da ação)	Lang e Lundholm (1992), Labelle (2002)
<b>3A. Custos de Divulgação</b>	Tamanho da Firma, medido total dos ativos	TOTAT	= ativo total no final do período	Labelle (2002)
<b>3B. Custos de Divulgação</b>	Tamanho da Firma, medido pelo valor de mercado	VALMER	= preço de encerramento da ação x (ações emitidas - ações em tesouraria)	Lang e Lundholm (1992)
<b>4. Nível de Assimetria Informacional</b>	Desvio Padrão das Cotações Diárias das Ações	DPAC	= desvio padrão [ ln(variações diárias das cotações das ações) ]	Brown <i>et al.</i> (2001)
<b>5A. Percepção dos Outsiders</b>	Tem ou não tem debêntures não vencidas	DEB	0, se não tem debêntures 1, se tem debêntures	Lang e Lundholm (1992)
<b>5B. Percepção dos Outsiders</b>	Presença do Papel em bolsa	PRES	= (quant. de dias em que houve negociação do papel / quant. de dias de negociação em um ano)	-
<b>5C. Percepção dos Outsiders</b>	Free Float	FF	= quant. de ações em poder de acionistas detentores de pequenas quant. de ações / quant. total de ações	Leuz (2000)
<b>6. Nível de Divulgação Passada da DFC</b>	Divulgou ou não divulgou a DFC no ano anterior	DIVDFC ANT	0, se não divulgou 1, se divulgou	Leuz (2000)
<b>Variável de Controle</b>	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. Esse procedimento é adotado, pois, conforme ressaltam Iudicibus *et al* (2003, p. 461), as informações contábeis consolidadas são consideradas mais adequadas para a real representação das informações de uma companhia.

O mercado de capitais brasileiro possui dois tipos de ações: ordinárias e preferenciais. Se a mesma empresa possui ambos tipos negociados 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. Geralmente, nesses casos, o tipo de ação escolhida é a preferencial, pois a ação ordinária possui menos frequência de negócios (por se relacionarem ao controle da

companhia). 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*.

## 6. Resultados

Essa seção apresenta os resultados obtidos por meio do tratamento estatístico dos dados e as análises de tais resultados. Conforme detalhado na seção 5.2, dois tipos de técnicas estatísticas são aplicadas: técnicas univariadas e multivariadas. Sendo assim, essa seção do trabalho é subdividida em duas: testes univariados e multivariados.

### 6.1. Testes Estatísticos Univariados

Os testes de diferença de médias entre amostras independentes são aplicados nas amostras dos cinco anos analisados e nos dados agrupados, considerando os cinco anos. 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.

A tabela 2 e o quadro 2 demonstram os resultados obtidos para os dados agrupados e um resumo dos resultados obtidos a partir das amostras de cada ano analisado. 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%.

**Tabela 2.** Resultados dos Testes Estatísticos Univariados da amostra de 2000 a 2004

Variáveis	Ano: 2000 a 2004 (N=794)			Testes Univariados	
	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>
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
TOTAT	630	1120716,081	2728970,871	-10,151	-14,018
	164	9196819,884	19273520,411	0,000 ***	0,000 ***
VALMER	630	584471,687	1991863,997	-9,017	-12,898
	164	5990664,732	14558912,370	0,000 ***	0,000 ***
DPAC	630	0,577	0,514	4,042	-4,417
	164	0,412	0,177	0,000 ***	0,000 ***
DEB	630	0,218	0,413	-3,635	-3,607
	164	0,354	0,480	0,000 ***	0,000 ***
PRES	630	0,499	0,339	-11,950	-11,952
	164	0,842	0,285	0,000 ***	0,000 ***
FF	630	0,553	0,331	-2,466	-2,435
	164	0,623	0,292	0,014 **	0,015 **
DIVDFCANT	630	0,011	0,105	-39,230	-22,882
	164	0,756	0,431	0,000 ***	0,000 ***
ADR	630	0,083	0,275	-13,610	-12,260
	164	0,482	0,501	0,000 ***	0,000 ***

**Quadro 2.** Resumo dos Resultados dos Testes Univariados

Hipóteses	Variáveis	2000	2001	2002	2003	2004	2000 a 2004
H1	ROE	-	-	-	**	***	**
	RETAC	*	-	-	***	-	-
H2	TOTAT	***	***	***	***	***	***
	VALMER	***	***	***	***	***	***
H3	DPAC	-	-	**	-	**	***
H4	DEB	**	-	*	**	-	***
	PRES	***	***	***	***	***	***
	FF	-	-	-	-	-	**
H5	DIVDFCANT	***	***	***	***	***	***
Controle	ADR	***	***	***	***	***	***

Os testes estatísticos apresentam significância em todas as variáveis. Dessa maneira, os resultados obtidos indicam a rejeição da hipótese nula de igualdade entre as médias de empresas que divulgam e que não divulgam a DFC. Para as variáveis ROE, RETAC, DPAC, DEB e FF, essa rejeição não é obtida em todas as amostras, mas pelo menos em uma delas. Para as variáveis TOTAT, VALMER, PRES, DIVDFCANT e ADR a rejeição de igualdade de médias é verificada em todas as amostras.

Especificamente no caso da hipótese 3, a *proxy* utilizada para a avaliação da assimetria informacional (desvio padrão do logaritmo natural das variações diárias das ações) apresenta resultados significativos, com exceção das amostras de 2000, 2001 e 2003. Porém, ao contrário do esperado pela hipótese 3, a média da assimetria informacional do grupo de empresas que divulgam a DFC é menor do que a média do grupo de empresas que não a divulgam. Esse resultado tem como consequência a rejeição da hipótese 3, ou seja, a divulgação voluntária da DFC tem correlação negativa com a assimetria informacional, pois as empresas que divulgam a DFC apresentam menores níveis de assimetria informacional do que aquelas que não a divulgam.

De certa forma, esse resultado pode ser interpretado da seguinte maneira: se uma empresa é incentivada a divulgar a DFC por apresentar maiores níveis de assimetria informacional com os seus investidores, então a divulgação dessa informação implica a quebra da assimetria e, conseqüentemente, a redução dos níveis de assimetria. Desse modo, a rejeição da hipótese 3 também pode ser considerada consistente com a Teoria da Divulgação Voluntária, pois as empresas que divulgam a DFC apresentam menores níveis de assimetria informacional do que aquelas que não a divulgam.

De modo geral, os resultados obtidos são consistentes com as hipóteses elaboradas a partir da Teoria da Divulgação Voluntária. Porém, avaliando que, em alguns casos, a significância das variáveis é observada em todas as amostras, e em outros não, é possível considerar algumas hipóteses como mais bem aceitas do que outras. Dessa forma, as evidências apontam para maior significância das hipóteses 5, 4 e 2, e menor significância para as hipóteses 1 e 3.

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.

A seguir, são apresentados os resultados obtidos pelos testes estatísticos multivariados.

## 6.2. Testes Estatísticos Multivariados

Utilizando os mesmos dados dos testes univariados, aplica-se a regressão logística, com o objetivo de avaliar as hipóteses da pesquisa de maneira multivariada.

Para validação estatística do modelo logístico, foram feitos os testes *Step*, *Block* e *Model*, *Hosmer & Lemeshow*, e calculados os indicadores  $-2LL$ , *Cox-Snell R<sup>2</sup>* e *Nagelkerke R<sup>2</sup>*. Os resultados obtidos indicam a adequação dos modelos aplicados em todas as amostras.

A tabela 3 e o quadro 3 demonstram os coeficientes estimados e os resultados do teste *Wald* para os dados agrupados e um resumo dos resultados obtidos a partir das amostras de cada ano analisado.

**Tabela 3.** Coeficientes e Resultados do Teste *Wald* da amostra de 2000 a 2004

Hipóteses	Variáveis	Coeficientes	Teste <i>Wald</i>	
			Estatística	Valor-P
H1	ROE	0,025	0,029	0,866
	RETAC	0,332	1,123	0,289
H2	TOTAT	0,000	1,400	0,237
	VALMER	0,000	0,751	0,386
H3	DPAC	-0,601	0,651	0,420
H4	DEB	0,199	0,288	0,592
	PRES	2,544	15,768	0,000 ***
	FF	0,303	0,302	0,583
H5	DIVDFCANT	5,499	121,785	0,000 ***
Controle	ADR	1,015	6,234	0,013 **
-	Constante	-4,751	45,854	0,000 ***

**Quadro 3.** Resumo dos Resultados dos Testes Multivariados

Hipóteses	Variáveis	2000	2001	2002	2003	2004	2000 a 2004
H1	ROE	-	-	-	-	-	-
	RETAC	-	-	-	-	**	-
H2	TOTAT	-	-	-	-	-	-
	VALMER	-	-	-	*	-	-
H3	DPAC	-	-	-	-	**	-
H4	DEB	-	-	**	-	-	-
	PRES	*	-	-	-	*	***
	FF	-	-	-	-	-	-
H5	DIVDFCANT	-	-	***	***	***	***
Controle	ADR	-	-	*	***	-	**

De modo geral, os resultados estatísticos da análise multivariada evidenciam significância estatística em todas as hipóteses do trabalho em pelo menos um ano, sinalizando os incentivos da divulgação da DFC. Porém, nem todas as *proxies* obtiveram tal significância.

Em relação à hipótese 3, o coeficiente estimado pela regressão logística é negativo, indicando que quanto menor a assimetria informacional, menor é a probabilidade de divulgação da DFC. Assim como nos resultados obtidos pelos testes univariados, esse resultado pode ser considerado consistente com a Teoria da Divulgação Voluntária, porque, se uma empresa é incentivada a divulgar a DFC por apresentar maiores níveis de assimetria informacional com os seus investidores, então, a divulgação dessa informação implicaria a quebra da assimetria e, conseqüentemente, a redução dos níveis de assimetria.

Os testes multivariados analisam conjuntamente as cinco hipóteses do estudo para explicar a divulgação voluntária da DFC, levando-se em consideração a variável de controle “ADR”, que se mostra significativa nas amostras de 2002, 2003 e nos dados agrupados.

Os resultados obtidos com os testes multivariados também são consistentes com as hipóteses elaboradas a partir da Teoria da Divulgação Voluntária. Porém, o nível da aceitação de cada hipótese é ressaltado quando a avaliação dessas hipóteses é realizada de maneira conjunta. Dessa maneira, as evidências apontam para maior significância das hipóteses 5 e 4, e menor significância para as hipóteses 1, 3 e 2.

Os resultados da variável de controle sugerem o seguinte: a maioria das empresas que divulga a DFC é fortemente incentivada pela sua participação nos programas de ADRs. A necessidade de reportar a DFC ao mercado norte-americano faz com que as empresas incluam a elaboração e divulgação da DFC no seu processo contábil. Desse modo, a participação das empresas nos programas de ADRs reduz significativamente os custos de divulgação.

Em função disso, a divulgação voluntária da DFC possui:

- forte correlação positiva com a divulgação voluntária passada da DFC;
- forte correlação positiva com a importância dada pela empresa às percepções dos *outsiders*;
- correlação positiva com o desempenho da empresa;
- correlação negativa com o nível de assimetria informacional;
- correlação negativa com os custos de divulgação.

Em função dos resultados dos testes estatísticos multivariados evidenciarem uma forte correlação entre a divulgação voluntária da DFC e a participação das empresas nos programas de ADR, os testes estatísticos são reprocessados para os dados agrupados, 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. As tabelas seguintes descrevem os testes estatísticos univariados e multivariados considerando essa sub-amostra.

**Tabela 4.** Resultados dos Testes Estatísticos Univariados da sub-amostra de 2000 a 2004

Ano: 2000 a 2004 (sub-amostra, N=663)				Testes Univariados		
Variáveis	N		Média	Desvio Padrão	Paramétrico	Não-paramétrico
	<i>Não Div. DFC</i>	<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>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
TOTAT	578		854116,282	1959823,225	-7,653	-9,270
	85		2831730,494	3542986,646	0,000 ***	0,000 ***
VALMER	578		401202,417	1266302,182	-5,246	-8,301
	85		1236920,682	1945011,639	0,000 ***	0,000 ***
DPAC	578		0,589	0,532	2,996	-3,117
	85		0,415	0,160	0,003 ***	0,002 ***
DEB	578		0,204	0,403	-1,398	-1,397
	85		0,271	0,447	0,163	0,163
PRES	578		0,479	0,335	-7,568	-7,404
	85		0,772	0,321	0,000 ***	0,000 ***
FF	578		0,547	0,333	-1,552	-1,448
	85		0,606	0,320	0,121	0,148
DIVDFCANT	578		0,012	0,110	-28,752	-19,180
	85		0,671	0,473	0,000 ***	0,000 ***

**Tabela 5.** Resultados dos Testes Estatísticos Multivariados da sub-amostra de 2000 a 2004

Hipóteses	Variáveis	Coeficientes	Teste Wald	
			Estatística	Valor-P
H1	ROE	-0,013	0,016	0,901
	RETAC	0,267	0,577	0,447
H2	TOTAT	0,000	0,204	0,651
	VALMER	0,000	0,003	0,958
H3	DPAC	-1,377	2,224	0,136
H4	DEB	0,343	0,600	0,439
	PRES	2,326	12,056	0,001 ***
	FF	0,450	0,545	0,460
H5	DIVDFCANT	5,244	98,394	0,000 ***
-	Constante	-4,322	33,066	0,000 ***

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 em painel resultam nas mesmas relações verificadas com a amostra completa. Os testes estatísticos multivariados evidenciam a forte aceitação das hipóteses 4 (correlação positiva com a percepção da empresa aos seus *outsiders*) e 5 (divulgação voluntária passada da DFC). O modelo logístico é válido, considerando os mesmos testes de validação feitos para as outras amostras.

De acordo com os resultados da sub-amostra, verifica-se que a divulgação voluntária da DFC possui :

- forte correlação positiva com a divulgação passada da DFC;
- forte correlação positiva com a importância dada pela empresa às percepções dos *outsiders*;

Aliado a esses incentivos, nota-se, ainda, que a divulgação voluntária da DFC apresenta:

- correlação negativa com os custos de divulgação;
- correlação negativa com o nível de assimetria informacional;
- correlação positiva 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. Principalmente a divulgação passada da DFC e a importância que a empresa atribui às percepções dos *outsiders*, e também os custos de divulgação, o nível de assimetria informacional e o desempenho da empresa são fatores determinantes para a decisão da empresa de divulgar ou não a DFC.

## 7. Conclusões

Os resultados obtidos confirmam as hipóteses 1, 2, 4 e 5 e rejeitam a hipótese 3, sendo que as hipóteses 4 e 5 são consistentemente aceitas em quase todas as amostras, sinalizando a sua maior aceitação, comparativamente às demais hipóteses.

A rejeição da hipótese 3 pode ser interpretada como consistente com a Teoria da Divulgação Voluntária, pois, se uma empresa é incentivada a divulgar a DFC por apresentar maiores níveis de assimetria informacional com os seus investidores, então a divulgação dessa informação implica a quebra da assimetria e, conseqüentemente, a redução dos níveis de assimetria.

Assim, responde-se ao problema de pesquisa da seguinte forma:

As companhias abertas, com ações listadas na BOVESPA, divulgam a DFC principalmente porque:

- já divulgaram a DFC em período anterior;
- dão mais importância às percepções dos seus *outsiders*.

Aliado a esses incentivos, essas empresas também divulgam a DFC porque:

- têm melhor desempenho;
- têm menores custos de divulgação;
- têm maiores níveis de assimetria informacional (e, conseqüentemente, a divulgação provoca uma diminuição desse nível).

Os resultados obtidos com os testes da variável de controle evidenciam que 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, o ponto de corte do nível de divulgação diminui, o que contribui para o aumento da divulgação da DFC.

Porém, quando essa característica de participação em programas de ADRs, presente em algumas empresas, é eliminada da amostra inicial, os resultados obtidos são essencialmente os mesmos.

Esses resultados atendem aos objetivos propostos por esse artigo, a qual obtém êxito na explicação dos motivos da divulgação voluntária da DFC no mercado de capitais brasileiro. Para futuras pesquisas, sugere-se a utilização da Teoria da Divulgação Voluntária para explicar outros fenômenos de divulgação voluntária no mercado de capitais brasileiro.

### Referências Bibliográficas

- BILLINGS, Bruce K.; MORTON, Richard M. *The relation between SFAS N° 95 cash flow from operations and credit risk. Journal of Business Finance & Accounting*. Vol.29, n. 5 e 6, p. 787-805, June/July 2002.
- BOWEN, Robert M.; BURGSTHALER, David; DALEY, Lane A. *The incremental information content of accrual versus cash flows. The Accounting Review*. Vol.62, n°4, p.723-747, October 1987.
- BOYD, Thomas; CORTESE-DANILE, Teresa M. *Using the cash flow statement to improve credit analysis. Commercial Lending Review*. Vol.16, n.1, p. 55-59, Winter, 2000.
- BRAGA, Roberto; MARQUES, José Augusto Veiga da Costa. Avaliação da Liquidez das Empresas Através da Análise da Demonstração de Fluxos de Caixa. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo: FINECAFI, v.14, n.25, p. 6-23, 2001.
- BRASIL, Agência Nacional de Energia Elétrica. **Resolução nº 444, de 26 de dezembro de 2001**. Disponível em: <<http://www.aneel.gov.br/cedoc/bres2001444.pdf>>. Acesso em: 13/03/2005.
- BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação N° 24/1992**. Rio de Janeiro, 1992. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 27/03/2005.
- BROWN, Stephen; MARK, Finn; HILLEGEIST, Stephen A. *Disclosure quality and the probability of informed trade*. In: <<http://ssrn.com/abstract=297371>>. Acesso em: 13/01/2005, p.1-52, December 2001.
- 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.
- DECHOW, Patricia M. *Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. Journal of Accounting and Economics*. Vol. 18, p. 3-42, 1994.
- DYE, Ronald E. *Disclosure of nonproprietary information. Journal of Accounting Research*, Vol. 23, n° 1, p. 123-145, Spring 1985.
- GOMBOLA, Michael J.; KETZ, J. Edward. *A note on cash flow and classification patterns of financial ratios. The Accounting Review*. Vol. 58, n° 1, p.105-114, Jan 1983.
- GREEN, J. Peter. *The impact of the quality of earning on the valuation relevance of cash flow disclosures. British Accounting Review*. Vol. 31, n°4, Dec 1999.
- HAIR, Joseph F. Jr.; ANDERSON, Rolph E.; TATHAM, Ronald L.; BLACK, William C. **Análise multivariada de dados**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável também às demais sociedades. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- 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.

MARTINEZ, Antonio Lopo. **“Gerenciamento” dos Resultados Contábeis: estudo empírico das companhias abertas brasileiras**. São Paulo, 2001. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Departamento de Contabilidade e Atuária, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

SALOTTI, Bruno Meirelles; YAMAMOTO, Marina Mitiyo. Ensaio sobre a Teoria da Divulgação. In: *Brazilian Business Review*. Vol. 2, n° 1, p.53-70, 2005.

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 da Pernambuco e da Universidade Federal do Rio Grande do Norte.

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

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

<sup>1</sup> A esse respeito, ver, por exemplo, Gombola e Ketz, (1983) e Braga e Marques (2001).

<sup>2</sup> A esse respeito, ver, por exemplo, Boyd e Cortese-Danile (2000) e Billings e Morton (2002).

<sup>3</sup> Exemplos desses estudos são: Bowen *et al* (1987), Dechow (1994) e Green (1999).

<sup>4</sup> Essa expressão tem sido utilizada na literatura nacional para representar a expressão inglesa *accruals*, que por sua vez representa a diferença entre o lucro líquido e o fluxo de caixa líquido (MARTINEZ, 2001, p.16).

<sup>5</sup> A esse respeito, ver também Lang e Lundholm (1992, p.9).

<sup>6</sup> As instituições financeiras são excluídas porque essas empresas se constituem em um setor específico, regulado pelo Banco Central. As companhias do setor energético são excluídas pois divulgam a DFC obrigatoriamente, por determinação da ANEEL, Agência Nacional de Energia Elétrica. Essa obrigatoriedade tem sido verificada desde a publicação da Resolução n° 444, de 26 de dezembro de 2001. Também são excluídas as companhias de participação para evitar problemas de dupla contagem.

<sup>7</sup> A base de dados da FIPECAFI, Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras, é localizada no Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo e é utilizada, entre outros propósitos, para a elaboração e publicação do anuário “Revista Exame – Melhores e Maiores”, da Editora Abril.

<sup>8</sup> Economática é uma base de dados que possui informações diárias sobre preço e volume negociado, informações trimestrais sobre o balanço patrimonial e setor econômico em que atuam empresas com ações negociadas na Bovespa.

<sup>9</sup> ADRs significam *American Depositary Receipts* ou Recibos de Depósitos de Ações.

<sup>10</sup> As empresas que divulgam a DFC em outros mercados não são eliminadas da pesquisa, pois, na prática, podem optar por divulgar ou não esta informação no mercado brasileiro, no conjunto das demonstrações contábeis. A divulgação da DFC no conjunto das demonstrações contábeis divulgadas no mercado brasileiro é caracterizada como voluntária porque a obrigatoriedade da divulgação dessa informação se dá no momento da divulgação em outros mercados. Apesar de as empresas que divulgam a DFC em outros mercados terem a opção de escolher entre divulgar ou não a DFC no conjunto das demonstrações contábeis disponibilizadas para o mercado brasileiro, as evidências empíricas indicam que a grande maioria das empresas com ADRs nos EUA divulga a DFC no Brasil. Dessa forma, para fins de complementação adequada dos resultados e conclusões, posteriormente a pesquisa é reprocessada desconsiderando as empresas que têm ADRs.

<sup>11</sup> Para uma descrição detalhada dos testes, ver Stevenson (1981).