

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS – UNISINOS
UNIDADE ACADÊMICA DE PESQUISA E PÓS-GRADUAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO**

FERNANDO BATISTA FONTANA

**FATORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO
VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES SOBRE RECURSOS
INTANGÍVEIS DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

SÃO LEOPOLDO

2011

FERNANDO BATISTA FONTANA

**FATORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO
VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES SOBRE RECURSOS
INTANGÍVEIS DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada como requisito parcial
para a obtenção do título de Mestre, pelo
Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos
Sinos – Unisinos

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Clea Beatriz Macagnan

SÃO LEOPOLDO

2011

Ficha Catalográfica

F679f Fontana, Fernando Batista
Fatores explicativos do nível de evidenciação voluntária de informações sobre recursos intangíveis das empresas listadas na BM&FBOVESPA / por Fernando Batista Fontana. – 2011.
114 f. : il. ; 30cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2011.

“Orientação: Prof^a. Dr^a. Clea Beatriz Macagnan, Ciências Econômicas”.

1. Contabilidade – Evidenciação. 2. Evidenciação voluntária. 3. Assimetria informacional. 4. Recurso intangível. 5. Teoria – Agência. I. Título.

CDU 657

Catalogação na Publicação:
Bibliotecária Camila Rodrigues Quaresma - CRB 2/1376

FERNANDO BATISTA FONTANA

**FATORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO
VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES SOBRE RECURSOS
INTANGÍVEIS DAS EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Dissertação apresentada como requisito parcial
para a obtenção do título de Mestre, pelo
Programa de Pós-Graduação em Ciências
Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos
Sinos – Unisinos

Aprovado em 11/04/2011.

BANCA EXAMINADORA

Prof^a. Dr^a. Maria Thereza Pompa Antunes – Universidade Presbiteriana Mackenzie

Prof. Dr. João Zani - UNISINOS

Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves - UNISINOS

*Dedico este trabalho a minha esposa
Aline e ao nosso filho Gabriel.*

“In the field of economics, perhaps the most important break with the past – one that leaves open huge areas for future work – lies in the economics of information”.

(Joseph E. Stiglitz)

RESUMO

O objetivo deste estudo foi investigar os fatores explicativos do nível de evidenciação voluntária de informações sobre recursos intangíveis nas empresas listadas na BM&FBovespa. Partindo do pressuposto de ineficiência de mercado; pela existência de assimetria informacional entre gestores e acionistas/investidores, a Teoria da Agência indica que a evidenciação poderia implicar em redução de custos de agência. De outra parte a Teoria do Custo dos Proprietários fundamenta que evidenciar informações geraria custo para a empresa. A justificativa da investigação ampara-se no fato de que mesmo com a grande quantidade de estudos encontrados sobre evidenciação de informações, no âmbito internacional ainda é escasso o número de estudos sobre o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis e, no âmbito nacional não foi encontrado nenhum estudo. A escolha da informação sobre recursos intangíveis configurou-se pelo reconhecimento de que os mesmos diferenciam o potencial competitivo de uma organização empresarial e a evidenciação deste tipo de informação poderia afetar o valor da empresa. Trata-se de um estudo explicativo, com abordagem de evidências qualitativa e quantitativa. A amostra foi composta por 29 empresas. O documento analisado foi o relatório anual. Realizou-se sua coleta por meio de *download* nos *websites* das empresas, correspondente ao período de 2005 a 2009. O nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis foi mensurado pela análise de conteúdo dos relatórios anuais, utilizando-se indicadores e, posteriormente, por índices, segundo o modelo de Macagnan (2005). A técnica de análise utilizada foi de regressão linear múltipla com dados em painel. Os principais resultados são que não se rejeitam as hipóteses: tamanho, endividamento, liquidez, preço da ação dividido pelo seu valor contábil e tempo de registro na CVM, num nível de significância de 1%, como fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em geral. As hipóteses: rentabilidade, crescimento, capital fluante, dividendos por ação, volatilidade da ação e eficiência foram rejeitadas como fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em geral. Como contribuição diferencial deste estudo destaca-se a identificação e não rejeição da hipótese tempo de registro na CVM como um dos fatores explicativos.

Palavras-Chave: Assimetria informacional. Evidenciação voluntária. Recursos intangíveis.

ABSTRACT

The objective of this study was to investigate the explicative factors of the level of voluntary disclosure of information about intangible resources in companies listed on BM&FBovespa. Considering market inefficiency, the existence of information asymmetry between managers and shareholders/investors, the Agency Theory indicates that the disclosure might result in the reduction of agency costs. On the other hand, the Proprietary Costs Theory establishes that the disclosure of information would generate cost to the company. The justification to the study is grounded on the fact that even with the large number of studies found about disclosure of information, in an international scope, the number of studies on the level of disclosure of information about intangible resources is still scarce, and in national scope no studies were found. The choice of information about intangible resources was configured by the recognition that they differentiate the competitive potential of a business organization and disclosure of that kind of information could affect the company value. This is an explanatory study, with a qualitative and quantitative approach of the evidences. The sample included 29 companies. The document analyzed was their annual report. The annual reports were downloaded from the websites of the companies, and are related to the period that goes from 2005 to 2009. The level of disclosure of information about intangible resources was measured through the content analysis of annual reports, using indicators and, subsequently, by indexes, according to the Macagnan model (2005). The analysis technique used was multiple linear regression with panel data. The main findings show that the following hypotheses are not rejected: size, leverage, liquidity, market to book ratio and time of registration in the CVM, at a significance level of 1%, as explanatory factors of the level of disclosure of information about intangible resources in general. The hypotheses: profitability, growth, free float, dividends per share, stock volatility and efficiency were rejected as explanatory factors for the level of disclosure of information about intangible resources in general. As a differential contribution of this study the identification and not rejection of the hypothesis time of registration in CVM stands out as one of the explanatory factors.

Keywords: Information asymmetry. Voluntary disclosure. Intangible resources.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Categorias de indicadores representativos dos recursos intangíveis.....	52
---	----

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Evolução do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis 60

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Hipóteses, variáveis, fórmulas e unidades utilizadas	54
Quadro 2 – Comparativo entre as hipóteses do presente estudo e Macagnan (2007)	69
Quadro 3 - Resultados equivalentes apontados pelo presente estudo e Macagnan (2007)	69

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estudos revisados sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações em geral.....	34
Tabela 2 - Estudos revisados sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis.....	36
Tabela 3 - Hipóteses Formuladas e Relação Esperada.....	48
Tabela 4 - Índices de Recursos Intangíveis e as informações que representam.....	53
Tabela 5 - Fonte das Variáveis Explicativas.....	57
Tabela 6 - Representação das empresas por setor.....	58
Tabela 7 - Estatística descritiva das variáveis dependentes.....	59
Tabela 8 - Matriz de correlação das variáveis explicativas.....	61
Tabela 9 - Escolha do efeito fixo ou aleatório.....	62
Tabela 10 – Resultado geral dos modelos.....	63
Tabela 11 - Resultados do modelo 1 - Evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em geral.....	64
Tabela 12 - Resultados do modelo 2 - Evidenciação de informações sobre capital humano...	65
Tabela 13 - Resultados do modelo 3 - Evidenciação de informações sobre capital estrutural.	66
Tabela 14 - Resultados do modelo 4 - Evidenciação de informações sobre capital relacional	67
Tabela 15 – Resultados das hipóteses por índice de evidenciação.....	70
Tabela 16 - Resultado das hipóteses testadas.....	71
Tabela 17 - Hipóteses testadas, relação esperada e relação encontrada.....	79
Tabela 18 - Separação dos resultados do modelo de evidenciação de recursos intangíveis em geral em duas amostras.....	81

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA.....	13
1.2 OBJETIVOS.....	16
1.3 JUSTIFICATIVA.....	16
1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO.....	17
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	19
2.1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO.....	19
2.2 EVIDENCIAÇÃO OBRIGATÓRIA E VOLUNTÁRIA.....	22
2.3 TEORIA DA AGÊNCIA.....	25
2.4 TEORIA DO CUSTO DOS PROPRIETÁRIOS.....	27
2.5 RECURSOS INTANGÍVEIS.....	29
3 LITERATURA EMPÍRICA SOBRE OS FATORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES E FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES.....	33
3.1 REVISÃO DOS ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE OS FATORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES EM GERAL.....	33
3.2 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES.....	37
3.2.1 Tamanho.....	37
3.2.2 Endividamento.....	38
3.2.3 Rentabilidade.....	40
3.2.4 Liquidez.....	41
3.2.5 Dividendos por Ação.....	42
3.2.6 Crescimento.....	43
3.2.7 Volatilidade.....	44
3.2.8 Capital Flutuante.....	44
3.2.9 Preço da Ação Dividido pelo seu Valor Contábil.....	45
3.2.10 Eficiência.....	46
3.2.11 Tempo de Registro na CVM.....	47
4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	49
4.1 MODELO DE REGRESSÃO.....	49
4.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS.....	50
4.2.1 Variável a Explicar: o Nível de Evidenciação.....	51
4.2.2 Variáveis Explicativas: Fatores que Explicariam o Nível de Evidenciação.....	54
4.3 POPULAÇÃO/AMOSTRA, PERÍODO DE ANÁLISE E FONTES DE DADOS.....	55

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS	58
5.1 ANÁLISE DESCRITIVA	58
5.2 ANÁLISE DA CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS	61
5.3 ANÁLISE DO EFEITO FIXO OU ALEATÓRIO PARA DADOS EM PAINEL	62
5.4 ANÁLISE DA REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA COM DADOS EM PAINEL	63
5.5 ANÁLISE DAS HIPÓTESES DOS FATORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE RECURSOS INTANGÍVEIS	71
5.6 ANÁLISE DOS EFEITOS DA CRISE INTERNACIONAL SOBRE A AMOSTRA UTILIZADA	80
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS	82
REFERÊNCIAS	85
APÊNDICES.	93
ANEXO	112

1 INTRODUÇÃO

Este estudo teve seu início com a revisão de literatura empírica dos estudos que investigaram os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações, em âmbito nacional e internacional. Dos artigos encontrados, 67 deles serviram de base para a construção das hipóteses de pesquisa. Nos estudos revisados, observou-se que a evidenciação de informações pode ocorrer de forma obrigatória ou voluntária. Escolheu-se analisar as informações voluntárias porque se pressupõe que esta categoria poderia explicar as motivações dos gestores para evidenciar informações. Em relação ao tipo de informação, optou-se por analisar informações sobre os recursos intangíveis. Uma vez que se parte do princípio de que os recursos intangíveis diferenciam o potencial competitivo de uma organização empresarial e a evidenciação deste tipo de informação poderia afetar diretamente o valor da empresa, segundo os pressupostos explicativos de duas teorias. Portanto, para explicar as motivações dos gestores para evidenciar informações voluntárias, foram utilizados os pressupostos da Teoria da Agência e da Teoria do Custo dos Proprietários.

Esta investigação estrutura-se em seis capítulos. A introdução divide-se em quatro partes: a primeira apresenta a contextualização e o problema de pesquisa; a segunda explica o objetivo geral e os objetivos específicos; a terceira aborda as justificativas que sustentam sua relevância; a quarta mostra a delimitação do estudo. O segundo capítulo apresenta o referencial teórico sobre o assunto, considerando os pontos: assimetria de informação; evidenciação obrigatória e voluntária; Teoria da Agência; Teoria do Custo dos Proprietários e recursos intangíveis. O terceiro capítulo mostra a revisão de literatura e as hipóteses de pesquisa. O quarto capítulo contém os procedimentos metodológicos seguidos na execução do projeto em que se descreve a população, amostra, período de análise e fontes de dados; identificação das variáveis; e técnica estatística e estimação dos modelos. O quinto capítulo mostra os resultados e a análise da pesquisa. O sexto capítulo apresenta as considerações finais. Ao final estão listadas as referências utilizadas e agregados os apêndices e o anexo.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA

A economia clássica pressupõe que toda a informação relevante para a precificação de um ativo já está refletida em seu valor. Isto quer dizer que o nível de informação entre os

agentes é perfeito. No entanto, em uma perspectiva econômica mais recente, entende-se que existe assimetria informacional. Conforme estudos como: Akerlof (1970), Spence (1973) e Stiglitz (2000), numa relação contratual, o nível de informação de cada agente é diferente. Este estudo parte, portanto, do pressuposto que o mercado é caracterizado pela presença da assimetria informacional. Ou seja, existem diferentes níveis de informação sobre a realidade de um contrato na relação entre agentes - relação entre gestor e investidor, organização e fornecedor, entre outras que configuram a rede de contratos constituintes da organização.

É possível que essa assimetria de informações gere algumas consequências desfavoráveis como prejuízos na resposta do mercado às variações de qualidade e de preços (STIGLITZ, 2000); valorização ineficiente das ações; elevado custo de capital; benefícios excessivos para quem tem acesso privilegiado à informação (LEV, 2001, 2005).

Há possibilidade de a redução da assimetria de informação ser feita mediante a evidenciação de informação, já que através dela se transmite o conhecimento às partes interessadas sobre a realidade da empresa. A redução da assimetria de informação ocorre, pois, pela evidenciação das informações da empresa às partes interessadas. Diversos estudos empíricos indicam que a diminuição da assimetria poderia trazer benefícios como: redução da volatilidade do preço das ações (HEALY; PALEPU, 2001); redução do custo do capital próprio (FRANCIS; NANDA; OLSSON, 2008); redução do custo do capital de terceiros (LIMA, 2009).

Classifica-se a evidenciação de informações em duas formas: a obrigatória e a voluntária. A primeira decorre da legislação ou dos padrões contábeis. A segunda decorre da decisão dos gestores em evidenciar ou não informações sobre a empresa. Entende-se que somente a informação voluntária explica as motivações da gestão para evidenciar informações. Além do que as informações voluntárias podem contribuir para o entendimento sobre a política de evidenciação da empresa, assim como as motivações dos gestores em reduzir a assimetria informacional.

Para tentar explicar o nível de evidenciação de informações nas empresas, os “pesquisadores de contabilidade têm investigado a associação entre as características corporativas e a evidenciação nos relatórios anuais corporativos desde 1961” (AHMED; COURTIS, 1999, p. 35, tradução nossa). A associação entre as características das empresas e o volume de evidenciação dá pistas sobre as motivações da gestão de evidenciar informações voluntárias.

Neste contexto, a literatura apresenta duas teorias que, com seus pressupostos, tentam explicar as motivações da gestão para evidenciar informações sobre a empresa. A primeira denomina-se Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976) e a segunda, Teoria do Custo dos Proprietários (VERRECCHIA, 1983; DYE, 1986; WAGENHOFER, 1990; MACAGNAN, 2005).

A Teoria da Agência estuda a relação contratual entre gestores e acionistas, na qual em uma parte do contrato encontra-se o principal, que representa o dono do capital, e na outra parte o agente, que representa os interesses do principal e toma decisões por ele. Supondo que existam conflitos de interesses nesta relação, os gestores teriam um incentivo para expropriar os acionistas e estes, na tentativa de evitar a expropriação, criariam mecanismos ou contratos que monitorassem e controlassem os gestores, incentivando-os a agirem de acordo com seus interesses. Os custos incorridos com esse monitoramento e controle são denominados custos de agência.

De acordo com a Teoria da Agência, quanto maior for o nível de evidenciação, menores serão os custos de agência. Isso na medida em que os gestores decidam evidenciar voluntariamente maior número de informações aos acionistas, o que reduziria a assimetria informacional e, conseqüentemente, a necessidade de monitoramento e controle do comportamento dos gestores.

A Teoria do Custo dos Proprietários pressupõe outros fundamentos do que os da Teoria da Agência. A primeira pressupõe que evidenciar informações gera custos, seja para obter as informações, classificar e publicar, seja por revelar uma vantagem competitiva da qual o concorrente poderia beneficiar-se (WAGENHOFER, 1990; MACAGNAN, 2005). Portanto, quanto maior for a evidenciação, maiores os custos dos proprietários. Essa teoria explicaria por que o custo de evidenciar as informações pode impedir a redução da assimetria de informação.

Em síntese, a Teoria da Agência pressupõe a redução do custo de capital pela evidenciação e a Teoria do Custo dos Proprietários, pela não evidenciação. Considerando-se que as empresas procuram aperfeiçoar seus recursos, sejam eles custos de agência ou dos proprietários, supõe-se que a explicação mais adequada para o nível de evidenciação voluntária das empresas encontra-se no equilíbrio das duas teorias.

Em relação ao tipo de informação a ser evidenciada, escolheram-se, em razão de suas singularidades, os recursos intangíveis das empresas. Normalmente os recursos intangíveis não são contabilizados, devido a dificuldades no seu reconhecimento, podendo, por isso,

representar a maior parte da diferença entre o valor de mercado e o contábil da empresa. Evidenciá-los levaria, pois, à redução da assimetria informacional do mercado. Entretanto, os recursos intangíveis são reconhecidos como as principais fontes de vantagem competitiva das empresas, portanto evidenciá-los poderia gerar elevado custo para as empresa, decorrente de perda da vantagem.

Diante destas considerações, define-se o seguinte problema de pesquisa: Quais são os fatores explicativos do nível de evidenciação voluntária de informações sobre os recursos intangíveis das empresas listadas na BM&FBovespa?

Definido o problema de pesquisa, na seção a seguir são apresentados os objetivos gerais e específicos desta investigação.

1.2 OBJETIVOS

O objetivo geral do estudo é analisar os fatores explicativos do nível de evidenciação voluntária de informações sobre os recursos intangíveis das empresas listadas na BM&FBovespa, durante o período de 2005 a 2009.

Para cumprir o objetivo geral, estabeleceram-se os seguintes objetivos específicos:

- (i) Definir os indicadores representativos da informação sobre os recursos intangíveis;
- (ii) Configurar índices representativos de categorias de indicadores de evidenciação de informações sobre os recursos intangíveis;
- (iii) Identificar, mediante revisão de literatura, as hipóteses que explicariam o nível de evidenciação de informações sobre os recursos intangíveis.

1.3 JUSTIFICATIVA

Revisando os periódicos nacionais da área econômica, classificados pela CAPES como A e B, foram encontrados 83 artigos que abordam o tema evidenciação. Destes artigos, 18,0% (15) apresentam pesquisas de nível explicativo. Segundo Gil (2009), pesquisas deste tipo procuram explicar os fatores que contribuem para a ocorrência dos fenômenos. “Pode se dizer que o conhecimento científico está assentado nos resultados oferecidos pelos estudos explicativos” (GIL, 2009, p. 28). O objetivo de alcançar o nível explicativo na pesquisa

justifica-se pela existência de diversos estudos exploratórios sobre as práticas de evidenciação. Nota-se, todavia, carência de estudos que busquem fornecer explicações para o nível de evidenciação das empresas (MURCIA, 2009).

Dos 15 artigos com nível explicativo, 53,3% (8) tentaram explicar os fatores que determinam o nível de evidenciação das informações nas empresas. A maior parte deles evidenciou informações financeiras voluntárias¹. Somente os estudos de Macagnan (2009) analisaram o nível de evidenciação voluntária de informações sobre os recursos intangíveis, porém numa amostra de empresas espanholas, o que distingue da pesquisa desta autora a presente proposta de estudo.

Pela análise dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações², o trabalho contribui para o estudo do comportamento dos gestores das empresas em termos de políticas de evidenciação. Permite analisar a influência de tais fatores nas decisões dos gestores de evidenciar informações às partes interessadas. Isto possibilitaria avaliar se as configurações políticas adotadas pela administração estão alinhadas com os interesses da organização.

O ineditismo do trabalho está na não identificação, até o presente momento, conforme pesquisa realizada na literatura, de estudos que tenham o objetivo de explicar os fatores que causam os diferentes níveis de evidenciação de informações voluntárias sobre os recursos intangíveis nas empresas brasileiras. A escolha de aplicar a pesquisa no Brasil deve-se a possibilidade de existirem diferentes resultados em relação às pesquisas realizadas em outros locais, dadas às peculiaridades do mercado brasileiro.

1.4 DELIMITAÇÃO DO ESTUDO

O estudo está limitado a análise da evidenciação de empresas listadas apenas na BM&FBovespa. Decidiu-se por não excluir da amostra as empresas financeiras, que, em outras pesquisas, foram excluídas em razão de suas particularidades. Este estudo entende que as empresas financeiras, mesmo com características diferentes, podem contribuir para o entendimento das motivações da administração para evidenciar informações.

¹ Sobre o tipo de informações analisadas nos estudos nacionais, ver Apêndice 1.

² Sobre os autores e as variáveis explicativas testadas nos estudos nacionais, ver Apêndice 2.

Em relação aos documentos de análise, foram utilizados somente os relatórios anuais do período de 2005 a 2009, das empresas que, durante a execução desta pesquisa, os disponibilizavam para *download* em seus *websites* na internet.

Sobre a informação evidenciada pela empresa em seus relatórios anuais, a pesquisa focou as informações voluntárias, ou seja, aquelas divulgadas não por obrigação estabelecida na legislação e/ou por padrões contábeis, mas por decisão da gestão da empresa. Neste escopo de informações voluntárias, enquadram-se os recursos intangíveis. Quanto ao tema das informações, este limitou-se apenas aos recursos intangíveis.

A respeito do tema recurso intangível, o estudo preocupou-se em identificar a evidência ou a ausência da informação do recurso. A mensuração e a avaliação dos recursos intangíveis não foram objeto de estudo desta pesquisa.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

O referencial teórico divide-se em cinco itens. O primeiro introduz o tema assimetria de informação que aborda os aspectos relacionados às diferenças de nível de informação sobre a realidade contratual. O contrato formado por, no mínimo, duas partes configura uma relação. As relações entre gestor e investidor; organização e fornecedor, entre outras, configuram a rede de contratos constituintes da organização.

O segundo item aborda a evidenciação obrigatória, decorrente da legislação e/ou de padrões contábeis, e a voluntária, oriunda da decisão da gestão em revelar informações privadas da companhia. O terceiro item trata da Teoria da Agência, que estuda a relação entre gestores e acionistas. O quarto item traz o entendimento da Teoria do Custo dos Proprietários, cujo pressuposto básico vai de encontro ao da Teoria da Agência. O quinto item explana sobre os recursos intangíveis que, por suas peculiaridades, geralmente não possuem obrigatoriedade em sua evidenciação, mas são de grande relevância na avaliação do valor das empresas.

2.1 ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO

A economia tradicional pressupõe que toda a informação encontra-se incorporada no preço dos ativos. Em outras palavras, o nível de informação que poderia influenciar na variação do preço entre agentes é o mesmo. Não há, no entendimento dessa corrente, assimetria de informação entre agentes, ou seja, as informações sobre os ativos são de conhecimento comum entre os compradores e os vendedores. A informação já estaria, portanto, refletida no preço do ativo.

Em relação ao mercado de capitais, significaria supor que ele funciona com eficiência forte³, pela qual toda a informação está igualmente disponível, sem custo algum, a todos os participantes no mercado. Entende-se que os preços dos títulos refletiriam integralmente todas as informações públicas e privadas.

Numa perspectiva mais recente⁴, o pressuposto de que toda a informação estaria incorporada ao preço dos ativos foi questionada. Arthur Akerlof, Michael Spence e Joseph

³ O conceito de mercado de capitais eficientes surgiu com o estudo de Maurice Kendall em 1953 sobre o comportamento dos preços de ações e *commodities* (BREALEY; MYERS, 2005).

⁴ Alguns autores denominam essa perspectiva de economia da informação (MILGRON, 1981, STIGLITZ, 2000).

Stiglitz receberam o Prêmio Nobel de Economia de 2001 por suas análises e reconhecimento da assimetria informacional entre os agentes do mercado, indo de encontro ao pressuposto da economia tradicional. Akerlof (1970) apresentou evidências do problema da assimetria de informação no estudo em que analisa o mercado americano de automóveis novos e usados. Neste estudo, mostrou que os vendedores possuem mais informações sobre os automóveis que ofertam do que os compradores, os quais dispõem de menor nível de informação sobre o respectivo veículo.

Nestes casos, talvez o vendedor não evidenciasse informações que poderiam remeter à desvalorização do automóvel, o que resultaria em prejuízo do comprador. Dificilmente um comprador tem chance de determinar a qualidade de um bem ou de um serviço antes de adquiri-lo. Logo “a dificuldade de distinguir boa qualidade de má qualidade é inerente ao mundo dos negócios” (AKERLOF, 1970, p. 500, tradução nossa).

Spencer (1973) analisou o mercado de empregos. Mostrou que, ao contratarem novos empregados, os empregadores não têm certeza alguma sobre sua capacidade produtiva. Isso ocorre porque o empregador não possui informações completas sobre os contratados. Somente após determinado período de trabalho, ele adquire tal conhecimento.

Quando os empregadores contratam um novo funcionário, este é escolhido por características e atributos como: educação, experiência, raça, sexo, registros criminais. Por saber que os empregadores pagam mais para empregados com mais formação, uma vez que, em média, eles possuem mais habilidades do que os funcionários com menor nível de formação, o candidato, com dinheiro e tempo, buscaria ampliar sua qualificação. Ou seja, ele sinalizaria ao empregador ser mais produtivo do que outros com menor nível de formação. Assim, ele poderia ser contratado por um salário mais elevado, mas apresentar desempenho equivalente ou inferior ao de um funcionário com menor preparo (SPENCER, 1973).

Stiglitz (2000), em seu estudo, faz uma revisão das contribuições da economia da informação no século XX. Reconhece que existe assimetria de informação no mercado; a obtenção de informações gera um custo; a assimetria de informação produz efeitos nas ações das empresas.

A presença da assimetria de informação no mercado poderia, portanto, permitir comportamentos oportunistas, em que uma das partes de uma relação possui informações privilegiadas e assim maior probabilidade de obter ganhos, em prejuízo da outra. A assimetria de informação possibilitaria o surgimento de dois problemas: a seleção adversa e o risco moral.

A seleção adversa ocorre antes do fechamento de um contrato, quando uma das partes possui informações privilegiadas. Essa situação permite que gestores, com maior conhecimento da realidade da empresa, tenham comportamentos oportunistas na oferta de títulos a acionistas externos, os quais não possuem informações completas sobre a realidade da empresa nem conhecem seus recursos e capacidades, ao menos não no mesmo nível que o gestor. Os investidores, portanto, escolhem aplicar seus recursos com base em informações incompletas. Assim, como mostrado por Akerlof (1970) em sua análise do mercado de automóveis, no mercado de capitais, os acionistas pagariam um preço sem ter o total conhecimento sobre o que estão comprando. Somente depois do fechamento do contrato, o acionista saberá se o preço pago foi corretamente avaliado.

O problema da seleção adversa pode ocorrer entre: empregadores, na contratação de empregados, pois os empregadores não teriam informação completas sobre a produtividade dos candidatos; acionistas, na seleção de ativos para investimento, por não terem informações completas sobre o retorno e o risco dos ativos; companhias de seguro de vida na venda de planos de saúde, por não terem informação completa sobre a probabilidade dos segurados adoecerem ou se acidentarem. (STIGLITZ, 2000).

Arrow (1963) apresenta o problema de risco moral no mercado de seguros de saúde. Segundo esse autor, depois de contratado um plano de saúde, o custo do tratamento médico, em caso de moléstia, não é determinado completamente pela doença sofrida pelo indivíduo, pois é influenciado também pelas escolhas do médico. Este, checando a necessidade de prescrever um tratamento ou não, age como um agente de controle dos interesses da empresa seguradora, no entanto, em razão da distância entre eles, este controle está longe de ser perfeito. O médico, portanto, por lhe ser mais conveniente ou para agradar o paciente, prescreveria uma medicação mais cara, enfermeiras particulares, tratamentos mais frequentes e outras variações marginais de cuidados que geram maiores custos para a empresa seguradora.

A diferença entre a seleção adversa e o risco moral é que a primeira ocorre antes do fechamento de um contrato entre dois agentes e o segundo, após o fechamento. O problema do risco moral ocorre quando, após o fechamento de um contrato, um dos agentes possui maior nível de informações. Em outras palavras, o agente com maior nível de informações sobre o contrato possuiria a tendência ou o incentivo de comportar-se inadequadamente sob a perspectiva do agente com menor nível de informação.

No âmbito do mercado de capitais, durante a seleção de ativos para investimento de recursos, o problema de informação, mais especificamente a seleção adversa, pode fazer com que os investimentos bons sejam subavaliados e os ruins, superavaliados, em função do desconhecimento de certas informações, o que impossibilita a distinção por parte do acionista (HEALY; PAPELU, 2001).

Depois de escolher e comprar ativos no mercado de capitais, é possível que o acionista passe pelo problema do risco moral, pois “todo investimento corporativo cria assimetria de informação porque os gestores podem continuar observando as mudanças de produtividade em um ativo individual, entretanto os acionistas externos obtêm somente informações altamente relevantes da produtividade do investimento em pontos discretos no tempo” (ABOODY; LEV, 2000, p. 2749, tradução nossa).

Após a seleção e o investimento, a assimetria de informação poderia permitir que os administradores manipulassem recursos da empresa de acordo com seus próprios interesses, prejudicando os investidores externos, que possuem, em relação aos administradores, menos conhecimento sobre as ações e a realidade da empresa. Situações como esta tornam possível o afastamento do interesse dos acionistas pela empresa (MACAGNAN, 2009).

O problema da assimetria de informação criaria, portanto, demanda para a evidenciação e promoveria um incentivo para as empresas evidenciarem, uma vez que o valor adicional gerado pela informação seria positivo (MILGRON, 1981, VERRECCHIA, 1983). A evidenciação permite que o acionista eleve seu nível de conhecimento sobre a empresa e possa monitorar melhor o comportamento dos gestores.

Como a evidenciação é uma forma de reduzir a assimetria de informações. A seguir apresenta-se uma revisão sobre a evidenciação obrigatória, decorrente de exigências legais e/ou padrões contábeis, e sobre a evidenciação voluntária, decorrente da decisão da gestão de revelar informações privadas.

2.2 EVIDENCIAÇÃO OBRIGATÓRIA E VOLUNTÁRIA

Um dos objetivos da contabilidade é prover informações a seus usuários para a tomada de decisões (FRANCO, 2006). Neste contexto, evidenciar pode ser entendido como o ato de a empresa revelar uma informação que seja de seu conhecimento privado. A evidenciação da informação é um modo de transferir às partes interessadas conhecimento sobre a realidade das

características e dos desempenhos da empresa. Esse conhecimento permitiria a eficiência econômica em termos de alocação de recursos, a medida que os usuários da informação tomassem decisões mais acertadas. Por usuários da evidenciação de informações da empresa entende-se não apenas os acionistas, mas também empregados, credores, governo, entre outros. A evidenciação facilitaria a tomada de decisão da pessoa à qual ela foi direcionada (BAUMS, 2002).

É possível dividir a evidenciação de informações em três categorias: (i) demonstrações financeiras obrigatórias; (ii) comunicações voluntárias; (iii) informações fornecidas por intermediários (HEALY; PALEPU, 2001). A primeira categoria abrange a chamada evidenciação obrigatória e decorre de exigências legais e/ou padrões contábeis. A segunda categoria corresponde à evidenciação voluntária, ou seja, compreende todas as informações que não têm a obrigatoriedade de serem reveladas, mas, por decisão da gestão, são evidenciadas. As informações fornecidas por intermediários são normalmente análises de terceiros sobre as informações obrigatórias e/ou voluntárias.

A evidenciação é, portanto, classificada basicamente como obrigatória ou voluntária (ALMEIDA, 2009). A primeira decorre de exigências legais e/ou padrões contábeis, a segunda, da decisão da gestão de evidenciar. No caso da evidenciação voluntária, esta pode ocorrer de diversas maneiras, tais como comunicados à imprensa; conversas com analistas financeiros; cartas aos acionistas; relatórios anuais (WATSON; SHRIVES; MARSTON, 2002).

Numa tentativa de orientar e padronizar a evidenciação de informações voluntárias econômicas, ambientais e/ou sociais, algumas organizações editaram orientações neste sentido. A seguir são citadas as principais organizações/orientações.

O Instituto Ethos publicou os Indicadores Ethos de responsabilidade social empresarial; o Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (IBASE) contribui com as diretrizes de publicação de informações sociais e ambientais; o Conselho Federal de Contabilidade, através da NBC T-15, estabelece procedimentos para divulgação de informações sociais e ambientais; o *Global Reporting Initiative* (GRI) incentiva a elaboração dos relatórios de sustentabilidade das empresas com vistas ao desenvolvimento sustentável.

A própria Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na função de órgão regulamentar, orienta a divulgação mínima ao mercado de informações sobre as empresas abertas. A Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa), na posição de bolsa de valores oficial do Brasil,

incentiva a divulgação de informações. Ela inclusive segmenta as empresas por categorias⁵, mediante a aceitação voluntária em adotar determinadas práticas de governança corporativa, adicionais ao exigido pela legislação.

Embora todas as orientações citadas anteriormente, talvez a evidenciação voluntária possa ser mais bem explicada pela motivação do que pelas orientações de publicação. Algumas dessas motivações são: (i) abertura de capital da empresa; (ii) preocupação da direção em explicar as perdas e ganhos da empresa; (iii) ameaça de litígio. Existem, contudo, motivos que incentivam a não evidenciar, ou seja, motivam os gestores a reter as informações, como (i) perda de competitividade em relação à concorrência; (ii) custos com a publicação da informação (ELLIOTT; JACOBSON, 1994; HEALY; PALEPU, 2001; MACAGNAN, 2005, 2007).

Graham, Harvey e Rajgopal (2005), em sua pesquisa, entrevistaram mais de 400 executivos de diversas empresas e resumem, em três, os principais motivos que levam os gestores das empresas a evidenciar as informações voluntárias: (i) para promover uma reputação de transparência nos relatórios; (ii) para reduzir as informações de risco sobre as ações; (iii) para compensar as deficiências das informações obrigatórias.

A fim de compreender como ocorre a escolha da divulgação de uma informação, deve-se entender os motivos que afetam as decisões dos gestores. Em seus estudos, Dye (2001) supõe que, para interpretar as decisões dos gestores, é necessário conhecer antecipadamente todos os seus incentivos e também todas as outras possíveis decisões que poderiam ter sido adotadas, mas não o foram.

As empresas revelam níveis diferentes de informações voluntárias. Eles variam de acordo com a motivação que a gestão possui para evidenciar ou não. Os estudos de Chow, Wong-Boren, (1987), Raffournier (1995), Gray, Meek e Roberts (1995), Meek, Gray e Roberts (1995), Williams (2001) e Macagnan (2005) assinalam que determinadas características da empresa, por exemplo: tamanho, listagem em bolsa, endividamento, podem influenciar essa motivação. Assim estudam a associação entre essas características e o nível de evidenciação de informações numa tentativa de identificar quais características são determinantes da quantidade de evidenciação.

Apesar das pesquisas realizadas, ainda não existe consenso sobre o assunto. Leventis e Weetman (2000 *apud* MACAGNAN, 2007, p. 51, tradução nossa) afirmam que “não existe nenhuma teoria que explique completamente a evidenciação de informação”. Existem,

⁵ São quatro categorias de empresas: Novo Mercado, Nível 1, Nível 2, e Tradicionais.

contudo, teorias como a Teoria da Agência e a Teoria do Custo dos Proprietários, que, com seus pressupostos, procuram compreender as causas e as consequências da evidenciação de informação.

Em resumo, por serem as evidenciações obrigatórias praticamente idênticas para todas as empresas, pressupõe-se que somente a análise das evidenciações voluntárias pode identificar as motivações que levam os gestores a revelar informações, permitindo a compreensão dos determinantes da evidenciação. Nas palavras de Core (2001, p. 442, tradução nossa) “a literatura sobre a evidenciação voluntária parece oferecer uma maior oportunidade para elevar o nosso entendimento do papel da informação contábil na avaliação de empresas”.

A seguir aborda-se a Teoria da Agência, que pressupõe que as empresas sofrem custos de agência decorrentes do controle e da monitoração do comportamento de seus gestores, e pela qual a evidenciação poderia ter papel importante na redução destes custos.

2.3 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência estuda a relação de agência entre agentes sob um contrato. Em seus estudos, Ross (1973, p. 134, tradução nossa) considera que a relação de agência é

um dos mais antigos e mais comuns modo de codificação da interação social. Nós podemos dizer que a relação de agência surge entre duas (ou mais) partes quando uma, designada como o agente, age para, em nome de, ou como representante de outro, designado de principal, em um domínio particular de decisão de problemas.

A relação de agência também é definida por Jensen e Meckling (1976), que introduziram a ideia de que a relação entre as partes é regida por contratos explícitos ou implícitos. Segundo esses autores, a relação de agência é “como um contrato sob o qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata outra pessoa (o agente) para desempenhar algum serviço como seu representante envolvendo delegar algumas decisões dando autoridade ao agente” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 5, tradução nossa).

Uma característica marcante da organização de empresas que participam do mercado de capitais é a separação entre propriedade e controle de gestão. O problema é que a separação entre a especialização da decisão e o suporte ao risco leva aos problemas de agência

entre os gestores e os acionistas (FAMA E JENSEN, 1983). O termo suporte ao risco é utilizado no sentido de que o gestor, aquele que toma as decisões, não suporta uma parte substancial dos efeitos de suas decisões, que são assumidos pelos acionistas.

Supondo que existam divergências entre os interesses, nem sempre o agente atuaria de acordo com o interesse do principal. Para que isso não ocorra, o principal poderia criar incentivos para limitar as ações dos agentes àquelas alinhadas com seus interesses. É impossível, todavia, não ter custos para esse controle.

Jensen e Meckling (1976) definem os custos de agência como a soma de: (i) custos de controle das ações do agente, estabelecido pelo principal; (ii) custos do agente para demonstrar seu desempenho ao principal; (iii) perdas residuais, que são custos oriundos da diferença entre os resultados obtidos e os resultados que seriam obtidos se o agente tivesse atuado totalmente de acordo com os interesses do principal.

A Teoria da Agência preocupa-se em lidar com dois problemas: (i) o conflito de interesses entre agente e principal; (ii) a dificuldade e/ou o elevado custo do principal para monitorar as ações do agente. No primeiro problema, ocorre a divergência de objetivos que pode começar pelo diferente nível de aversão ao risco, sendo possível os agentes cederem aos próprios objetivos às custas dos acionistas. No segundo caso, dado o afastamento do principal do controle da empresa, ele necessita de mecanismos que permita modelar, segundo seus objetivos, o comportamento dos agentes (EISENHARDT, 1989).

Para os problemas destacados pela Teoria da Agência existem algumas prováveis indicações, citam-se duas: (i) contratos ótimos entre principal e agente, que incentivem os administradores a revelar informações relevantes e agirem de acordo com os objetivos dos acionistas; (ii) formação de um quadro de diretores com a função de monitorar e disciplinar o comportamento dos administradores de acordo com o comportamento esperado pelos acionistas (HEALY; PALEPU, 2001).

Por mais minucioso que seja o contrato entre acionistas e gestores, não é possível garantir que o gestor não irá agir em interesse próprio. Isso pode ocorrer porque é improvável prever em contrato todas as situações nas quais os interesses de acionistas e gestores podem se desencontrar. “De forma mais ampla, imperfeições de conhecimento (incluindo a assimetria de informação) implica que o mercado e os contratos não podem ser completos” (STIGLITZ, 2000, p. 1444, tradução nossa).

De acordo com a Teoria da Agência, a fragilidade da decisão do principal encontra-se na diferença de informações sobre o negócio, uma vez que o agente possui informações

privilegiadas, fato que prejudica uma avaliação mais precisa por parte do principal (ROSS, 1973; JENSEN; MECKLING, 1976). A Teoria da Agência presume que a relação contratual entre gestores e acionistas gera custos de agência. Há possibilidade de a redução da assimetria de informação reduzir a diferença do nível de informações entre gestor e acionista sobre o negócio, o que, por sua vez, diminui os custos de agência. “Revelar mais informações levaria a uma redução do custo de agência” (MACAGNAN, 2005, p. 16, tradução nossa).

Segundo a Teoria da Agência, quanto mais informações são evidenciadas pela empresa, menores serão os custos de agência, entretanto evidenciar informações pode permitir a ocorrência de outros custos, por exemplo, um custo de perda da vantagem competitiva. Nesses casos, talvez seja vantajoso para a empresa reter a informação. Nessa linha de pensamento, é tratada, a seguir, a Teoria do Custo dos Proprietários a qual pressupõe que evidenciar informações pode gerar custo aos proprietários, o que explicaria as motivações da gestão para reter informações.

2.4 TEORIA DO CUSTO DOS PROPRIETÁRIOS

De acordo com a Teoria da Agência, existem benefícios para a empresa, quando se reduz a assimetria de informação entre gestores e acionistas. Quanto mais informações forem evidenciadas, maiores serão as reduções dos custos de agência. Essa afirmação provoca uma interrogação: por que as empresas não divulgam o máximo de informações possível para usufruírem maiores benefícios?

Uma explicação para essa pergunta surge do entendimento da Teoria do Custo dos Proprietários, assim nominada por Macagnan (2005, 2007), segundo os pressupostos apresentados por Verrecchia (1983), Dye (1986) e Wagenhofer (1990). Essa teoria afirma que quanto maior for o nível de evidenciação da empresa, maiores serão seus custos, ou seja, evidenciar informações gera custos para a empresa (WAGENHOVER, 1990). Caso não houvesse custo, as empresas teriam motivos para evidenciar ao máximo, pois

na ausência de custos relacionados à evidenciação, as companhias tem um incentivo a evidenciar voluntariamente informações relevantes ao mercado com o intuito de reduzir a assimetria de informação e o custo de capital (GROSSMAN, 1981; MILGROM, 1981 *apud* PRENCIPE, 2004, p. 322, tradução nossa).

A Teoria do Custo dos Proprietários explicaria por que o custo de evidenciar informações pode inibir a redução da assimetria de informação entre gestores e acionistas (VERRECCHIA, 1990). Tal teoria vem de encontro à Teoria da Agência, pois, enquanto esta indica que quanto maior for o nível de evidenciação, maiores serão as reduções de custos, a Teoria do Custo dos Proprietários indica o contrário: quanto maior for o nível de evidenciação, maiores os custos.

Segundo a mesma, o custo relacionado com a evidenciação divide-se em três tipos: (i) custo de preparação e disseminação da informação (VERRECHIA, 1983; ELLIOT; JACOBSON, 1994); (ii) custo relacionado à avaliação das ações pelos acionistas (VERRECCHIA, 1983; VERRECCHIA 1990); (iii) custo do aumento da competitividade em decorrência de reações dos concorrentes (WAGENHOVER, 1990).

O primeiro custo dos proprietários é o de preparação e disseminação das informações (VERRECCHIA, 1983). Quanto maior for a evidenciação, maiores serão os gastos em sua divulgação. Para fornecer as informações, são necessários gastos com a obtenção, o processamento, a auditoria e a disseminação dessas informações. Nesta categoria de custos, incluem-se os gastos com as informações utilizadas pela direção para tomar as decisões de evidenciar ou não (MACAGNAN, 2005, 2007).

O segundo custo refere-se às reações dos acionistas diante da divulgação das informações boas ou ruins. Os gestores podem decidir evidenciar informações com base no efeito que isto produzirá na avaliação do preço das ações da empresa (VERRECCHIA, 1983). A interpretação da informação cabe, entretanto, ao acionista, pois será ele quem avaliará se a informação é boa ou ruim, o que poderia refletir na rentabilidade da empresa.

O terceiro tipo de custo ocorre quando a evidenciação motiva uma reação dos concorrentes, geralmente ocasionando perda de vantagem competitiva pela empresa que evidenciou informações. O concorrente decide aproveitar os benefícios da informação, gerando custo dos proprietários na empresa que evidenciou as informações. O custo dos proprietários estaria no lucro perdido (WAGENHOVER, 1990).

A evidenciação de informações favoráveis da empresa eleva seu valor de mercado, mas pode gerar custo dos proprietários se ocorrer uma reação adversa do concorrente (WAGENHOVER, 1990). Um exemplo desse custo são as perdas de lucro, decorrentes da entrada de outra empresa no mercado, motivada por evidenciações favoráveis de alta lucratividade do negócio, o que se mostra prejudicial à empresa que fez a divulgação.

A contribuição da Teoria do Custo dos Proprietários à tomada de decisão sobre a evidenciação é considerar não apenas os benefícios desta evidenciação, mas também seus custos. Ela sugere que as empresas cessem a evidenciação voluntária, quando o custo dos proprietários ultrapassar os benefícios da redução da assimetria de informação (PRENCIPE, 2004). Em relação à evidenciação de recursos intangíveis, muitas vezes considerados os principais diferenciais competitivos das empresas, a Teoria do Custo dos Proprietários ajuda a compreender por que, muitas vezes, as informações sobre estes recursos não são evidenciadas pelas empresas.

Devido às dificuldades de mensuração e avaliação inerentes aos recursos intangíveis, normalmente eles não fazem parte das evidenciações obrigatórias, entretanto, evidenciados ou não, são os principais indicadores da riqueza e do crescimento da economia atual (LEV, 2003). Assim os recursos intangíveis são considerados como a principal fonte de vantagem competitiva das empresas, evidenciá-los pode gerar um alto custo de perda da vantagem competitiva. Por essa relevância, a seguir se apresenta uma revisão sobre os recursos intangíveis.

2.5 RECURSOS INTANGÍVEIS

Os ativos das empresas podem ser definidos como fontes potenciais de benefícios líquidos futuros. Eles dividem-se em dois grupos: os tangíveis, fisicamente tocáveis, e os intangíveis, que não possuem uma representação física (LUSTOSA, 2009).

O pronunciamento do CPC nº 04 conceitua o ativo intangível como “um ativo não monetário identificável sem substância física” (CPC nº 04, 2008, p. 6). Ou seja, ele não é quantificável em moeda, não tem materialidade, mas, discordando do conceito, ele pode ser identificável ou não, como ocorre muitas vezes, por exemplo, com o *goodwill* das empresas, que não é identificável e, por isso, possui caráter residual. “O ativo intangível não estaria constituído por uma matéria, mas sim por uma representação de um valor que se configura como um recurso monetário da empresa, identificável e capaz de gerar benefícios futuros” (MACAGNAN, 2005, p. 21, tradução nossa).

O crescimento da importância da identificação dos recursos intangíveis⁶ explica-se pela mudança na forma de organização das empresas. Essa mudança ocorreu na passagem do período da economia industrial para o período da economia do conhecimento (LEV, 2004). Na economia do conhecimento, os ativos físicos são facilmente obtidos no mercado. O diferencial competitivo das empresas encontra-se na criação e na manutenção de seus recursos intangíveis, pois “os benefícios dos investimentos em intangíveis produzem, aumento de produtividade, aumento de margens, e, o mais importante, produtos e processos inovadores, que são os únicos meios que as companhias podem usar para escapar da intensiva pressão competitiva” (LEV, 2004, p. 116, tradução nossa).

Os recursos intangíveis passaram, portanto, a ter maior relevância em razão das mudanças nas organizações, mas a contabilidade não acompanhou essas mudanças na medida em que não consegue normatizar o tratamento dos mesmos mantendo os princípios para escrituração como ativos da empresa. “Na era da informação, ativos intangíveis são muito mais importantes do que os ativos tangíveis que o sistema de contabilidade tradicional foi desenhado para medir” (LING; TANG, 2008, p. 680, tradução nossa). A contabilidade tradicional caracteriza-se pela dificuldade de captar grande parte dos recursos intangíveis, devido à complexidade de identificar e avaliar esse tipo de recurso.

As convenções contábeis e financeiras da era industrial são eficazes para valorizar os ativos tangíveis, mas elas ignoram amplamente o valor dos ativos mais difíceis de quantificar, como a satisfação dos empregados, o aprendizado, a efetividade da pesquisa e desenvolvimento, e a fidelidade dos clientes (MARTINS; JACKSON, 2003; *apud* LIN; TANG, 2008, p. 680, tradução nossa).

A contabilidade, no exercício de seu objetivo de fornecer informações sobre a empresa, não identifica adequadamente o potencial econômico dos recursos intangíveis. Uma das críticas é que as demonstrações contábeis não espelham a real situação econômica da empresa. A contabilidade, portanto, deixa de informar o potencial de crescimento, a eficiência na utilização de recursos, a capacidade de gerar receitas e lucros futuros (LEV, 2004).

Nessa nova economia, a mensuração apenas pelo custo não é mais um bom indicador do valor das empresas, pois “o crescimento da disparidade entre a avaliação das empresas

⁶ Optou-se por utilizar nesta investigação o termo recursos intangíveis, pois se entende que este termo é mais abrangente do que ativos intangíveis (nomenclatura contábil). Portanto o termo recursos intangíveis abrange todos os ativos intangíveis e outros não identificados pela contabilidade, mas que se apresentam como recursos da empresa.

baseado no preço de venda e no seu valor líquido apurado pelas convenções contábeis tradicionais sugere que esta pode não ser a maneira mais precisa para refletir o valor subjacente da empresa” (LITAN; WALLISON, 2000, p. 6, tradução nossa).

Ao não revelar os recursos intangíveis das empresas, a contabilidade reduz a utilidade da sua informação por não refletir o real valor econômico da empresa. O próprio Comitê de Pronunciamentos Contábeis, em seu pronunciamento CPC nº 04, afirma que é difícil avaliar um ativo intangível criado pela empresa, devido à dificuldade de identificação e mensuração de seu custo, motivo pelo qual ele não é contabilizado (CPC, 2008).

Recentemente, a convergência da contabilidade brasileira às normas internacionais de contabilidade editadas pelo *International Accounting Standards Board* (IASB) foi uma tentativa de melhorar o reconhecimento e evidenciação dos ativos intangíveis. Mesmo com essa medida, a contabilidade ainda não conseguiu, entretanto, abranger grande parte os ativos intangíveis, principalmente os que são gerados internamente (SAIKI; ANTUNES, 2010).

Em relação ao critério de investimento dos recursos dos acionistas, estes escolhem investir nas empresas que tenham os maiores fluxos de caixa sustentáveis. Como as empresas normalmente não evidenciam informações sobre os recursos intangíveis, o investidor encontraria dificuldades para comparar as opções de investimento, por não visualizar quais forças da empresa trarão maiores retornos futuros. Quando o investidor não conhece o valor dos recursos intangíveis de seus investimentos, ele não consegue avaliar corretamente suas ações (LEV, 2004).

Em decorrência destas limitações da contabilidade, em geral, o valor de mercado das empresas supera seu valor contábil. “Para muitos estudiosos a diferença entre o valor contábil e o valor de mercado da empresa corresponde aos recursos intangíveis” (MACAGNAN, 2005, p. 22, tradução nossa). O crescimento desta diferença poderia indicar que o mercado está reconhecendo o aumento da participação e da importância dos recursos intangíveis na geração de riqueza das empresas.

Contudo, a evidenciação de informações sobre os recursos intangíveis poderia gerar benefícios para as empresas. Segundo Lev (2004, p. 115, tradução nossa), “vários projetos de pesquisa demonstram que a evidenciação, particularmente sobre recursos intangíveis relacionados com a inovação, é associada com a redução da volatilidade no preço das ações, estreitamento da diferença entre o valor de compra e o valor de venda das ações, e aumento dos preços das ações”. Outros benefícios são a redução do custo de capital e a melhor alocação de recursos, os quais conseqüentemente promovem o desempenho e o crescimento

da empresa. Nesta perspectiva, quanto maior a evidenciação, maiores seriam os benefícios de redução da assimetria de informação e da redução dos custos de agência, seguindo o pressuposto da Teoria de Agência.

Entretanto “à medida que a evidenciação de recursos intangíveis expõe informações estratégicas da empresa, surge a possibilidade de perda de vantagem competitiva” (MACAGNAN, 2005, p. 23, tradução nossa). Esse argumento está de acordo com os pressupostos da Teoria do Custo dos Proprietários, pois a revelação de informações estratégicas sobre os recursos intangíveis geraria um custo de perda da vantagem competitiva. Como apresenta Lev (2004), uma desvantagem da evidenciação é o fornecimento de informações privadas da companhia que viria a favorecer a concorrência.

No próximo capítulo, é apresentada a revisão de literatura empírica sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações e a formulação das hipóteses desta pesquisa.

3 LITERATURA EMPÍRICA SOBRE OS FATORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES E FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

Este capítulo se divide em duas partes: a primeira apresenta uma revisão dos estudos empíricos sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações em geral e sobre recursos intangíveis⁷; a segunda parte mostra a formulação das hipóteses dos fatores explicativos do nível de evidenciação de recursos intangíveis. As hipóteses foram elaboradas a partir das variáveis significativamente explicativas, identificadas na revisão da literatura empírica, nacional e internacional, sobre evidenciação de informação, totalizando 11 hipóteses.

3.1 REVISÃO DOS ESTUDOS EMPÍRICOS SOBRE OS FATORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES EM GERAL

Foi realizada uma revisão da literatura empírica⁸ dos estudos que investigaram os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações em geral. Essa revisão foi realizada nos periódicos nacionais classificados como A e B pela Capes e, internacionalmente, por meio do portal de consulta EBSCOHost. Ao todo foram encontradas 67 (sessenta e sete) investigações⁹ explicativas do nível de evidenciação de informações, destas 14,9% (10 artigos) estudaram especificamente a evidenciação voluntária de recursos intangíveis. As amostras de empresas investigadas, nos referidos estudos, referem-se a 29 (vinte e nove) países. A revisão destas investigações abrange um período de 40 (quarenta) anos, iniciando com o estudo de Singhvi e Desai (1971) e finalizando no estudo de Al-Mutawwa e Hewaidy (2010).

A Tabela 1 mostra a quantidade de vezes que a hipótese¹⁰ foi testada e quantas vezes ela não foi rejeitada como significativamente explicativa do nível de evidenciação das informações. Mostra também se a relação da variável com o nível da informação é positiva ou negativa.

⁷ Inclui a evidenciação de informações obrigatória e voluntária.

⁸ Autoria, documento e informação analisados são listados no apêndice 3.

⁹ Autoria, ano, país, amostra e período são listados no apêndice 4.

¹⁰ As variáveis e respectiva relação dos estudos revisados estão listadas no apêndice 5.

Tabela 1 – Estudos revisados sobre os fatores explicativos do nível de evidência de informações em geral

Hipóteses	Testadas	Não Rejeitadas	
		Relação Positiva	Relação Negativa
Tamanho (Total do Ativo, Vendas, Capitalização)	53	40	0
Endividamento	32	12	2
Rentabilidade (ROA, ROE)	31	7	3
Liquidez	6	1	1
Dividendos por Ação	3	1	0
Crescimento (Ativo, Vendas)	3	0	1
Volatilidade da Ação	2	0	1
Capital Flutuante	2	0	1
Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	1	1	0
Eficiência	1	0	0
Tempo de Registro na CVM	0	0	0

A hipótese tamanho, representada por total dos ativos (SINGHVI; DESAI, 1971; BUZBY, 1975; SALAMON; DHALIWAL, 1980), total das vendas (COOKE, 1989; WALLACE, NASER; MORA, 1994; MEEK, GRAY; ROBERTS, 1995) e/ou capitalização da empresa (CHOW; WONG-BOREN, 1987; LANG; LUNDHOLM, 1993; MITCHELL, CHIA; LOH, 1995), é a mais testada e não rejeitada como explicativa do nível de evidência de informações. Nos estudos revisados, ela foi testada em 53 investigações, não tendo sido rejeitada, mostrando uma relação positiva em 75,5% (40) dos casos. A hipótese tamanho com uma relação negativa com a evidência de informações não foi rejeitada por nenhum estudo. A evidência deste resultado é que quanto maior a empresa, maior seria o nível de evidência de informações.

Em segundo lugar, foi identificada a hipótese endividamento, testada 32 vezes, mas com resultados mistos. Não foi rejeitada como explicativa do nível de evidência de informações, mostrando uma relação positiva em 37,5% (12) dos casos. Contudo, em 6,2% (2) dos estudos, esta hipótese não foi rejeitada, mas apresentou uma relação negativa. Como a maioria dos estudos encontrou uma relação positiva, pode-se concluir que quanto mais endividada a empresa, maior será o nível de evidência de informações.

Em terceiro lugar, foi identificada a hipótese rentabilidade, testada 31 vezes, sendo não rejeitada com explicativa do nível de evidência de informações, com uma relação positiva em 22,5% (7) dos casos. Em 9,7% (3), os estudos não rejeitaram a hipótese, mas sinalizaram uma relação negativa com a evidência. O que indica que quanto mais rentável, mais a empresa evidencia informações.

A hipótese liquidez foi testada 6 vezes, sendo os resultados encontrados inconclusivos. Destes estudos 16,7% (1) não rejeitaram a hipóteses como explicativa do nível de evidenciação de informações com relação positiva com a evidenciação, mas 16,7% (1) também não rejeitaram a hipótese, mas com uma relação negativa com a evidenciação.

A hipótese dividendos por ação foi testada 3 vezes, sendo não rejeitada como explicativa do nível de evidenciação de informações, mostrando uma relação positiva com a evidenciação em 33,3% (1) dos casos. Quanto maior o dividendo por ação, maior será o nível de evidenciação. A hipótese crescimento também foi testada 3 vezes. O resultado foi que 33,3% (1) dos casos não rejeitaram a hipótese como explicativa do nível de evidenciação de informações, apresentando uma relação negativa com a evidenciação. Quanto maior o crescimento da empresa, menor seria o nível de evidenciação.

As hipóteses volatilidade e capital fluante foram testadas 2 vezes cada uma. Ambas não foram rejeitadas em 50,0% (1) dos casos, mostrando uma relação positiva com a evidenciação, portanto quanto maior a volatilidade da ação e o capital fluante, maior seria o nível de evidenciação da empresa.

A hipótese preço da ação dividido pelo seu valor contábil foi testada apenas uma vez. O resultado foi a não rejeição da hipótese como explicativa do nível de evidenciação de informações, mostrando uma relação positiva com a evidenciação, portanto quanto maior o preço da ação dividido pelo seu valor contábil, maior seria o nível de evidenciação de informações da empresa.

A variável tempo de registro na CVM, que representa o período em que a empresa esta emitindo títulos mobiliários no mercado, não foi testada por nenhum estudo.

A análise feita até este ponto refere-se às investigações empíricas que estudaram os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações em geral. A partir daqui são avaliados os estudos que analisaram especificamente informações sobre recursos intangíveis.

Não foi encontrado um número significativo de estudos sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis. Ao todo foram encontradas 10 (dez) investigações. As amostras de empresas investigadas referem-se a 12 (doze) países. As investigações deste tipo de informações são mais recentes, abrangendo um período de 11 (onze) anos, iniciado com o estudo de Entwistle (1999) e finalizando no estudo de Islam e Deegan (2010).

A Tabela 2 mostra a quantidade de vezes que a hipótese foi testada e quantas vezes ela não foi rejeitada como explicativa do nível de evidenciação de informações sobre recursos

intangíveis. Mostra também se a relação da variável com o nível de evidenciação foi positiva ou negativa.

Tabela 2 - Estudos revisados sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis

Hipóteses	Testadas	Não Rejeitadas	
		Relação Positiva	Relação Negativa
Tamanho (Total do Ativo, Vendas, Capitalização)	7	4	0
Endividamento	4	2	0
Rentabilidade (ROA, ROE)	2	0	2
Liquidez	0	0	0
Dividendos por Ação	0	0	0
Crescimento (Ativo, Vendas)	0	0	0
Volatilidade da Ação	1	0	0
Capital Flutuante	1	0	1
Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	1	1	0
Eficiência	0	0	0
Tempo de Registro na CVM	0	0	0

A hipótese tamanho foi a mais testada com 7 (sete) estudos, sendo que, em 57,1% (4), a hipótese não foi rejeitada como explicativa do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis, sinalizando uma relação positiva com a evidenciação, portanto empresas maiores evidenciam mais informações sobre recursos intangíveis.

A hipótese endividamento foi testada 4 (quatro) vezes. O resultado indica que não foi rejeitada em 50,0% (2) dos casos como explicativa do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis, mostrando uma relação positiva com a evidenciação. A hipótese rentabilidade foi testada 2 (duas) vezes, sendo que em 100,0% (2) dos casos não foi rejeitada, porém com uma relação negativa com a evidenciação, portanto as empresas mais endividadas evidenciam mais informações sobre recursos intangíveis e as com maior rentabilidade evidenciam menos informações sobre recursos intangíveis.

As hipóteses volatilidade da ação, capital fluante e preço da ação dividido pelo seu valor contábil foram testadas apenas uma vez cada uma. A primeira foi rejeitada; a segunda não foi rejeitada, sinalizando uma relação negativa; a terceira também não foi rejeitada, mas indicando uma relação positiva com a evidenciação de informações sobre recursos intangíveis. Ou seja, as empresas com maior capital fluante evidenciam menos informações sobre recursos intangíveis e as com maior preço da ação dividido pelo seu valor contábil evidenciam mais informações sobre os recursos intangíveis.

As hipóteses liquidez, dividendos por ação, crescimento e tempo de registro na CVM não foram testadas em nenhum estudo revisado sobre os fatores explicativos do nível evidenciado de informações sobre recursos intangíveis. A seguir, é apresentada a formulação das hipóteses testadas pelo presente estudo.

3.2 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

Nesta seção, apresentam-se as hipóteses deste estudo. Elas foram elaboradas a partir de uma revisão dos estudos empíricos, os quais também oportunizaram identificar as variáveis representativas de cada hipótese.

3.2.1 Tamanho

O tamanho da companhia é um dos fatores mais estudado e não rejeitado para explicar o nível de evidenciado de informações. Singhvi e Desai (1971), Buzby (1975), Salamon e Dhaliwal (1980), McNally, Eng e Hasseldine (1982), Cooke (1989, 1992), Craswell e Taylor (1992), McKinnon e Dalimunthe (1993), Wallace, Naser e Mora (1994), Hossain, Perera e Rahman (1995), Meek, Gray e Roberts (1995), Raffournier (1995), Wallace e Naser (1995), Cooke (1996), Inchausti (1997), Owusu-Ansah (1998), Depoers (2000), Camfferman e Cooke (2002), Watson; Shrivies e Marston (2002), Bozzolan, Favotto e Ricceri (2003), Eng e Mark (2003), Rodrigues e Menezes (2003), Prencipe (2004), Macagnan (2005), Mendes-da-Silva e Magalhães Fº (2005), Barako, Hancock e Izan (2006), Bronson, Carcello e Raghunandan (2006), Wijantini (2006), Silva e Martelanc (2006), Macagnan (2007), Hashim e Saleh (2007), Hossain e Taylor (2007), Lopes e Rodrigues (2007), Abdullah e Ismail (2008), Zeghal, Mouelhi e Louati (2008), Mendes-da-Silva et al. (2009), Murcia e Santos (2009), Al-Mutawwa e Hewaidy (2010), Al-Shammari e Al-Sultan (2010), e Cruz e Lima (2010) não rejeitam a hipótese tamanho como um dos fatores explicativos do nível de evidenciado de informações. Uma das explicações desta constatação é que as grandes companhias possuem maior assimetria de informação entre gestores e acionistas, devido à maior quantidade de contratos estabelecidos em relação à pequena empresa.

Entende-se que quanto maior a empresa, maiores são os problemas de agência em razão da maior quantidade de contratos firmados, se comparado a uma empresa menor, portanto, quanto mais informações forem evidenciadas, maior seria a redução da assimetria informacional entre gestores e acionistas e menores seriam os custos de agência da empresa. Outro motivo que justificaria a relação positiva entre o tamanho e o nível de evidenciação é que quanto maior a empresa, maior será sua necessidade de financiamento, o que, conseqüentemente, gera uma demanda maior de informações.

Por seu porte, a grande empresa dispõe de melhores sistemas de informações, o que possibilita, em relação à pequena empresa, maior redução dos custos de obtenção e evidenciação das informações. “Nas empresas pequenas o custo de evidenciar informações voluntárias pode ser relativamente alto comparando com grandes empresas, em ambos os termos de coleta e custo dos proprietários” (WATSON; SHRIVES; MARSTON, 2002, p.297, tradução nossa). Outro ponto a destacar é que uma empresa maior não é tão vulnerável quanto a pequena a custos de perda da vantagem competitiva.

Especificamente os estudos de Bozzolan, Favotto, Ricceri (2003), Macagnan (2005), Zeghal, Mouelhi e Louati (2008) não rejeitaram a hipótese tamanho como explicativa do nível de evidenciação de informações sobre os recursos intangíveis. De acordo com as evidências apresentadas, a evidenciação voluntária de recursos intangíveis pode ser, portanto, uma forma de reduzir a assimetria de informações. Deduz-se que a evidenciação de informações sobre os recursos intangíveis nas grandes empresas causam menos custos de agência e custo dos proprietários do que nas pequenas empresas, por esse motivo as maiores evidenciam mais informações do que as menores.

A partir destes pressupostos, formula-se a seguinte hipótese:

H1: Existe uma relação positiva entre o tamanho e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

3.2.2 Endividamento

Quanto mais endividada está uma empresa, mais informações ela necessita evidenciar na tentativa de reduzir a assimetria informacional entre gestores e acionistas. O papel da evidenciação é o de justificar aos acionistas os motivos da dívida. A lógica é que, ao

evidenciar mais informações, a companhia possa compensar os efeitos negativos da informação do endividamento.

Uma possibilidade que justificaria um maior nível de endividamento da empresa seria o investimento em recursos intangíveis, que não estão sendo evidenciados, mas que, futuramente, poderão trazer benefícios futuros para a empresa. Empresas mais endividadas são significativamente mais propensas a evidenciar mais informações voluntárias (BRAMMER E PAVELIN, 2006).

Os estudos anteriores revisados mostraram resultados divergentes sobre a associação entre o endividamento e o nível de evidenciação de informações. Malone, Frie e Jones (1993); Hossain, Perera e Rahman (1995); Mitchell, Chia e Loh (1995); Cooke (1996); Richardson e Welker (2001); Williams (2001); Bujaki e McConomy (2002); Camfferman e Cooke (2002); Ferguson, Lam e Lee (2002); Prencipe (2004); Barako, Hancock e Izan (2006); Macagnan (2007) não rejeitam a hipótese. Assinalam uma relação positiva, sustentando que quanto mais endividada a empresa, mais informação ela evidencia para justificar o endividamento. Contudo, Watson, Shrives e Marston (2002); Eng e Mark (2003) não rejeitam a hipótese endividamento em suas investigações, mostrando uma relação negativa com o nível de evidenciação, ou seja, mesmo com um endividamento mais elevado, a empresa evidencia menos informação. Essa relação pode ser compatível com a teoria dos custos dos proprietários. É possível a gestão preferir não evidenciar, pois caso evidenciasse estaria revelando informações sobre suas operações estratégicas. Assim os custos de evidenciar poderiam ser mais elevados do que os custos de reter a informação.

Segundo Depoers (2000, p. 249, tradução nossa),

Quanto maior a proporção das dívidas na estrutura de capital da empresa, maiores serão os custos de agência porque uma grande proporção de dívidas permite maior potencial de transferência de riqueza dos credores para os acionistas. Provendo a evidenciação voluntária, os gestores podem contribuir na redução dos conflitos entre os acionistas e os credores e receber um benefício por meio da redução dos custos de agência.

De acordo com a maioria dos estudos que não rejeitaram a hipótese endividamento, a Teoria da Agência supõe que as empresas mais endividadas evidenciam mais informações em relação às empresas menos endividadas, com o intuito de satisfazer a necessidade de informação dos acionistas.

O alto débito na estrutura de capital da empresa poderia, todavia, ser decorrente de investimentos em recursos intangíveis ainda não reconhecidos, mas que trarão benefícios futuros para a empresa. Então, no geral, o Mercado veria o endividamento/alavancagem para ganhos futuros, portanto a informação do endividamento geraria nos acionistas uma visão positiva.

Assim formula-se a seguinte hipótese:

H2: Existe uma relação positiva entre o endividamento e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

3.2.3 Rentabilidade

Os estudos revisados mostraram resultados mistos sobre a associação entre a rentabilidade e a evidenciação de informações. Os estudos de Singhvi e Desai (1971); Owusu-Ansah (1998); Richardson e Welker (2001); Watson, Shrives e Marston (2002); Camfferman e Cooke (2002); Silva e Martelanc (2006); e Salotti e Yamamoto (2008) não rejeitaram a hipótese como explicativa do nível de evidenciação de informações, mostrando uma relação positiva entre a rentabilidade e o nível de evidenciação, sustentando a motivação dos gestores para apresentar os bons resultados obtidos. Wallace e Naser (1995); Macagnan (2005, 2007) mostraram, contudo, uma associação negativa, sustentando a motivação dos gestores para explicar o desempenho abaixo do esperado pelos acionistas.

De acordo com a Teoria de Agência, estudos anteriores identificaram que há uma relação positiva entre rentabilidade e evidenciação. Singhvi e Desai (1971) sugerem que as empresas com rentabilidade média superior às demais empresas são suscetíveis a evidenciar mais informações, para mostrar aos acionistas sua forte situação financeira. Nas empresas de maior rentabilidade, os gestores podem evidenciar mais informações em relação às de menor rentabilidade, com a intenção de justificar a continuidade de sua posição e remuneração (INCHAUSTI, 1997). Quando os gestores obtêm bons resultados, eles são motivados a apresentá-los aos acionistas, pois assim explicam seu bom desempenho e obtêm a legitimidade necessária para a continuidade de seu comportamento na gestão da empresa.

Essa aparente relação positiva entre rentabilidade e evidenciação pode, entretanto, não estar correta. Quando a empresa não atinge a rentabilidade esperada, há possibilidade de os gestores evidenciarem mais informações para justificar aos acionistas as razões da baixa

rentabilidade alcançada (WAGENHOFER, 1990). As empresas com menor rentabilidade evidenciariam, pois, mais informações, permitindo aos gestores justificarem o menor desempenho e informarem as atitudes futuras a serem tomadas para reverter essa situação. Dessa forma, os gestores poderiam compensar os efeitos negativos da informação da menor rentabilidade. Essas informações reveladas serviriam para tentar tranquilizar os acionistas.

A partir destes pressupostos, formula-se a seguinte hipótese:

H3: Existe uma relação negativa entre a rentabilidade e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

3.2.4 Liquidez

A medida de liquidez mostra a capacidade de a empresa cumprir suas obrigações financeiras no curto prazo. Se a liquidez é analisada no mercado como uma medida de desempenho, empresas com maior liquidez são mais propensas a evidenciar mais informações em relação às empresas com menor liquidez, como forma de mostrar ao mercado seu bom desempenho (COOKE, 1989). É possível, no entanto, que uma alta liquidez indique que os gestores não estão aplicando adequadamente os recursos da empresa, ou seja, não estão atendendo os interesses dos acionistas.

Wallace, Naser e Mora (1994) encontraram evidências de que as empresa com baixa liquidez são motivadas a aumentar sua evidenciação numa tentativa de mostrar a seus acionistas que os gestores estão cientes do problema. O maior nível de evidenciação justificaria o alto débito na estrutura de capital da empresa, que pode ser decorrente de investimentos em recursos intangíveis ainda não reconhecidos, mas que trarão benefícios futuros à empresa.

A Teoria da Agência prevê que quanto mais altos os custos de agência, mais baixa será a liquidez, pois a “baixa liquidez é associada ao alto débito na estrutura de capital da empresa. Portanto, quando há uma alta liquidez, menor a evidenciação será” (ABDULLAH; ISMAIL, 2008, p. 7, tradução nossa).

As evidências empíricas mostram resultados mistos para a associação entre a liquidez da empresa e o nível de evidenciação de informações. Abdullah e Ismail (2008) não rejeitam a hipótese como explicativa do nível de evidenciação de informações, indicando uma relação

positiva entre liquidez e evidenciação. Wallace e Naser (1995); Owusu-Ansah (1998); Barako, Hancock e Izan (2006); e Al-Mutawwa e Hewaidy (2010) testaram e rejeitaram a hipótese. Wallace, Naser e Mora (1994) não rejeitaram a hipótese, mas encontraram uma relação negativa entre liquidez e evidenciação.

Assim formula-se a seguinte hipótese:

H4: Existe uma relação negativa entre a liquidez e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis da empresa.

3.2.5 Dividendos por Ação

O mercado é o responsável por estimar as expectativas de receitas futuras da empresa a partir do pagamento das receitas correntes (MILLER; ROCK, 1985). A remuneração das ações é um dos principais objetivos dos acionistas. Quando a empresa paga dividendos, ela gera informações ao mercado. Ou seja, a empresa demonstra que é rentável e está priorizando os interesses dos acionistas. “A política de dividendos pode ser usada para reduzir os custos de agência porque o pagamento regular de dividendos ajuda a manter a estrutura da empresa constante, afastando a transferência da riqueza dos proprietários para os credores” (INCHAUSTI, 1997, p. 56, tradução nossa).

Considerando a Teoria de Agência, quando a empresa paga dividendos, ela indica que está sendo gerida de acordo com os interesses dos acionistas, reduzindo a necessidade de evidenciar informações. Quando, entretanto, a empresa não paga dividendos, ela pode ter a tendência de evidenciar mais informações sobre recursos intangíveis, a fim de compensar as informações negativas geradas pelo não pagamento de dividendos.

Na revisão de literatura, foram encontrados os estudos de Inchausti (1997); Watson, Shrives e Marston (2002); Macagnan (2007) que testaram a variável dividendos; tentando encontrar associação entre os dividendos por ação e a evidenciação de informações. Como resultado, Inchausti (1997); e Macagnan (2007) rejeitaram a hipótese, mas Watson, Shrives e Marston (2002) não rejeitaram e mostraram a existência de uma relação positiva entre os dividendos por ação e a evidenciação de informações.

Com base nestes pressupostos, formula-se a seguinte hipótese:

H5: Existe uma relação negativa entre o pagamento de dividendos e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

3.2.6 Crescimento

O crescimento das empresas relaciona-se a dois fatores: a existência de mercados em crescimento e a oportunidade de entrada em mercados lucrativos (PRENCIPE, 2004). Como consequência do crescimento da empresa, de acordo com a Teoria da Agência, aumenta no número de contratos entre gestores e acionistas, o que, por sua vez, aumenta o problema da assimetria de informação, elevando os custos de agência. Neste caso, evidenciar mais informações reduziria os custos de agência.

De acordo com a Teoria dos Custos dos Proprietários, entretanto, as empresas em crescimento podem sofrer custos na evidenciação de informações ao revelar informações estratégicas para concorrentes ou potenciais concorrentes, tornando a retenção das informações vantajosa.

Na revisão de literatura foram encontrados os estudos de McNally, Eng e Hasseldine (1982); Prencipe (2004); e Bronson, Caccelo e Raghunandan (2006) que testaram a variável crescimento da empresa, tentando encontrar uma associação entre o crescimento e a evidenciação de informações. Como resultado, Bronson, Caccelo e Raghunandan (2006) não rejeitam a hipótese, mostrando a existência de uma relação negativa entre o crescimento e a evidenciação de informações. McNally, Eng e Hasseldine (1982) e Prencipe (2004) rejeitaram a hipótese como explicativa do nível de evidenciação de informações.

Evidenciar mais informações sobre recursos intangíveis poderia reduzir os custos de agência das companhias em crescimento, visto que essa ação reduz a assimetria de informação entre gestores e acionistas. É possível, entretanto, que os custos dos proprietários relacionados à perda de vantagem competitiva decorrente da evidenciação de recursos intangíveis para uma empresa em crescimento sejam muito mais elevados do que os benefícios da redução da assimetria de informação.

Formula-se assim a seguinte hipótese:

H6: Existe uma relação negativa entre o crescimento e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis da empresa.

3.2.7 Volatilidade

Considerando a racionalidade dos investidores, estes somente aplicarão seus recursos em ações de empresas quando seu retorno esperado for suficientemente elevado para compensar o risco do ativo (ROSS, WESTERFIELD; JAFFE, 2008). A volatilidade das ações é uma informação que pode afetar a decisão de investimento dos acionistas. Quanto maior o risco de um investimento, maior será o prêmio exigido pelo acionista para correr esse risco. Quando a empresa possui ações voláteis, evidenciar os recursos intangíveis ajudaria sua avaliação pelo mercado, reduzindo, conseqüentemente, a volatilidade das ações.

Na revisão de literatura, foram encontrados os estudos de Macagnan (2007) e Salotti e Yamamoto (2008) que testaram a variável volatilidade da ação, tentando encontrar uma associação entre a volatilidade da ação e a evidenciação de informações. Como resultado, Macagnan (2007) rejeitou a hipótese como significativamente explicativa, mas Salotti e Yamamoto (2008) não rejeitaram e mostraram a existência de uma relação negativa entre a volatilidade da ação e a evidenciação de informações. Esta relação contraria a Teoria da Agência, mas pode ser explicada pela Teoria do Custo dos Proprietários.

A partir deste entendimento, formula-se a seguinte hipótese:

H7: Existe uma relação positiva entre a volatilidade das ações e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

3.2.8 Capital Flutuante

O capital fluante indica a quantidade de ações de uma empresa livres para negociação no mercado de capitais. Baixo nível de capital fluante indica concentração de ações em poder de poucas pessoas. Alto nível de capital fluante significa dispersão de ações em poder de muitas pessoas. A primeira situação poderia permitir que os acionistas controladores exercessem maior influência no controle da empresa, visto que em muitos casos os mesmos fazem parte do conselho de administração (MACAGNAN, 2009). Como consequência da concentração das ações, os controladores podem ter interesses em ocultar certas informações que lhe são desfavoráveis, o que poderia causar prejuízos aos acionistas minoritários.

Quando a propriedade acionária é demasiadamente difusa e fragmentada, o acionista não possui o controle efetivo da administração (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE 2008). Nesta situação, com a propriedade dispersa, o controle torna-se menos concentrado, o que gera aumento no número de contratos entre os gestores e os acionistas, devido à maior quantidade de acionistas e, como consequência maior ocorrência de conflitos de interesses. Neste caso, a evidenciação de informações sobre recursos intangíveis poderia reduzir os custos de agência com a redução da assimetria informacional, de acordo com a Teoria de Agência.

Na revisão de literatura, foram encontrados os estudos de Macagnan (2007) e Salotti e Yamamoto (2008) que testaram a variável capital fluante, tentando encontrar a existência de associação entre o capital fluante e a evidenciação de informações. Como resultado, Salotti e Yamamoto (2008) rejeitaram a hipótese como significativamente explicativa. Macagnan (2007), porém, não rejeitou e mostrou a existência de uma relação negativa entre o capital fluante e a evidenciação de informações de recursos intangíveis na categoria capital estrutural organizativo.

Com base nestes pressupostos, formula-se a seguinte hipótese:

H8: Existe uma relação positiva entre o capital fluante e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

3.2.9 Preço da Ação Dividido pelo seu Valor Contábil

Quando uma empresa possui uma relação entre o valor contábil da ação e seu preço de mercado abaixo da média, pode-se classificá-la como uma ação de crescimento. No caso contrário, é denominada ação de valor. As ações de crescimento incorporam mais unidades de valor de mercado do que unidades de valor contábil em comparação às ações de valor (MACAGNAN, 2007). As empresas com ações de crescimento incorporam, em seus preços no mercado, os recursos intangíveis que não foram contabilizados, normalmente devido às limitações de reconhecimento deste tipo de recursos pela contabilidade. Eles, no entanto, poderiam ser evidenciados voluntariamente, o que possibilitaria uma melhor avaliação das ações da empresa pelo mercado.

O valor superior do preço da ação em relação a seu valor contábil poderia ser estabelecido pela expectativa dos acionistas de potenciais benefícios futuros da empresa. Para

sustentar essa avaliação favorável dos acionistas, o gestor poderia adotar um comportamento de evidenciar informações sobre recursos intangíveis, justificando assim que a diferença entre o preço da ação e o seu valor contábil justifica-se pelos recursos intangíveis que não foram contabilizados pela empresa.

Na revisão de literatura, apenas os estudos de Macagnan (2005, 2007) testaram a variável preço da ação dividido pelo seu valor contábil, tentando encontrar a existência de associação entre a variável e a evidenciação de informações. O resultado foi a não rejeição da hipótese, mostrando a existência de uma relação positiva entre o preço da ação e seu valor contábil e a evidenciação de informações sobre recursos intangíveis.

Formula-se, pois, a seguinte hipótese:

H9: Existe uma relação positiva entre o preço da ação dividido por seu valor contábil e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

3.2.10 Eficiência

Na revisão de literatura, a hipótese eficiência foi testada apenas uma vez por Abdullah e Ismail (2008), mas foi rejeitada como explicativa do nível de evidenciação de informações. A variável utilizada para medir a eficiência foi vendas por empregados.

O presente estudo pretendeu testar a hipótese eficiência, utilizando à variável giro do ativo. De acordo com Gitman (1997, p 115), o giro do ativo “indica a eficiência com a qual a empresa usa todos os seus ativos para gerar vendas”. Ele é, portanto uma informação relevante para os acionistas, possibilitando sua análise sob o ponto de vista de desempenho da própria gestão da empresa no emprego eficiente dos recursos disponíveis.

De acordo com a Teoria da Agência, se a empresa atingir um alto giro do ativo, os gestores evidenciarão mais informações, para mostrar aos acionistas seu bom desempenho na gestão dos recursos e receber a legitimação necessária para sua continuidade na empresa. Por outro lado, um giro muito baixo poderia significar que os gestores não estão atendendo os interesses dos acionistas. Neste caso, a evidenciação de informações seria uma opção para justificar o comportamento da gestão da empresa.

Assim formula-se a seguinte hipótese:

H10: Existe uma relação positiva entre a eficiência e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

3.2.11 Tempo de Registro na CVM

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma Autarquia Federal criada pela Lei nº 6.385 de 07 de Dezembro de 1976, com a função de disciplinar e normatizar o mercado de capitais brasileiro. Em seu exercício de órgão regulamentar, a CVM orienta, mediante normas e padrões, a divulgação mínima de informações sobre as empresas abertas ao mercado - “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão” (BRASIL, 1976, *Caput* art. 19). Com a criação da CVM, a emissão de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou qualquer outro valor mobiliário para distribuição pública somente pode ser feita após o registro da empresa nesta autarquia. A partir do registro, a empresa fica obrigada a apresentar periodicamente à CVM determinadas informações, que são publicadas, e permitem que os investidores tenham um maior grau de conhecimento sobre ela.

A CVM determina um nível mínimo de evidenciação, permitindo às empresas superarem esse mínimo. Aquelas com registro mais antigo, que possuem maior maturidade e solidez no mercado de capitais, poderiam evidenciar mais informações em relação às empresas com registro mais recente, a fim de alcançarem os benefícios da redução dos custos de agência.

Em seu estudo Einhorn e Ziv (2008, p. 567, tradução nossa) demonstram que “pela evidenciação voluntária de informações privadas as empresas firmam um compromisso implícito de fornecer uma evidenciação equivalente no futuro”. O tempo de experiência da empresa no cumprimento das orientações informacionais expedidas pela CVM, que reduz o custo de obtenção da informação dada a familiaridade das necessidades informativas dos analistas, e a preocupação em atender as expectativas dos usuários que demandam as informações também podem explicar o maior nível de evidenciação de informações.

Uma companhia registrada recentemente necessita evidenciar mais informações do que uma companhia com mais tempo de registro. Isso ocorre porque a primeira necessitaria convencer os investidores de que é seguro e rentável aplicar recursos nela e a segunda, devido a seu histórico na Bolsa, não necessitaria divulgar o mesmo nível de informação, porque o

investidor já conhece suas operações passadas. A menor evidenciação de uma empresa recém registrada pode, no entanto, ser explicada pela Teoria do Custo dos Proprietários, pois o custo de evidenciar a informação pudesse ser maior do que o custo de não evidenciar.

Em nenhum outro estudo revisado foi testada uma variável que representasse o tempo de habilitação das empresas para a emissão de valores mobiliários no mercado de capitais. Assim, a partir destas ponderações, formula-se a seguinte hipótese:

H11: Existe uma relação positiva entre o tempo de registro na CVM e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis da empresa.

O presente estudo testou 11 hipóteses de pesquisa. Elas foram formuladas a partir de uma análise das hipóteses investigadas nos estudos revisados sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações. Apresentam-se, na Tabela 3 a seguir, as 11 hipóteses e as respectivas relações esperadas com a evidenciação de informações sobre recursos intangíveis.

Tabela 3 - Hipóteses Formuladas e Relação Esperada

Nº	Hipóteses	Relação Esperada
1	Tamanho	+
2	Endividamento	+
3	Rentabilidade	-
4	Liquidez	-
5	Dividendos por Ação	-
6	Crescimento	-
7	Volatilidade da Ação	+
8	Capital Flutuante	+
9	Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	+
10	Eficiência	+
11	Tempo de Registro na CVM	+

Este capítulo apresentou uma revisão dos estudos empíricos sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações em geral e sobre recursos intangíveis. A partir desta revisão foram formuladas as hipóteses dos fatores explicativos do nível de evidenciação voluntária de informações sobre recursos intangíveis desta investigação.

No próximo capítulo, são apresentados os procedimentos metodológicos deste estudo.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo divide-se em três partes. A primeira mostra a técnica de análise das evidências utilizadas. A segunda identifica as variáveis a explicar e as variáveis explicativas. A última parte apresenta a população e a amostra, o período de análise e as fontes de obtenção dos dados.

4.1 MODELO DE REGRESSÃO

Nesta parte da pesquisa, foram testados os fatores que poderiam explicar o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis. A abordagem utilizada foi quantitativa, por meio da análise confirmatória dos dados (ou estatística inferencial). Este tipo de análise “utiliza dados quantitativos coletados de uma amostra para chegar a conclusões sobre uma população” (COLLIS; HUSSEY, 2005, p. 186).

Nos estudos revisados, foi identificado que 73,1% (49) deles utilizaram a técnica de regressão linear múltipla para testar as variáveis explicativas do nível de evidenciação, portanto a técnica de análise confirmatória dos dados, utilizada nesta investigação, foi a regressão linear múltipla, com dados em painel.

A análise de regressão se ocupa do estudo da dependência de uma variável, a variável dependente, em relação a uma ou mais variáveis, as variáveis explanatórias, com vistas a estimar e/ou prever o valor médio (da população) da primeira em termos dos valores conhecidos ou fixados (em amostragens repetidas) das segundas (GUJARATI, 2006, p. 13).

A escolha de dados em painéis é indicada quando “a mesma unidade de corte transversal (uma família, uma empresa, um estado) é acompanhado ao longo do tempo” (GUJARATI, 2006, p. 513). Nesta pesquisa, as observações são de 29 empresas em um período de 5 anos, totalizando 145 documentos. Dentre as vantagens da utilização de dados em painéis destacam-se quatro: uso de mais observações; controle da heterogeneidade dos indivíduos; aumento dos graus de liberdade; redução da colinearidade entre as variáveis explicativas (HSIAO, 1986 *apud* DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

A estimação do modelo estatístico serviu para verificar se as hipóteses sugeridas no capítulo três estão condizentes com a teoria. Para esse fim, estimou-se o modelo de regressão com dados em painel, apresentado a seguir (as fórmulas das variáveis explicativas encontram-se no quadro 1 na página 54).

Modelo de Estimação do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis

$$NE_{it}^x = \beta_0 + \beta_1 Tot_{it} + \beta_2 Ven_{it} + \beta_3 End_{it} + \beta_4 Roa_{it} + \beta_5 C_Roa_{it} + \beta_6 CCL_{it} + \beta_7 Div_{it} + \beta_8 C_Ati_{it} + \beta_9 C_Ven_{it} + \beta_{10} Vol_{it} + \beta_{11} C_Flu_{it} + \beta_{12} PA_VC_{it} + \beta_{13} Tem_{it} + \mathcal{E}_{it}$$

Sendo:

NE = nível de evidenciação da categoria “ x ”;

$x \in \{1, 2, 3, 4\}$, sendo “ x ” a categoria: 1 = recursos intangíveis; 2 = capital humano; 3 = capital estrutural; 4 = capital relacional;

β_i = parâmetros a serem estimados;

Tot_{it} = total do ativo da empresa “ i ” no ano “ t ”;

Ven_{it} = vendas da empresa “ i ” no ano “ t ”;

End_{it} = endividamento da empresa “ i ” no ano “ t ”;

Roa_{it} = retorno sobre o ativo da empresa “ i ” no ano “ t ”;

C_Roa_{it} = Crescimento do ROA da empresa “ i ” no ano “ t ”;

CCL_{it} = capital circulante líquido da empresa “ i ” no ano “ t ”;

Div_{it} = dividendos por ação da empresa “ i ” no ano “ t ”;

C_Ati_{it} = crescimento do ativo da empresa “ i ” no ano “ t ”;

C_Ven_{it} = crescimento das vendas da empresa “ i ” no ano “ t ”;

Vol_{it} = volatilidade da ação da empresa “ i ” no ano “ t ”;

C_Flu_{it} = capital fluante da empresa “ i ” no ano “ t ”;

PA_VC_{it} = preço da ação dividido pelo seu valor contábil da empresa “ i ” no ano “ t ”;

Tem_{it} = tempo de registro na CVM da empresa “ i ” no ano “ t ”;

\mathcal{E}_{it} = erro aleatório que capta o efeito das variáveis omitidas sobre a empresa “ i ” no ano “ t ”;

i = empresas, de 1 a 29;

t = anos, de 2005 a 2009.

Por meio da estimação de quatro modelos, um para cada índice, foi testado se cada hipótese, representadas por distintas variáveis, poderia ser um dos fatores significativamente explicativo do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas da amostra. Na próxima seção é apresentada a descrição das variáveis a explicar e explicativas utilizadas nos modelos.

4.2 DESCRIÇÃO DAS VARIÁVEIS

Este subcapítulo apresenta os índices de identificação dos recursos intangíveis que servirão de métrica do nível de evidenciação. Em seguida, identificam-se as variáveis

explicativas do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas testadas por este estudo.

4.2.1 Variável a Explicar: o Nível de Evidenciação

Esta parte da pesquisa detalha os procedimentos utilizados para identificar o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas da amostra. Como, neste caso, a informação é uma evidência qualitativa, foi utilizada a metodologia da análise de conteúdo que, segundo Bardin (2009, p. 44), é

um conjunto de técnicas de análise das comunicações visando obter por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/revelação (variáveis inferidas) destas mensagens.

Os indicadores permitem reconhecer os recursos intangíveis. Por meio do agrupamento de indicadores, formam-se os índices. Assim as evidências qualitativas¹¹ foram exploradas pela análise de conteúdo e, por meio da inferência do pesquisador, geraram as evidências quantitativas¹². A variável a explicar, ou variável dependente, é o nível de evidenciação, logo foi necessário medir o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis de cada empresa.

Essa técnica gera certo grau de subjetivismo, pois a informação divulgada pelas empresas não pode ser medida ou mensurada de forma objetiva. Não obstante essa limitação, esta investigação acompanha a tendência de outros estudos (WALLACE; NASER, 1995; CHEN; JAGGI, 2000; WILLIAMS, 2001; BOZZOLAN, FAVOTTO E RICCERI, 2003; MACAGNAN, 2005), nos quais o nível de evidenciação foi medido por meio de índices representativos da informação sobre recursos intangíveis.

Os índices são conjuntos de itens representativos de uma categoria de indicadores que melhor representam a informação sobre recursos intangíveis. Até o presente momento, esta métrica apresentou-se como a mais adequada para medir o nível de evidenciação das informações das empresas. Sua operacionalização na medição é simples. Foi atribuído um

¹¹ Textos e números contidos nos relatórios anuais das empresas.

¹² A representação numérica do nível de evidenciação de cada empresa da amostra.

ponto para cada indicador quando evidenciado e zero quando não houve revelação. O nível de evidenciação das empresas foi obtido pela soma da pontuação de cada item de uma categoria (KHANA; PALEPU; SRINIVASAN, 2004).

Entre os estudos revisados, alguns utilizam ponderação na pontuação de cada item, seguindo algum critério preestabelecido (MCNALLY; ENG; HASSELDINE, 1982; FIRTH, 1985; INCHAUSTI, 1997). Entende-se que essa ponderação somente aumentaria a subjetividade da medição, uma vez que o critério de pontuação passa a ser estabelecido pela arbitrariedade de cada investigador. Assim, foi descartada a utilização de pesos diferentes para cada item, mantendo-se o critério de identificar apenas a presença ou a ausência da informação (COURTIS, 1996 *apud* AHMED; COURTIS, 1999), seguindo a mesma linha de investigações mais recentes (DEPOERS, 2000); HANIFFA; COOKE, 2002; ARCHAMBAULT; ARCHAMBAULT, 2003; MACAGNAN, 2005).

Na identificação do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis, adotaram-se os índices formados por um total de 123 itens¹³, construídos por Macagnan (2005), a partir de uma revisão teórica e empírica dos indicadores de recursos intangíveis. A escolha destes indicadores e índices para esta pesquisa justifica-se por sua maior completude em relação a outros estudos como os de: Williams (2001) que utilizou 50 indicadores e Bozzolan, Favotto e Ricceri (2003) que utilizaram 22 indicadores. E por seu alinhamento com os objetivos do estudo. Uma visão geral dos índices dos recursos intangíveis pode ser vista na Figura 1 a seguir.

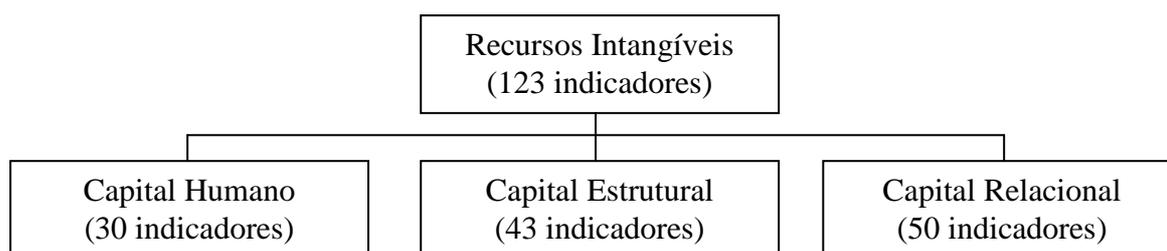


Figura 1: Categorias de indicadores representativos dos recursos intangíveis
Fonte: Adaptado de Macagnan (2009, p. 52)

O índice geral denominado recursos intangíveis conta com 123 indicadores e divide-se em três categorias, a saber: capital humano, com 30 indicadores; capital estrutural, com 43 indicadores; capital relacional, com 50 indicadores. Na tabela 4, mostra-se o tipo de recurso intangível compreendido por cada um dos modelos.

¹³ Todos os 123 indicadores estão listados no anexo 1.

Tabela 4 - Índices de Recursos Intangíveis e as informações que representam

Modelo	Índice	Número de Indicadores	Representa
Modelo 1	Recursos Intangíveis (NEg)	123	Recursos Intangíveis em geral, abrangendo os índices de capital humano, capital estrutural e capital relacional.
Modelo 2	Capital Humano (NEh)	30	Recursos intangíveis relacionados com competências e habilidades técnicas dos funcionários da empresa.
Modelo 3	Capital Estrutural (NEe)	43	Recursos intangíveis relacionados a tecnologia (Planejamento e desenvolvimento, patentes e licenças, evolução técnica do sistema de produção) e organização (Sistemas de gestão, base de dados, atividades técnicas e organizativas).
Modelo 4	Capital Relacional (NEr)	53	Recursos intangíveis relacionados com o negócio (Capacidade de interação e relacionamento com o mercado) e social (Capacidade de interação e relacionamento com a sociedade).

Fonte: Adaptado de Macagnan (2007)

Para cada categoria se estabeleceu um índice de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis. Cada índice é formado por um determinado número de indicadores, de acordo com a categoria que representa. Portanto o cálculo utilizado na elaboração de cada índice de evidenciação de recursos intangíveis para cada empresa, configurado respectivamente pelas diferentes categorias, é resultado da fórmula a seguir:

$$I_j = \frac{\sum_{i=1}^n x_{ij}}{n_j}$$

Sendo:

I = índice;

j = empresa;

i = indicadores “ i ” da empresa “ j ”;

x_{ij} = número de indicadores “ i ” obtidos para empresa “ j ”;

n_j = número de indicadores, sendo o modelo 1 123 indicadores; modelo 2 30 indicadores; modelo 3 43 indicadores; e modelo 4 50 indicadores.

Na seção a seguir são detalhados os fatores que poderiam explicar o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas da amostra. Esses fatores são variáveis representativas das hipóteses formuladas.

4.2.2 Variáveis Explicativas: Fatores que Explicariam o Nível de Evidenciação

Os fatores são as variáveis explicativas que poderiam explicar os diferentes níveis de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas. Em outras palavras, são as características das empresas que poderiam influenciar na decisão do gestor de evidenciar ou de mitigar informações que não é obrigado a revelar.

Quadro 1 - Hipóteses, variáveis, fórmulas e unidades utilizadas

Hipóteses	Variáveis	Fórmulas	Unidades
Tamanho	Total do Ativo	Valor Total do Ativo	Bilhões de Reais
	Total das Vendas	Valor Total das Vendas Brutas	Bilhões de Reais
Endividamento	Endividamento	$[(\text{Passivo Total} - \text{Patrimônio Líquido}) / \text{Total do Ativo}] \times 100$	Percentual
Rentabilidade	Retorno sobre o Ativo (ROA)	$(\text{Lucro Líquido} / \text{Total do Ativo}) \times 100$	Percentual
	Crescimento do ROA	$[(\text{ROA}_t / \text{ROA}_{t-1}) - 1] \times 100$	Percentual
Liquidez	Capital Circulante Líquido	Ativo Circulante – Passivo Circulante	Bilhões de Reais
Dividendos por Ação	Dividendos por Ação ¹⁴	Dividendos por Ação Ordinária	Reais
Crescimento	Crescimento do Ativo	$[(\text{Total do Ativo}_t / \text{Total do Ativo}_{t-1}) - 1] \times 100$	Percentual
	Crescimento das Vendas	$[(\text{Vendas}_t / \text{Vendas}_{t-1}) - 1] \times 100$	Percentual
Volatilidade da Ação	Volatilidade da Ação ¹⁵¹⁶	$(\text{Volatilidade da Ação Ordinária}) \times 100$	Percentual
Capital Flutuante	Capital Flutuante ¹⁷	% Capital Flutuante	Percentual
Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	Preço da Ação ¹⁸ dividido pelo seu Valor Contábil	$(\text{Cotação da Ação}^* / \text{Valor Contábil da Ação}) \times 100$	Percentual
Eficiência	Giro do Ativo	$(\text{Vendas} / \text{Total do Ativo}) \times 100$	Percentual
Tempo de Registro na CVM	Tempo de Registro na CVM	2009 – Ano de Registro na CVM	Anos

* Última cotação de fechamento no ano a que se refere.

¹⁴ As variáveis explicativas dividendo da ação ordinária e dividendo da ação preferencial estavam altamente correlacionadas. Portanto optou-se por utilizar apenas a variável dividendo da ação ordinária.

¹⁵ A volatilidade da ação foi medida pelo seu desvio padrão numa distribuição normal.

¹⁶ As variáveis explicativas volatilidade da ação ordinária e volatilidade da ação preferencial estavam altamente correlacionadas. Portanto optou-se por utilizar apenas a variável volatilidade da ação ordinária.

¹⁷ O capital flutuante indica o percentual de ações de uma empresa livres para negociação no mercado de capitais.

¹⁸ Essa variável foi obtida por meio da divisão do preço de mercado da ação pelo seu respectivo valor contábil.

A partir da revisão dos estudos empíricos sobre evidenciação de informações, foram formuladas as hipóteses¹⁹ e definidas as variáveis representativas de cada uma. A não rejeição das variáveis como significativamente explicativas foi obtida por meio de estimações de modelos estatísticos. No quadro 1 foram apresentadas as variáveis utilizadas em cada hipótese.

O objetivo do estudo foi testar a relação entre as variáveis explicativas e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas. Após a estimação dos modelos, considerou-se importante realizar uma análise complementar em função do período da amostra. Tal análise teve o objetivo de avaliar os reflexos no nível de evidenciação de uma variável exógena: a crise financeira internacional, que no Brasil teve seu maior impacto nos anos de 2008 e 2009, justamente os últimos dois anos da amostra.

Os efeitos da crise internacional poderiam ter interferido no nível de evidenciação das empresas, o que poderia gerar resultados distorcidos, se analisada a amostra indistintamente. Para verificar o efeito deste fator na amostra de empresas, foi realizado o seguinte teste: dividiu-se a amostra em duas, a primeira de 2005 a 2007 (período de crescimento da economia) e a segunda de 2008 a 2009 (período de retração da economia). Após essa divisão foram realizadas duas regressões com as mesmas variáveis explicativas, alterando apenas o período das amostras, para que se pudesse fazer a análise das variações dos coeficientes de cada variável explicativa e, assim, verificar se o período de crise oportunizou mudanças significativas no comportamento das empresas em relação ao nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis. O estudo não tratou desta variável exógena como uma variável explicativa, mas apenas como um fator temporal que poderia comprometer os resultados encontrados para as hipóteses da pesquisa.

Na próxima seção são apresentadas a população/amostra, o período de análise e a fonte dos dados desta investigação.

4.3 POPULAÇÃO/AMOSTRA, PERÍODO DE ANÁLISE E FONTES DE DADOS

Para a realização deste estudo foi selecionada uma amostra não probabilística numa população de 531 empresas listadas na BM&Fbovespa, em julho de 2010. Na seleção das empresas que compõem a amostra, foram seguidos os seguintes critérios: estar listada na

¹⁹ As hipóteses foram apresentadas no capítulo três.

BM&FBovespa no período de 2005 a 2009; disponibilizar, em seu *website*, para *download*, os relatórios anuais de 2005 a 2009; não ter sido incorporada por outra empresa entre 2005 e 2009.

Das 531 empresas, 58 foram excluídas por seu *website* não ter sido encontrado, ou por estar em estágio de construção, ou por conter problemas técnicos que impossibilitavam o *download* de seu conteúdo. Outras 440²⁰ empresas foram excluídas por não disponibilizarem, em seu *website*, para *download*, os relatórios anuais dos cinco anos visados pelo estudo. Restaram 33 empresas, entretanto foram excluídas mais quatro: duas²¹ por não estarem listadas na BM&FBovespa desde 2005 e duas²² por terem sido incorporadas a outras durante o período de análise. A amostra ficou, portanto, composta por 29 empresas²³.

Aparentemente a amostra parece pequena (29 empresas), mas como foi utilizada a técnica de dados em painel, durante o período de 2005 a 2009, o número de observações subiu para 145 (29 empresas multiplicadas por 5 anos).

No desenvolvimento desta pesquisa, foram utilizadas diferentes fontes de dados para a obtenção do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas e para obtenção das variáveis explicativas deste nível. A fonte de dados, por meio da qual se obteve o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis, foi o relatório anual das empresas obtido em seus *websites*. Foram considerados como relatórios anuais os assim identificados pelas empresas. Os dados extraídos desta fonte compõem a variável que mede o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas. A escolha do relatório anual como fonte de dados para a obtenção do nível de evidenciação segue a tendência da maior parte dos estudos sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações, pois, na revisão de literatura, identificou-se que 82,1% (55) desses estudos utilizaram o relatório anual das empresas como fonte de informações. A importância desse documento está em seu reconhecimento como um documento oficial da empresa (MACAGNAN, 2007).

“A amplitude de informações contidas nos relatórios anuais podem ser o principal determinante da qualidade do processo de tomada de decisão de investimentos particulares, e

²⁰ Algumas empresa disponibilizavam para *download* até quatro dos cinco relatórios anuais exigidos pelo critério de seleção da amostra, entretanto, devido à técnica estatística utilizada por este estudo, não poderia haver falhas no *cross-section* da amostra. Essas empresas foram, pois, excluídas da amostra.

²¹ Foram excluídas da amostra a Cia Saneamento de Minas Gerais (COPASA), cuja listagem ocorreu em 2006, e a Ecorodovias Concessões e Serviços S/A (ECON), cuja listagem ocorreu em 2009.

²² Foram excluídas da amostra a Duratex S/A, incorporada, em 2009, pela Satipel Industrial S/A que adotou o nome Duratex S/A, e a Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A, incorporada, em 2006, pela Rio Han Empreendimentos e Participações S/A que adotou o nome Empresa Brasileira de Aeronáutica S/A.

²³ O apêndice 6 apresenta o nome das 29 empresas da amostra.

da alocação de recursos em geral” (KAHL; BELKAOUI, 1981, p. 189, tradução nossa). Ou seja, a extensão das informações sobre a realidade da empresa divulgadas nos relatórios anuais serviria melhor aos que se interessam em avaliar a empresa, sendo também adequada às pesquisas empíricas sobre a evidenciação. Healy e Palepu (2001, p. 407, tradução nossa) concluem que “os relatórios financeiros e a evidenciação continuarão a ser um campo rico para pesquisas empíricas, em razão da identificação de diversas questões sem respostas”. Entende-se que os relatórios anuais publicados pelas companhias possuem grande potencial informacional a ser explorado. Se corretamente analisadas, as informações extraídas destes relatórios permitirão maior conhecimento sobre a realidade da empresa.

Em decorrência da diversidade de variáveis necessárias para explicar o nível de evidenciação, foi necessário utilizar mais de uma fonte de dados para obter as variáveis explicativas. Portanto, para estas variáveis foram utilizadas as informações publicadas sobre as empresas no *website* da BM&FBovespa e na base de dados Economática. Na Tabela 5, mostra-se cada variável explicativa e sua respectiva fonte de obtenção.

Tabela 5 - Fonte das Variáveis Explicativas

Informação	Fonte
Total do Ativo	DFP* - BM&FBovespa
Total do Passivo	DFP* - BM&FBovespa
Ativo Circulante	DFP* - BM&FBovespa
Passivo Circulante	DFP* - BM&FBovespa
Vendas	DFP* - BM&FBovespa
Lucro Líquido depois do Imposto	DFP* - BM&FBovespa
Dividendos por Ação	Economática
Volatilidade da Ação	Economática
Capital Flutuante	IAN** - BM&FBovespa
Preço da Ação (cotação de fechamento)	Economática
Valor Contábil da Ação	Economática
Tempo de Registro na CVM	Ficha Cadastral - BM&FBovespa

* Demonstrações Financeiras Padronizadas; ** Informações Anuais.

Os dados de cada variável foram obtidos sempre da mesma fonte, mesmo havendo mais de uma disponível. Ou seja, as fontes alteram-se entre variáveis, mas não se alteram na mesma variável.

A seguir é apresentada a análise dos resultados das regressões sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este capítulo divide-se em seis partes. A primeira mostra a análise descritiva do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis, identificados por meio da análise de conteúdo dos relatórios anuais das empresas. A segunda analisa a existência de correlação entre as variáveis explicativas do nível de evidenciação. A terceira identifica qual o efeito mais adequado para a regressão com dados em painel da amostra deste estudo. A quarta analisa os resultados obtidos por meio da regressão linear múltipla com dados em painel. A quinta analisa os resultados obtidos em cada hipótese testada. A sexta considera o efeito de uma variável exógena: a crise internacional.

5.1 ANÁLISE DESCRITIVA

As empresas da amostra foram divididas em três setores: indústria básica; manufatura; e comércio, serviços e transportes. A Tabela 6 mostra a distribuição das 29 empresas da amostra em seus respectivos setores, o que permite constatar que a quantidade de empresas por setor não está equilibrada.

Tabela 6 - Representação das empresas por setor

Setor	Número de Empresas	% Empresas da Amostra
Indústria Básica	13	44,8
Manufatura	6	20,7
Comércio, Serviços e Transportes	10	34,5
Total de Empresas	29	100,0

O setor indústria básica é o mais representativo na amostra, com um percentual de participação de 44,8%. Ademais, ele é 29,9% mais representativo que o setor de comércio, serviços e transportes e 116,4% mais representativo que o setor de manufatura. Em relação aos setores comércio, serviços e transportes e manufatura, o primeiro é 66,7% mais representativo que o segundo.

Inferese, portanto, que a amostra é representativa das empresas listadas na BM&FBovespa, mas com a ressalva de que a individualização da análise por setores pode não ser adequada, em virtude das relações de predominâncias de setores na amostra. Assim o

presente estudo desenvolveu suas análises sobre a amostra completa, não fazendo inferências por setores das empresas componentes da amostra.

Na Tabela 7, apresenta-se a estatística descritiva do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis²⁴ encontrado para cada variável a explicar.

Tabela 7 - Estatística descritiva das variáveis dependentes

Ano	Variáveis Dependentes	Mínimo	Máximo	Média	Desvio Padrão	Prob. (Jarque-bera ²⁵)
2005	Recursos Intangíveis	26,8	54,5	41,9	6,4	0,57
	Capital Humano	16,7	70,0	44,4	11,1	0,78
	Capital Estrutural	16,3	62,8	37,5	7,9	0,67
	Capital Relacional	24,0	60,0	44,1	7,3	0,81
2006	Recursos Intangíveis	25,2	56,1	42,6	5,6	0,87
	Capital Humano	16,7	73,3	43,7	11,6	0,67
	Capital Estrutural	11,6	60,5	39,3	6,5	0,05
	Capital Relacional	26,0	60,0	44,8	7,2	0,55
2007	Recursos Intangíveis	21,1	60,2	43,8	6,4	0,56
	Capital Humano	13,3	86,7	44,4	11,3	0,42
	Capital Estrutural	20,9	55,8	40,1	7,6	0,65
	Capital Relacional	20,0	68,0	46,6	8,2	0,60
2008	Recursos Intangíveis	26,0	61,0	45,3	6,9	0,38
	Capital Humano	13,3	86,7	46,6	15,1	0,64
	Capital Estrutural	18,6	62,8	41,1	8,4	0,75
	Capital Relacional	24,0	66,0	48,1	7,6	0,32
2009	Recursos Intangíveis	29,3	61,0	46,1	6,2	0,63
	Capital Humano	26,7	86,7	50,1	13,7	0,61
	Capital Estrutural	20,9	55,8	42,2	6,7	0,31
	Capital Relacional	26,0	72,0	47,1	9,5	0,72

Em 2005, a variável dependente capital estrutural, com 37,5% apresentou a menor média de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis. As variáveis dependentes capital humano e capital relacional apresentaram níveis médios de evidenciação equivalentes, 44,4% e 44,1% respectivamente.

No ano de 2006, a variável dependente capital estrutural apresentou um acréscimo de 4,8%, mas se manteve com a menor média de evidenciação: 39,3%. A variável dependente capital humano apresentou uma redução de 1,5% no nível médio de evidenciação e a variável dependente capital relacional apresentou aumento de 1,6% no nível médio de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis.

Em 2007, a variável dependente capital estrutural apresentou acréscimo de 2,0%, mantendo-se com o menor nível médio de evidenciação: 40,1%. A variável dependente capital humano cresceu 1,6% atingindo o percentual de 44,4% de nível médio de

²⁴ Os resultados do nível de evidenciação de cada empresa da amostra são apresentados no Apêndice 7.

²⁵ *Teste de normalidade de Jarque-bera.*

evidenciação. A variável dependente capital relacional manteve-se em crescimento, subindo mais 4,0%.

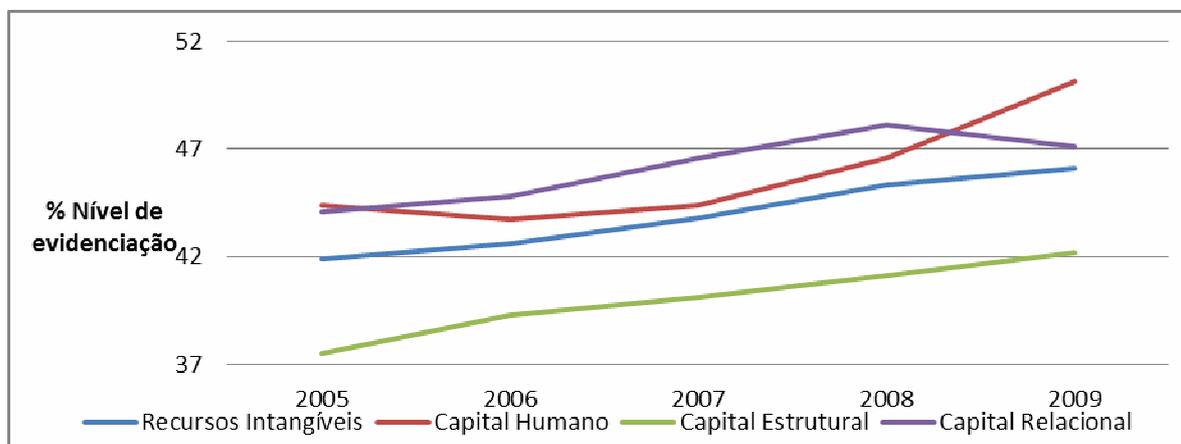
No ano de 2008, a variável dependente capital estrutural teve aumento de 2,5% no nível médio de evidenciação de informações, perfazendo a média de 41,1%. A variável dependente capital humano continuou crescendo, aumentou 4,9%, totalizando 46,6% de nível médio de evidenciação de informações. A variável dependente capital relacional manteve-se em crescimento e subiu 3,2%.

Em 2009, a variável dependente capital estrutural cresceu 2,4%, atingindo 42,2% de nível médio de evidenciação de informações. Confirmou-se, portanto, que sua posição é a de menor nível médio de evidenciação em todos os anos. A variável capital relacional apresentou redução de 2,0%, baixando para 47,1% o nível médio de evidenciação de informações.

Neste ano, a variável dependente capital humano apresentou aumento significativo de 7,5%, totalizando 50,1% de nível médio de evidenciação de informações. Nos anos de 2006 a 2008, a variável dependente capital relacional apresentou o maior nível médio de evidenciação, entretanto, em 2005 e 2009, foi superada pela variável dependente capital humano.

A variável dependente recursos intangíveis, que engloba as variáveis capital humano, capital estrutural e capital relacional, apresentou crescimento uniforme durante os cinco anos. Em 2005, mostrou 41,9% e, em 2009, 46,1% de nível médio de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis. Ademais, durante o período de 2005 a 2009, teve um aumento de 10,0% no nível médio de evidenciação. O gráfico 1 a seguir mostra a evolução média no nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas da amostra durante o período deste estudo.

Gráfico 1: Evolução do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis



A seguir, mostra-se a análise de correlação entre as variáveis explicativas do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis.

5.2 ANÁLISE DA CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS EXPLICATIVAS

A Tabela 8 apresenta os coeficientes de correlação entre as variáveis explicativas. É importante realizar este teste antes de iniciar as regressões, porque o modelo não pode conter duas ou mais variáveis significativamente correlacionadas. Se houvesse variáveis altamente correlacionadas, estar-se-ia cometendo uma correlação espúria²⁶. Uma alta correlação entre as variáveis explicativas torna insignificativa a estimativa de seus coeficientes. O principal objetivo da análise da correlação entre as variáveis é medir o grau de associação linear entre elas (GUJARATI, 2006).

Tabela 8 - Matriz de correlação das variáveis explicativas

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
1. Ati	1,00													
2. Ven	0,48	1,00												
3. End	0,47	0,01	1,00											
4. Roa	-0,27	-0,02	-0,30	1,00										
5. C_Roa	-0,01	-0,01	-0,11	0,30	1,00									
6. CCL	0,28	0,07	0,12	-0,08	-0,01	1,00								
7. Div	-0,03	0,09	0,08	0,21	0,00	-0,10	1,00							
8. C_Ati	0,20	0,05	0,13	-0,12	-0,14	0,14	-0,12	1,00						
9. C_Ven	0,00	-0,04	0,01	0,08	0,32	-0,01	-0,07	0,35	1,00					
10. Vol	0,10	0,28	-0,08	-0,02	0,00	-0,02	0,54	-0,03	-0,06	1,00				
11. C_Flu	0,29	0,29	-0,08	-0,01	-0,12	0,41	-0,21	0,29	0,08	-0,04	1,00			
12. PA_VC	-0,03	-0,04	0,12	0,51	-0,04	0,01	0,20	0,00	0,08	0,02	0,03	1,00		
13. G_Ati	-0,51	-0,19	-0,40	0,30	0,10	-0,17	-0,05	-0,10	0,11	-0,02	-0,10	0,00	1,00	
14. Tem	0,44	0,30	-0,06	-0,12	0,07	0,15	-0,31	-0,02	-0,14	-0,04	0,24	-0,31	-0,19	1,00

Observa-se que a variável total do ativo está relativamente correlacionada com o giro do ativo. A variável Roa está relativamente correlacionada com o preço da ação dividido pelo seu valor contábil. A variável dividendo está relativamente correlacionada com a volatilidade. Observando-se as demais variáveis, identificam-se outras correlações, mas de menor significância. Todas essas correlações citadas não são elevadas, porém como fora definido que o valor máximo aceitável seria até 0,59, é aceitável utilizar estas variáveis no modelo.

²⁶É uma correlação entre duas variáveis possivelmente em função da mesma dependência de um fator não observado (WOOLDRIDGE, 2010).

Após a análise das correlações entre as variáveis, o próximo passo foi a realização dos testes para definir o efeito mais adequado para cada modelo de regressão linear múltipla com dados em painel.

5.3 ANÁLISE DO EFEITO FIXO OU ALEATÓRIO PARA DADOS EM PAINEL

Na realização de uma regressão com dados em painel, deve-se escolher entre dois efeitos: aleatório ou fixo. O principal determinante para decidir entre o modelo de efeito aleatório ou fixo é a correlação entre as variáveis e o efeito não observado²⁷. Se as variáveis forem não correlacionadas com o efeito não observado, o efeito aleatório é o mais indicado. Entretanto, se uma ou mais variáveis estiver correlacionada com o efeito não observado, então é mais indicado utilizar o efeito fixo (WOOLDRIDGE, 2010).

A diferença básica entre os dois modelos é que o efeito fixo trata os interceptos como parâmetros fixos. O efeito aleatório trata os interceptos como aleatórios (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

Para a conferência sobre a existência de correlação entre as variáveis explicativas e o efeito não observado, Greene (1996) sugere o teste de Hausman. Os resultados deste teste podem ser vistos na Tabela 9 a seguir.

Tabela 9 - Escolha do efeito fixo ou aleatório

Modelo	Prob. (Teste de Hausman)	
	Modelo Inicial	Modelo Final
NEg	0,0056	0,0084
NEh	0,0731	0,0156
NEe	0,0891	0,0055
NEr	0,0331	0,0052

Interpretação: Se Prob. < 0,10 efeito fixo, senão efeito aleatório.

O teste de Hausman foi realizado nos quatro modelos em dois momentos distintos: Primeiro foi realizado no modelo inicial com todas as variáveis a testar; e depois de estimado o modelo final, em que permaneceram apenas as variáveis significativamente explicativas, repetiu-se o teste para verificar se a escolha inicial do efeito pelo qual ocorreu a regressão do modelo foi adequada. Como se observou na Tabela 9, a escolha, no modelo inicial, do efeito fixo para os quatro modelos mostrou-se adequada com os resultados do teste no modelo final.

²⁷ É uma variável não observada no termo do erro que não se altera ao longo do tempo (WOOLDRIDGE, 2010).

5.4 ANÁLISE DA REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA COM DADOS EM PAINEL

Esta seção apresenta os resultados e as análises dos modelos de regressão com dados em painel. As regressões foram realizadas com o objetivo de identificar os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre os recursos intangíveis das empresas. Conforme explanado no capítulo 4, os modelos foram divididos em quatro índices²⁸.

Foram realizadas regressões para cada variável dependente: recursos intangíveis; capital humano; capital estrutural; capital relacional. A Tabela 10 mostra o grau de ajuste dos modelos. Pelo estatístico R-quadrado ajustado²⁹ do modelo 1, pode-se dizer, de forma geral, que as variações da variável a explicar (NEg) podem ser explicadas por 78,0% das variações das variáveis explicativas.

Tabela 10 – Resultado geral dos modelos

Modelo	Variável Dependente	% R-quadrado ³⁰	% R-quadrado ajustado ³¹	Estatístico F ³²	Prob (Estatístico F) ³³
1	NEg	83,23	78,05	16,06496	0,000000
2	NEh	74,25	66,30	9,333385	0,000000
3	NEe	81,11	75,04	13,37333	0,000000
4	NEr	79,60	72,55	11,28639	0,000000

A seguir, os quatro modelos são apresentados, analisados e comparados com os resultados de outros estudos.

A utilização, neste estudo, da regressão com dados em painel, mais especificamente devido à utilização do efeito fixo, fez com que o grau de ajuste da estimação (R-quadrado e R-quadrado ajustado) tende a ser mais elevado em relação à utilização do efeito aleatório. Isso ocorre porque para manter-se constante os interceptos são utilizadas tantas *dummies*³⁴ quanto

²⁸ No capítulo 4, a tabela 4 mostra essa divisão e o tipo de informação analisada por cada modelo.

²⁹ A diferença entre o R-quadrado e o R-quadrado ajustado é que o segundo considera os graus de liberdade na estimativa, o que eleva a precisão do estatístico em relação ao primeiro.

³⁰ É o coeficiente de determinação, serve para medir a variação da variável dependente explicada pela variação das variáveis explicativas (CARRASCAL; GONZÁLEZ; RODRÍGUEZ, 2006).

³¹ É o R-quadrado ponderado pelos graus de liberdade do modelo.

³² Indica o grau de explicação conjunta das variáveis do modelo (CARRASCAL; GONZÁLEZ; RODRÍGUEZ, 2006).

³³ Mede a probabilidade de rejeição do Estatístico F.

³⁴ Variáveis binárias.

forem o número de *cross-section*³⁵. “Quanto mais variáveis independentes o modelo tiver, mais interessante será o modelo e mais facilmente se encontrará explicações para um comportamento de evidenciação” (CHAVENT et al. 2006, p. 182, tradução nossa)

Com a inclusão de mais variáveis *dummies*, aumenta-se o número de variáveis explicativas, fazendo com que o modelo alcance um grau de explicação maior do que se não as tivesse (WOOLDRIDGE, 2010). A conclusão destas considerações é que não se pode comparar indistintamente os R-quadrados ou os R-quadrados ajustados de um modelo de regressão com dados em painel de efeito fixo com um modelo de regressão sem dados em painel, ou com dados em painel, mas com efeito aleatório. Em relação às variáveis testadas e não rejeitadas e a outros estatísticos apurados, não há, entretanto, nenhuma objeção na comparação com outras regressões.

Modelo 1

O Modelo 1 analisou o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em geral, ou seja, as informações sobre capital humano, capital estrutural e capital relacional estão contidas nessa análise.

Tabela 11 - Resultados do modelo 1 - Evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em geral

Variável Dependente: NEg				
Método: Dados em Painel por Mínimos Quadrados Ordinários				Efeito: Fixo
Amostra: 29 Empresas		Período: 2005 – 2009		Total de Observações: 145
Variável	Coefficiente ³⁶	Erro Padrão ³⁷	Estatística t ³⁸	Probabilidade
Ati	-0,015687	0,001642	-9,554489	0,0000
Vem	0,065507	0,018959	3,455122	0,0008
End	0,143153	0,045196	3,167380	0,0020
CCL	0,073674	0,015156	4,861160	0,0000
PA_VC	0,009757	0,002062	4,732626	0,0000
Tem	1,000467	0,146103	6,847691	0,0000
Constante ³⁹	13,16536	2,410121	5,462530	0,0000
R-quadrado		0,832370	Estatística F	16,06496
R-quadrado ajustado		0,780558	Prob(Estatística F)	0,000000
Prob(Teste de White)		0,996740	Durbin-Watson ⁴⁰	1,944957

³⁵ Número de empresas.

³⁶ É o coeficiente estimado para cada variável explicativa. Cada um destes coeficientes reconhece as mudanças ocorridas na variável dependente em relação a uma alteração da variável explicativa. (CARRASCAL; GONZÁLEZ; RODRÍGUEZ, 2006).

³⁷ É o erro padrão das estimativas dos coeficientes.

³⁸ Estatística usada para testar uma única hipótese em um modelo econométrico (WOOLDRIDGE, 2010). Permite analisar se a variável em questão é individualmente significativa (CARRASCAL; GONZÁLEZ; RODRÍGUEZ, 2006).

³⁹ É o coeficiente de intersecção no eixo x (β_0).

A Tabela 11 apresentou os estatísticos da regressão. Como resultado não se rejeitaram seis variáveis, num nível de significância de 1%, como explicativas do nível de evidenciação de recursos intangíveis em geral.

O modelo 1 indica que quanto maior as vendas, o endividamento, o capital circulante líquido, o preço da ação dividido pelo seu valor contábil e o tempo de registro na CVM, maior será o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em geral. Entretanto, este modelo indicou que quanto maior o total do ativo da empresa, menor será a evidenciação de informações sobre recursos intangíveis. Esse resultado vai de encontro aos estudos revisados, resumidos na Tabela 1, pois nenhuma outra pesquisa encontrou uma relação negativa entre o total do ativo e a evidenciação de informações. Todavia, a variável vendas, que, assim como a variável total do ativo, representa a hipótese tamanho, mostrou, no entanto, ter uma relação positiva com a evidenciação de informações.

Modelo 2

O modelo 2 analisou o nível de evidenciação de informações sobre capital humano. A Tabela 12 apresenta os estatísticos da regressão. Como resultado não se rejeitaram seis variáveis, num nível de significância de 1% ou 5%, como explicativas do nível de evidenciação de informações sobre capital humano.

Tabela 12 - Resultados do modelo 2 - Evidenciação de informações sobre capital humano

Variável Dependente: NEh				
Método: Dados em Paineis por Mínimos Quadrados Ordinários				Efeito: Fixo
Amostra: 29 Empresas		Período: 2005 – 2009		Total de Observações: 145
Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Probabilidade
Ati	-0,047931	0,008005	-5,987543	0,0000
Vem	0,218208	0,050288	4,339136	0,0000
End	0,245744	0,099985	2,457819	0,0155
C_Atí	-0,096876	0,022859	-4,238010	0,0000
C_Ven	-0,091520	0,044878	-2,039315	0,0438
Tem	1,413947	0,445203	3,175961	0,0019
Constante	5,321690	12,28038	0,433349	0,6656
R-quadrado		0,742591	Estatística F	9,333385
R-quadrado ajustado		0,663028	Prob(Estatística F)	0,000000
Prob(Teste de White)		0,996147	Durbin-Watson	1,893186

⁴⁰ Serve para testar a hipótese de perturbações aleatórias não correlacionadas relacionada à presença de autocorrelação (CARRASCAL; GONZÁLEZ; RODRÍGUEZ, 2006).

O modelo 2 indica que quanto maior as vendas, o endividamento, e o tempo de registro na CVM, maior será o nível de evidenciação de informações sobre capital humano. No entanto, quanto maior o total do ativo, crescimento do ativo e crescimento das vendas, menor será a evidenciação de informações sobre capital humano.

Modelo 3

O modelo 3 analisou o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural. A Tabela 13 apresenta os estatísticos da regressão. Como resultado não se pode rejeitar sete variáveis como explicativas do nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural. As variáveis: retorno sobre o ativo, capital circulante líquido, crescimento das vendas, preço da ação dividido por seu valor contábil e tempo de registro na CVM, com um nível de significância de 1% ou 5%, e as variáveis vendas e capital fluante, com um nível de significância de 10%.

Tabela 13 - Resultados do modelo 3 - Evidenciação de informações sobre capital estrutural

Variável Dependente: NEe				
Método: Dados em Painel por Mínimos Quadrados Ordinários				Efeito: Fixo
Amostra: 29 Empresas		Período: 2005 – 2009		Total de Observações: 145
Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Probabilidade
Vem	-0,081547	0,045749	-1,782492	0,0775
Roa	-0,187787	0,080053	-2,345772	0,0208
CCL	0,159298	0,019247	8,276607	0,0000
C_Ven	0,029716	0,003211	9,255949	0,0000
C_Flu	0,138432	0,079457	1,742217	0,0843
PA_VC	0,015173	0,001037	14,63234	0,0000
Tem	1,123659	0,113807	9,873382	0,0000
Constante	12,38059	3,885831	3,186087	0,0019
R-quadrado		0,811114	Estatística F	13,37333
R-quadrado ajustado		0,750462	Prob(Estatística F)	0,000000
Prob(Teste de White)		0,999897	Durbin-Watson	2,159833

O modelo 3 indica que quanto maiores as variáveis capital circulante líquido, crescimento das vendas, capital fluante, preço da ação dividido pelo seu valor contábil, tempo de registro na CVM, maior será o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural. Entretanto, quanto maiores as variáveis vendas e retorno sobre o ativo, menor será o nível de evidenciação de capital estrutural.

Modelo 4

O modelo 4 analisou o nível de evidenciação de informações sobre capital relacional. A Tabela 14 apresenta os estatísticos da regressão. Como resultado não se rejeitou nove variáveis como explicativas do nível de evidenciação de informações sobre capital relacional. A variável endividamento num nível de significância de 10%, e as demais num nível de significância de 1% ou 5%.

Tabela 14 - Resultados do modelo 4 - Evidenciação de informações sobre capital relacional

Variável Dependente: NEr				
Método: Dados em Painel por Mínimos Quadrados Ordinários				Efeito: Fixo
Amostra: 29 Empresas		Período: 2005 – 2009		Total de Observações: 145
Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística t	Probabilidade
Ati	-0,18615	0,005620	-3,312080	0,0013
Vem	0,152464	0,019825	7,690415	0,0000
End	0,161823	0,091705	1,764598	0,0805
Roa	-0,188333	0,079559	-2,367223	0,0197
C_Roa	0,004239	0,001765	2,401804	0,0180
CCL	0,092098	0,045262	2,034781	0,0443
C_Atí	0,036476	0,012738	2,863582	0,0050
PA_VC	0,014970	0,005186	2,886380	0,0047
Tem	0,596640	0,238967	2,496744	0,0141
Constante	19,75663	5,841911	3,381878	0,0010
R-quadrado		0,796034	Estatística F	11,28639
R-quadrado ajustado		0,725503	Prob(Estatística F)	0,000000
Prob(Teste de White)		0,999926	Durbin-Watson	2,256722

O modelo 4 indica que quanto maior as vendas, o endividamento, o crescimento do retorno do ativo, o capital circulante líquido, o crescimento do ativo, o preço da ação dividido pelo seu valor contábil, e o tempo de registro na CVM, maior será o nível de evidenciação de informações sobre capital relacional. No entanto, quanto maior o total do ativo e o retorno sobre o ativo, menor será o nível de evidenciação de informações sobre capital relacional.

A ratificação de resultados encontrados em outras investigações torna mais consistente os resultados aqui obtidos. A comparação dos resultados desta investigação fica, porém, limitada a pouca quantidade de estudos empíricos – foram encontrados apenas 10 - que analisaram, especificamente, os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis. Todos eles, com exceção de Macagnan (2005, 2007), analisam um ou dois índices de informações sobre recursos intangíveis. Entwistle (1999); Gelb (2002) e Zeghal, Mouelhi e Louati (2008) analisaram a evidenciação de informações sobre planejamento de desenvolvimento; Williams (1999); Gray et al. (2001), informações

ambientais e sociais; Islam e Deegan (2010), informações sobre a responsabilidade social; Williams (2001) e Bozzolan, Favotto e Ricceri (2003), informações sobre capital intelectual.

Outro fator limitador das comparações foram as divergências de hipóteses utilizadas. Por exemplo, na presente investigação não foi testada nenhuma das hipóteses testadas por Gray et al. (2001) e Islam e Deegan (2010), inclusive este último testou apenas a hipótese de que a pressão da mídia poderia influenciar o nível de evidenciação de informações sobre a responsabilidade social das empresas.

Para finalizar a descrição das divergências entre os estudos, ressaltam-se duas diferenças pontuais, que prejudicariam uma comparação entre os resultados. Zeghal, Mouelhi e Louati (2008) utilizaram a técnica de regressão binomial negativa, pois assinalam que a regressão linear múltipla, utilizada em todos os outros nove estudos, não seria a técnica mais adequada para analisar o nível de evidenciação de informações. Islam e Deegan (2010) analisam uma amostra muito pequena, composta por apenas duas empresas.

Respeitando as divergências entre os estudos, denota-se que a hipótese tamanho, representada pela variável vendas, não foi rejeitada, mostrando uma relação positiva com a evidenciação de informações sobre capital humano. Esse resultado está de acordo com o assinalado por Bozzolan, Favotto e Ricceri (2003). Esses autores não rejeitaram a variável vendas, mostrando igualmente uma relação positiva com a evidenciação de informações sobre capital intelectual, numa amostra de 30 empresas durante o ano de 2001.

A hipótese endividamento não foi rejeitada, apresentando uma relação positiva com a evidenciação de informações sobre capital humano. Este resultado é compatível com o encontrado por Williams (2001) que também assinalou uma relação positiva, analisando informações sobre o capital intelectual de uma amostra de 31 empresas, no período de 1996 a 2000.

Dos estudos revisados, os que analisaram em conjunto informações sobre recursos intangíveis, referentes ao capital humano, ambiental e social, foram os de Macagnan (2005, 2007). Tem-se também em comum a utilização do mesmo índice de revelação de recursos intangíveis. Como diferenças, destacam-se o país⁴¹ das empresas da amostra, o teste de algumas variáveis explicativas diferentes (Quadro 2) e a utilização de dados em painel para avaliar o comportamento das empresas ao longo do tempo.

⁴¹ No estudo de Macagnan (2009) as empresas da amostra eram da Espanha.

Quadro 2 – Comparativo entre as hipóteses do presente estudo e Macagnan (2007)

	Macagnan (2007)	Presente Estudo
Presente Estudo	Vendas* ROA** Endividamento Dividendos Capital Flutuante Volatilidade Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	Total do Ativo Crescimento ROA Capital Circulante Líquido Crescimento do Ativo Crescimento das Vendas Tempo de Registro na CVM
Macagnan (2007)	Capitalização Crescimento ROE Setor Emissão de Obrigações e Outros Títulos Ampliação de Capital Exportações sobre as Vendas Fluxo de Caixa Operacional Anos de Constituição Quota de Mercado	

* Macagnan (2007) utilizou Log de Vendas; ** Macagnan (2007) utilizou variável *dummy* (empresas acima ou abaixo da média); *** O presente estudo utilizou apenas as ações ordinárias.

Em razão das compatibilidades entre essas investigações, descrevem-se, no Quadro 3, as hipóteses em comum que não foram rejeitadas e apresentaram o mesmo sinal na relação entre a variável e a evidência de informações.

Quadro 3 - Resultados equivalentes apontados pelo presente estudo e Macagnan (2007)

Hipótese	Relação	Índice utilizado no presente estudo	Índice utilizado por Macagnan (2007)
Tamanho (Vendas*)	+	Capital Humano e Capital Relacional.	Capital Humano, Capital Estrutural Tecnológico, Capital Estrutural Organizativo e Capital Relacional do Negócio.
Endividamento	+	Capital Humano e Capital Relacional.	Capital Relacional Social
Rentabilidade (ROA)	-	Capital Estrutural e Capital Relacional.	Capital Humano, Capital Estrutural Tecnológico, Capital Estrutural Organizativo e Capital Relacional Social.
Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	+	Capital Estrutural e Capital Relacional.	Capital Humano, Capital Estrutural Tecnológico, Capital Estrutural Organizativo e Capital Relacional do Negócio.

*Macagnan (2007) utilizou o *log* de vendas

Ainda em comparação deste estudo ao de Macagnan (2007), a hipótese capital fluante não foi rejeitada por ambos, mas apresentou uma relação mista. Este estudo apontou uma relação positiva para a evidência de informações sobre capital estrutural, já a investigação de Macagnan (2007) assinalou uma relação negativa para evidência de informações sobre capital estrutural organizativo. Em comum as hipóteses: dividendos por ação e volatilidade das ações foram rejeitadas por ambas as investigações.

Na Tabela 15, apresenta-se um resumo das hipóteses/variáveis não rejeitadas pela presente investigação, separadas por índice de evidênciação. As hipóteses: dividendos por ação, volatilidade da ação e eficiência não estão expostas, porque foram rejeitadas como explicativas do nível evidênciação de informações sobre recursos intangíveis em geral, capital humano, capital estrutural e capital relacional.

Tabela 15 – Resultados das hipóteses por índice de evidênciação

Ordem	Hipóteses	Recursos Intangíveis	Capital Humano	Capital Estrutural	Capital Relacional
1	Tamanho (Total do Ativo)	-0,015687 -9,554489 (0,0000)	-0,047931 -5,987543 (0,0000)		-0,18615 -3,312080 (0,0013)
2	Tamanho (Vendas)	0,065507 3,455122 (0,0008)	0,218208 4,339136 (0,0000)	-0,081547 -1,782492 (0,0775)	0,152464 7,690415 (0,0000)
3	Endividamento	0,143153 3,167380 (0,0020)	0,245744 2,457819 (0,0155)		0,161823 1,764598 (0,0805)
4	Rentabilidade (Retorno sobre o Ativo)			-0,187787 -2,345772 (0,0208)	-0,188333 -2,367223 (0,0197)
5	Rentabilidade (Crescimento do ROA)				0,004239 2,401804 (0,0180)
6	Liquidez	0,073674 4,861160 (0,0000)		0,159298 8,276607 (0,0000)	0,092098 2,034781 (0,0443)
7	Crescimento (Total do Ativo)		-0,096876 -4,238010 (0,0000)		0,036476 2,863582 (0,0050)
8	Crescimento (Vendas)		-0,091520 -2,039315 (0,0438)	0,029716 9,255949 (0,0000)	
9	Capital Flutuante			0,138432 1,742217 (0,0843)	
10	Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	0,009757 4,732626 (0,0000)		0,015173 14,63234 (0,0000)	0,014970 2,886380 (0,0047)
11	Tempo de Registro na CVM	1,000467 6,847691 (0,0000)	1,413947 3,175961 (0,0019)	1,123659 9,873382 (0,0000)	0,596640 2,496744 (0,0141)

Coeficiente; t estatístico; e grau de significação

Na próxima seção, apresenta-se a análise dos resultados encontrados para todas as hipóteses testadas por esta pesquisa.

5.5 ANÁLISE DAS HIPÓTESES DOS FATORES EXPLICATIVOS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE RECURSOS INTANGÍVEIS

A Tabela 16 apresenta os resultados do teste das hipóteses sobre os fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre os recursos intangíveis. Nesta tabela podem-se verificar as hipóteses que são rejeitadas e as que não se pode rejeitar como significativamente explicativas do nível de evidenciação. Inclusive mostra-se o sinal da relação da variável explicativa com a evidenciação de informações. No caso de uma relação positiva, significa que quanto maior a variável explicativa, maior será o nível de evidenciação. Caso contrário, se a relação for negativa, quanto maior for a variável explicativa, menor será o nível de evidenciação de informações.

Tabela 16 - Resultado das hipóteses testadas

Hipótese	Evidenciação de Recursos Intangíveis em Geral	Evidenciação de Capital Humano	Evidenciação de Capital Estrutural	Evidenciação de Capital Relacional
Tamanho (Total do Ativo)	(-) (0,0000)	(-) (0,0000)		(-) (0,0013)
Tamanho (Vendas)	(+) (0,0008)	(+) (0,0000)	(-) (0,0775)	(+) (0,0000)
Endividamento	(+) (0,0020)	(+) (0,0155)		(+) (0,0805)
Rentabilidade (ROA)			(-) (0,0208)	(-) (0,0197)
Rentabilidade (Cresc. ROA)				(+) (0,0180)
Liquidez	(+) (0,0000)		(+) (0,0000)	(+) (0,0443)
Dividendos por Ação				
Crescimento (Total do Ativo)		(-) (0,0000)		(+) (0,0050)
Crescimento (Vendas)		(-) (0,0438)	(+) (0,0000)	
Volatilidade da Ação				
Capital Flutuante			(+) (0,0843)	
Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	(+) (0,0000)		(+) (0,0000)	(+) (0,0047)
Eficiência				
Tempo de Registro na CVM	(+) (0,0000)	(+) (0,0019)	(+) (0,0000)	(+) (0,0141)
R-quadrado	0,832370	0,742591	0,811114	0,796034
R-quadrado ajustado	0,780558	0,663028	0,750462	0,725503
Estatístico F	16,06496	9,333385	13,37333	11,28639
Prob(Estatístico F)	0,000000	0,000000	0,000000	0,000000

(-) Relação Negativa; (+) Relação Positiva; Probabilidade (Estatística t).

A seguir, se comentam, uma a uma, as hipóteses deste estudo.

H1: Existe uma relação positiva entre o tamanho e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

A hipótese tamanho, representada pelo total dos ativos, não foi rejeitada como explicativa do nível de evidenciação de informações sobre capital humano, capital relacional e recursos intangíveis em geral, com um nível de significância de 1%. Entretanto apresentou uma relação negativa entre a variável explicativa e o nível de evidenciação. Significa dizer que quanto maior o total do ativo, menor o nível de evidenciação de capital humano, capital relacional e recursos intangíveis em geral. Para explicar o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural a variável foi rejeitada.

A hipótese tamanho, representada pela variável vendas, não foi rejeitada como explicativa do nível de evidenciação de informações sobre capital humano, capital estrutural, capital relacional e recursos intangíveis em geral, com um nível de significância de 10% para informações sobre capital estrutural e 1% para os demais. Mostrou uma relação positiva para capital humano, capital relacional e recursos intangíveis em geral e uma relação negativa para capital estrutural. De acordo com esta variável, quanto maior as vendas, maior o nível de evidenciação de informação sobre capital humano, capital relacional, recursos intangíveis em geral e menor o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural.

Os resultados dos estudos revisados em relação à hipótese tamanho - Singhvi e Desai (1971), Buzby (1975), Salamon e Dhaliwal (1980), McNally, Eng e Hasseldine (1982), Cooke (1989, 1992), Craswell e Taylor (1992), McKinnom e Dalimunthe (1993), Wallace, Naser e Mora (1994), Hossain, Perera e Rahman (1995), Raffournier (1995), Wallace e Naser (1995), Inchausti (1997), Camfferman e Cooke (2002), Watson, Shrives e Marston (2002), Bozzolan, Favotto e Ricceri (2003), Al-Shammari e Al-Sultan (2010) - sempre encontraram uma associação positiva entre tamanho e evidenciação de informações. O presente estudo, no entanto, encontrou uma associação negativa, contrariando os resultados anteriormente achados. Talvez, no Brasil, o comportamento dos acionistas em relação ao total do ativo seja diferente de outros países ou talvez a variável total do ativo, vista unicamente, não seja uma boa medida para representar a hipótese tamanho. Como evidência desta suposição, analisando-se os resultados da variável vendas, percebe-se que estão condizentes com os resultados encontrados por Cooke (1989, 1996), Wallace, Naser e Mora (1994), Meek, Gray e

Roberts (1995), Raffournier (1995), Inchausti (1997), Bozzolan, Favotto e Ricceri (2003), Prencipe (2004) e Macagnan (2007).

O resultado da variável vendas pode ser explicado pela Teoria da Agência, que diz que quanto maior a empresa, maior o número de contratos e, conseqüentemente, maior a assimetria informacional entre gestores e acionistas, o que demandaria maior nível de evidenciação na tentativa de reduzir os custos de agência. A Teoria do Custo dos Proprietários também pode explicar o resultado apresentado pela variável vendas, pois quanto maior a empresa, menor é a probabilidade de sofrer perdas de vantagem competitiva na evidenciação de informações, em relação a uma empresa de menor tamanho.

H2: Existe uma relação positiva entre o endividamento e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

A hipótese endividamento não é rejeitada como fator explicativo do nível de evidenciação de informações sobre capital humano, capital relacional e recursos intangíveis em geral, com um nível de significância de 5%, 10% e 1% respectivamente, apresentando uma relação positiva. A hipótese, entretanto, foi rejeitada como fator explicativo do nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural.

Entre os estudos revisados, Malone, Frie e Jones (1993); Hossain, Perera e Rahman (1995); Mitchell, Chia e Loh (1995); Cooke (1996); Richardson e Welker (2001); Williams (2001); Bujaki e McConomy (2002); Camfferman e Cooke (2002); Ferguson, Lam e Lee (2002); Prencipe (2004); Barako, Hancock e Izan (2006); Macagnan (2007) não rejeitam a hipótese endividamento, mostrando uma relação positiva. Inversamente, Watson, Shrives e Marston (2002); Eng e Mark (2003) também não rejeitam a hipótese, porém encontraram uma relação negativa. De acordo com os resultados apresentados na maior parte das investigações revisadas, o presente estudo ratifica que a hipótese endividamento seria um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre capital humano, capital relacional e recursos intangíveis em geral, com uma relação positiva com a evidenciação.

Esse resultado pode ser explicado pela Teoria da Agência, uma vez que a gestão evidencia mais informações com o intuito de reduzir a assimetria informacional entre gestores e *stakeholders*, o que poderia reduzir os custos de agência. Assim o maior nível de evidenciação das empresas poderia justificar um alto débito na sua estrutura de capital, o qual

seria explicado por investimentos em recursos intangíveis ainda não reconhecidos, mas que permitirão a geração de benefícios futuros para a empresa.

H3: Existe uma relação negativa entre a rentabilidade e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

A hipótese rentabilidade, representada pela variável retorno sobre o ativo, não foi rejeitada como um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural e capital relacional, com nível de significância de 5% e apresentando uma relação negativa. Entretanto para capital humano e recursos intangíveis em geral a variável foi rejeitada. Quanto maior for o retorno sobre o ativo, menor o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural e capital relacional.

A hipótese rentabilidade, representada pela variável crescimento do retorno do ativo, não foi rejeitada como um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre capital relacional, com uma relação positiva. Para capital humano, capital estrutural e recursos intangíveis em geral, a variável foi rejeitada. Quanto maior for o crescimento do retorno do ativo, maior o nível de evidenciação de informações sobre capital relacional.

Estudos como os de Singhvi e Desai (1971); Owusu-Ansah (1998); Richardson e Welker (2001); Watson, Shrives e Marston (2002); Camfferman e Cooke (2002); Silva e Martelanc (2006); e Salotti e Yamamoto (2008) não rejeitam a hipótese, tendo encontrado uma associação positiva entre a rentabilidade e o nível de evidenciação de informações. Wallace e Naser (1995) e Macagnan (2007) também não rejeitam a hipótese, entretanto encontraram uma relação negativa.

A relação negativa encontrada na variável retorno sobre o ativo pode ser explicada pela motivação dos gestores para reter informações, uma vez que a rentabilidade superior em relação às outras empresas já é, por si só, uma evidenciação positiva. Essa motivação para não evidenciar está de acordo com a Teoria do Custo dos Proprietários, pois reter informações reduz a possibilidade de sofrer custos na evidenciação.

H4: Existe uma relação positiva entre a liquidez e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis da empresa

A hipótese liquidez não foi rejeitada como um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural, capital relacional e recursos intangíveis em geral, com nível de significância de 5% para capital relacional e 1% para os demais, mostrando uma relação positiva. Foi, no entanto, rejeitada como um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre capital humano. Assim se assinala que quanto maior a liquidez da empresa, maior será o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural, capital relacional e recursos intangíveis em geral.

Os estudos revisados que testaram a hipótese liquidez apresentaram resultados mistos. Em seu estudo Wallace, Naser e Mora (1994) encontraram uma relação negativa, porém Abdullah e Ismail (2008), em outra investigação, encontraram uma relação positiva. Esta investigação ratifica os resultados encontrados por este segundo estudo. De acordo com a Teoria da Agência, os gestores possuem motivações para evidenciar mais informações, numa tentativa de reduzir a assimetria informacional entre gestores e acionistas, o que implicaria redução dos custos de agência.

H5: Existe uma relação negativa entre o pagamento de dividendos e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

Esta hipótese foi rejeitada. Nenhum modelo indicou que o pagamento de dividendos poderia ser um fator explicativo do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em geral, capital humano, capital estrutural e/ou capital relacional. Inchausti (1997); Watson, Shrives e Marston (2002); Macagnan (2005, 2007) testaram a hipótese dividendos por ação, mas apenas Watson, Shrives e Marston (2002), analisando informações voluntárias, em uma amostra de 1.168 empresas do Reino Unido, não rejeitaram a hipótese como um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações, mostrando uma relação negativa. Destaca-se a concordância na rejeição desta hipótese com o estudo de Macagnan (2007), dado que as análises utilizaram o mesmo índice de evidenciação de recursos intangíveis. O presente estudo ratifica, portanto, que a hipótese dividendos por ação não é um fator explicativo do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis.

H6: Existe uma relação positiva entre o crescimento e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis da empresa.

A hipótese crescimento, representada pela variável crescimento do ativo, não foi rejeitada como um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre capital humano e capital relacional, com nível de significância de 1%, e apresentando uma relação negativa para capital humano e positiva para capital relacional. Para informações sobre capital estrutural e recursos intangíveis em geral a variável foi, portanto, rejeitada. Assim quanto maior for o crescimento do ativo, menor o nível de evidenciação de informações sobre capital humano e maior o nível de evidenciação de informações sobre capital relacional.

A hipótese crescimento, representada pela variável crescimento das vendas, não foi rejeitada como explicativa do nível de evidenciação de informações sobre capital humano e capital estrutural, com nível de significância de 5% e 1% respectivamente, mostrando uma relação negativa para capital humano e positiva para capital estrutural. Para informações sobre capital relacional e recursos intangíveis em geral a variável foi, portanto, rejeitada. Assim quanto maior for o crescimento das vendas, menor o nível de evidenciação de informações sobre capital humano e maior o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural. Na revisão de literatura, Bronson, Caccelo e Raghunandan (2006) não rejeitam a hipótese e mostram a existência de uma relação negativa entre o crescimento e a evidenciação de informações.

Os resultados desta hipótese permitem inferir que quanto maior o crescimento da empresa, menos informações sobre capital humano são reveladas. Essa constatação sustenta os pressupostos da Teoria do Custo dos Proprietários de que evidenciar mais informações pode gerar perda de vantagem competitiva, mais especificamente de capital humano. A relação positiva das variáveis representativas da hipótese, uma com o capital estrutural e a outra com o capital relacional, trazem, entretanto, sustentação à Teoria da Agência. Em função do crescimento da empresa e da conseqüente elevação do número de contratos firmados, a redução da assimetria poderia ser benéfica, reduzindo os custos de agência.

H7: Existe uma relação positiva entre a volatilidade das ações e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

Esta hipótese foi rejeitada, pois nenhum modelo revelou relação significativa entre a volatilidade da ação e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em

geral, capital humano, capital estrutural e/ou capital relacional. Macagnan (2007) e Salotti e Yamamoto (2008) testaram a hipótese volatilidade da ação, mas apenas Salotti e Yamamoto (2008), analisando informações voluntárias financeiras em uma amostra de 663 empresa do Brasil, não rejeitam a hipótese como um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações, mostrando uma relação negativa. Destaca-se a concordância na rejeição desta hipótese com o estudo de Macagnan (2007), dado que as análises utilizaram o mesmo índice de evidenciação de recursos intangíveis. O presente estudo ratifica, portanto, que a hipótese volatilidade por ação não seria um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis.

H8: Existe uma relação positiva entre o capital fluante e o nível de evidenciação de informações sobre os recursos intangíveis das empresas.

Esta hipótese não foi rejeitada como um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural, com um nível de significância de 10%, mostrando uma relação positiva. Quanto maior o capital fluante da empresa, maior seria o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural. Esta hipótese, entretanto, é rejeitada para explicar o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em geral, capital humano e capital relacional. Macagnan (2007) e Salotti e Yamamoto (2008) testaram a hipótese capital fluante. O segundo estudo rejeitou a hipótese, mas o primeiro não a rejeitou, mostrando uma relação negativa entre o capital fluante e o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural organizativo. O presente estudo ratifica, portanto, o estudo de Macagnan (2007), não rejeitando a hipótese capital fluante como um fator explicativo do nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural, entretanto mostrando uma relação positiva, o que o difere do estudo de Macagnan (2007) que encontrou uma relação negativa.

A relação positiva indica que quanto maior a quantidade de ações da empresa livres para negociação no mercado de capitais, maior o nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural. Essa evidência pode ser sustentada pela Teoria da Agência, pois quanto maior a difusão da propriedade, maior a assimetria informacional entre os gestores e os acionistas. Evidenciar informações seria, portanto, uma forma de reduzir essa assimetria e, por consequência, ter um benefício de redução do custo de agência.

H9: Existe uma relação positiva entre o preço da ação dividido por seu valor contábil e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

Esta hipótese não foi rejeitada como um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural, capital relacional e recursos intangíveis em geral, com nível de significância de 1%, e apresentando uma relação positiva. Ela, contudo, foi rejeitada para explicar o nível de evidenciação de informações sobre capital humano. Em seu estudo, Macagnan (2007) não rejeitou esta hipótese, mostrando uma relação positiva para quatro das cinco categorias de recursos intangíveis utilizadas. Ratifica-se, portanto, que a hipótese preço da ação dividido por seu valor contábil seria um dos fatores explicativo do nível de evidenciação de informações sobre capital estrutural, capital relacional e recursos intangíveis em geral.

Esse resultado obtido fornece evidências para sustentar os pressupostos da Teoria da Agência. A gestão da empresa possuiria uma motivação para explicar aos acionistas que a diferença entre o preço da ação e o valor contábil é devida aos recursos intangíveis não contabilizados. Em relação aos custos da evidenciação de informações estratégicas, talvez quanto maior o valor do preço da ação dividido pelo seu valor contábil, menor seria a probabilidade de a empresa sofrer uma perda de vantagem competitiva com a evidenciação de informações sobre seus recursos intangíveis.

H10: Existe uma relação positiva entre a eficiência e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis das empresas.

Esta hipótese foi rejeitada. Nenhum modelo revelou ser a hipótese eficiência um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis em geral, capital humano, capital estrutural e/ou capital relacional. Dos trabalhos revisados, o único que testou esta hipótese foi o de Abdullah e Ismail (2008), que investigaram informações financeiras em uma amostra de 100 empresas na Malásia, no entanto eles também a rejeitaram. Assim se pode ratificar que a hipótese eficiência não é um dos fatores explicativos do nível de informações sobre recursos intangíveis.

H11: Existe uma relação positiva entre o tempo de registro na CVM e o nível de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis da empresa.

Esta hipótese não foi testada em nenhum dos estudos revisados. Nesta investigação, ela não foi rejeitada como explicativa do nível de evidenciação de informações sobre capital humano, capital relacional, capital estrutural e recursos intangíveis em geral, com um nível de significância de 5% para capital relacional e 1% para os demais, apresentando uma relação positiva. Esta foi a única hipótese não rejeitada com a mesma relação em todas as categorias analisadas. A relação encontrada significa que quanto maior o tempo de registro da empresa na CVM, maior o nível de evidenciação de informações sobre capital humano, capital relacional, capital estrutural e recursos intangíveis em geral.

Esse resultado fornece evidências para sustentar a Teoria de Agência, uma vez que os gestores das empresas registradas há mais tempo na CVM divulgam mais informações ao mercado numa tentativa de melhor avaliar as respectivas ações. Ela também fornece evidências para sustentar a Teoria do Custo dos Proprietários, pois as empresas com registro mais recente poderiam incorrer em maiores custos por perda da vantagem competitiva, caso evidenciem informações sobre seus recursos intangíveis.

O presente estudo sustenta, portanto, que o tempo de registro na CVM é um dos fatores explicativos do nível de evidenciação de informações sobre capital humano, capital relacional, capital estrutural e recursos intangíveis em geral.

A Tabela 17 apresenta as hipóteses testadas, a relação esperada de acordo com a revisão da literatura e a relação encontrada pelo presente estudo.

Tabela 17 - Hipóteses testadas, relação esperada e relação encontrada.

Hipóteses	Relação Esperada	Relação Encontrada			
		Recursos Intangíveis	Capital Humano	Capital Estrutural	Capital Relacional
Tamanho (Total do Ativo)	(+)	(-)	(-)	r	(-)
Tamanho (Vendas)	(+)	(+)	(+)	(-)	(+)
Endividamento	(+)	(+)	(+)	r	(+)
Rentabilidade (ROA)	(-)	r	r	(-)	(-)
Rentabilidade (Cresc. ROA)	(-)	r	r	r	(+)
Liquidez	(-)	(+)	r	(+)	(+)
Dividendos por Ação	(-)	r	r	r	r
Crescimento (Total do Ativo)	(-)	r	(-)	r	(+)
Crescimento (Vendas)	(-)	R	(-)	(+)	r
Volatilidade da Ação	(+)	r	r	r	r
Capital Flutuante	(+)	r	r	(+)	r
Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	(+)	(+)	r	(+)	(+)
Eficiência	(+)	r	r	r	r
Tempo de Registro na CVM	(+)	(+)	(+)	(+)	(+)

r = rejeitada

Na próxima seção, é apresentada uma análise da consistência dos resultados encontrados por este estudo, considerando uma variável exógena: a crise internacional, que poderia ter influenciado o nível de evidenciação de informações das empresas durante uma parte do período da amostra utilizada.

5.6 ANÁLISE DOS EFEITOS DA CRISE INTERNACIONAL SOBRE A AMOSTRA UTILIZADA

O período de análise da amostra deste estudo estende-se de 2005 a 2009. No final do ano de 2007, ocorreu uma crise financeira internacional, tendo como prováveis causas: a política monetária excessivamente expansionista nos Estados Unidos⁴²; as taxas de câmbio fixas nos países asiáticos; as inovações financeiras num cenário de expansão do mercado imobiliários acompanhado de fraca regulamentação e supervisão bancária (PORTUGAL; BARCELLOS NETO; BARBOSA, 2009). O estopim da crise ocorreu nos Estados Unidos a partir da explosão da bolha imobiliária e as consequentes crises de liquidez, de crédito e a forte desaceleração econômica.

Para o Brasil, o maior impacto da crise internacional ocorreu no último trimestre de 2008 e no primeiro de 2009, tendo como principal consequência a redução do crédito. Isso se deveu ao fato de que os bancos e as empresas locais passaram a ter disponível basicamente o mercado de crédito nacional. Essa situação acirrou a disputa pelo crédito monetário e fez com que empresas locais adiassem seus projetos de investimentos (HINGEL, 2009).

Dada esta situação, buscou-se verificar se a existência da crise modificou o comportamento dos agentes, de forma que o período utilizado pudesse conter informações distorcidas. A amostra foi dividida em dois períodos: um de crescimento da economia (de 2005 a 2007) e outro de retração (2008 a 2009). Comparando-se os resultados encontrados para os betas, mostrados na Tabela 18, percebe-se que, com exceção da variável tempo de registro na CVM - que sofreu uma mudança no sinal da relação - não houve nenhuma mudança significativa.

⁴² O *Federal Reserve* (FED) manteve baixa a taxa básica de juros por um período muito longo.

Tabela 18 - Separação dos resultados do modelo de evidenciação de recursos intangíveis em geral em duas amostras

Variável Dependente: NEg				
Método: Dados em Painel por Mínimos Quadrados Ordinários				Efeito: Fixo
Amostra: 29 Empresas	Período: 2005 – 2007 Total de Observações: 87		Período: 2008 – 2009 Total de Observações: 58	
Variável	Coeficiente	Erro Padrão	Coeficiente	Erro Padrão
Ati	-0,011782	0,007629	-0,017051	1,95E-14
Vem	0,123046	0,023657	0,107826	1,28E-13
End	0,158599	0,046800	0,200997	3,07E-13
CCL	0,103050	0,050172	0,138508	1,81E-13
PA_VC	0,007662	0,002863	0,031018	3,80E-14
Tem	0,528348	0,085267	-0,675329	7,98E-12
Constante	19,75266	4,297552	38,07360	1,78E-10

Aparentemente, a crise internacional provocou, no nível de evidenciação das empresas, o seguinte efeito: quanto mais recente o registro da empresa na CVM, maior o nível de evidenciação de recursos intangíveis em geral. Ou seja, essas empresas aumentaram a evidenciação talvez numa tentativa de compensar a demanda de informações sobre sua realidade no mercado e assim manter ou aumentar suas fontes de crédito. Infere-se, portanto, que o período de recessão, proveniente da crise internacional, afetou significativamente a evidenciação de informações de recursos intangíveis das empresas.

As comparações aqui feitas servem apenas para inferir o efeito da crise nos resultados dos betas da regressão, não sendo adequados a outras inferências.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste estudo foi investigar os fatores explicativos do nível de evidência voluntária de informações sobre recursos intangíveis nas empresas listadas na BM&FBovespa. A evidência de informações poderia reduzir a assimetria informacional entre gestores e acionistas/investidores. As Teorias da Agência e do Custo dos Proprietários indicam, em seus pressupostos, que não evidenciar e evidenciar informações podem gerar custos para as empresas. O estudo amparou-se, portanto, no reconhecimento de que as empresas possuem diferentes níveis de evidência de informações, e tentou descobrir quais motivações levariam a gestão a evidenciar mais ou menos informações sobre recursos intangíveis.

Foram analisadas informações sobre os recursos intangíveis, pois, na atual economia do conhecimento, recursos tangíveis são facilmente obtidos no mercado, portanto o grande diferencial competitivo das empresas encontra-se na criação e manutenção de seus recursos intangíveis. A contabilidade tradicional caracteriza-se, contudo, pela impossibilidade de captar grande parte dos recursos intangíveis, devido a suas dificuldades de identificá-los e mensurá-los, em razão das singularidades destes recursos.

O objetivo foi alcançado por meio da mensuração do nível de evidência de informações sobre recursos intangíveis de 29 empresas, por 5 anos; da formulação das hipóteses dos fatores explicativos do nível de evidência; do teste das hipóteses mediante a técnica de regressão linear múltipla com dados em painel. Encontraram-se os resultados a seguir explicitados.

- Não se pode rejeitar as hipóteses: tamanho, endividamento, liquidez, preço da ação dividido pelo seu valor contábil e tempo de registro na CVM, num nível de significância de 1%, como fatores explicativos do nível de evidência de informações sobre recursos intangíveis. Entretanto as hipóteses: rentabilidade, crescimento, dividendos por ação, capital fluante, volatilidade da ação e eficiência foram rejeitadas como fatores explicativos do nível de evidência de informações sobre recursos intangíveis.
- Não se pode rejeitar as hipóteses: tamanho, endividamento, crescimento e tempo de registro na CVM, num nível de significância de 1% ou 5%, como fatores explicativos do nível de evidência de informações sobre capital humano. Entretanto as

hipóteses: rentabilidade, liquidez, dividendos por ação, capital fluante, preço da ação dividido pelo seu valor contábil, volatilidade da ação e eficiência foram rejeitadas como fatores explicativos do nível de evidência de informações sobre capital humano.

- Não se pode rejeitar as hipóteses: tamanho, rentabilidade, liquidez, crescimento, capital fluante, preço da ação dividido pelo seu valor contábil e tempo de registro na CVM, num nível de significância de 1%, 5% ou 10%, como fatores explicativos do nível de evidência de informações sobre capital estrutural. Entretanto as hipóteses: endividamento, dividendos por ação, volatilidade da ação e eficiência foram rejeitadas como fatores explicativos do nível de evidência de informações sobre capital estrutural.
- Não se pode rejeitar as hipóteses: tamanho, endividamento, rentabilidade, liquidez, crescimento, preço da ação dividido pelo seu valor contábil e tempo de registro na CVM, num nível de significância de 1%, 5% ou 10%, como fatores explicativos do nível de evidência de informações sobre capital relacional. Entretanto as hipóteses: dividendos por ação, capital fluante, volatilidade da ação e eficiência foram rejeitadas como fatores explicativos do nível de evidência de informações sobre capital relacional.

Uma das mais importantes contribuições deste estudo foi a formulação e a não rejeição da hipótese tempo de registro da empresa na CVM como um dos fatores explicativos do nível de evidência de informações sobre recursos intangíveis. Esta foi a única hipótese, diferencial deste estudo, não rejeitada com um nível de significância de 5% para capital relacional e 1% para as demais, mostrando a mesma relação positiva em todos os quatro modelos. Nenhum dos estudos revisados havia testado esta hipótese. Assim infere-se que a gestão poderia ser motivada a evidenciar pela expectativa de ter uma melhor avaliação do valor das ações da empresa pelo mercado, justificar sua remuneração aos acionistas, e/ou legitimar seu comportamento.

Analisando de um modo geral os resultados do modelo 1 (recursos intangíveis em geral), a partir das Teorias da Agência e do Custo dos Proprietários, confirma-se que nenhuma das duas poderia explicar completamente as motivações dos gestores para evidenciar informações sobre recursos intangíveis. Entretanto, sobre esse modelo, pode-se inferir que:

- As hipóteses: tamanho (vendas), endividamento, liquidez, preço da ação dividido pelo seu valor contábil e tempo de registro na CVM, encontram sua explicação nos pressupostos da Teoria da Agência. A relação positiva encontrada indica que os gestores são motivados a evidenciar as informações para reduzir a assimetria informacional e, por consequência, os custos de agência. Há um entendimento por parte da gestão que o custo de evidenciar as informações pode ser superado pelo custo de não evidenciar.
- A hipótese: tamanho (total do ativo) encontraria explicação nos pressupostos da Teoria do Custo dos Proprietários, uma vez que o custo de evidenciar as informações poderia superar o custo de não evidenciar.

O estudo enfocou, durante 5 anos, uma amostra de 29 de empresas listadas na BM&Fbovespa, analisando somente a existência ou a ausência, nos relatórios anuais, da informação voluntária sobre recursos intangíveis. A pesquisa não se preocupou em mensurar os recursos intangíveis nem analisou os passivos intangíveis. A respeito das teorias, o estudo limitou-se a analisar as motivações da gestão para evidenciar informações sob as Teorias da Agência e do Custo dos Proprietários.

Em relação a fase de coleta dos relatórios anuais das empresas em seus *websites*, causou certa surpresa o fato de que 440 empresas não disponibilizavam um ou mais relatórios do período de 2005 a 2009. E também que outras 58 empresas não possuíam um *website* ou este se encontrava com problemas técnicos que não permitiam o acesso aos relatórios. Essa falta de publicidade das informações pode ser interpretada como um descaso das empresas com os seus *stakeholders*, pois contraria a política de transparência que é tão defendida por diversas empresas, e pelo próprio mercado de capitais.

Por fim, como sugestão para estudos futuros, recomenda-se que seja realizada uma investigação comparativa, que considere uma amostra de empresas de outro país, para que se possa aprimorar o entendimento dos fatores explicativos, considerando o ambiente econômico em que as empresas estão listadas. Outra possibilidade seria analisar outros meios de comunicação das empresas, como, por exemplo, as informações evidenciadas nos seus *websites*.

REFERÊNCIAS

- ABDULLAH, A.B.; ISMAIL, K.N.I.K. *Disclosure of Voluntary Accounting Ratios by Malaysian Listed Companies. Journal of Financial Reporting & Accounting*. v. 6, n. 2, p. 1-20, 2008.
- ABOODY, D.; LEV, B. *Information Asymmetry, R&D, and Insider Gains. The Journal of Finance*. v. 55, n. 6, p. 2747-2766, 2000.
- AHMED, K.; COURTIS, J.K. *Associations Between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports: A Meta-Analysis. British Accounting Review*. v. 31, p. 35-61, 1999.
- AKERLOF, G.A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics*. v. 84, n. 3, pp. 488-500, Aug/1970.
- AKHTARUDDIN, Mohamed et al. *Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports of Malaysian Listed Firms. Journal of Applied Management Accounting Research*. v. 7, n. 1, 2009.
- ALMEIDA, Lauro B; FREITAG, Viviane C.; Evidenciação Contábil. In: RIBEIRO FILHO, José F.; LOPES, Jorge; PEDERNEIRAS, Marcleide (Org.). **Estudando Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2009. Unid. 15, p. 265-281.
- AL-MUTAWAA, Abdullah; HEWAIDY, Aly M. *Disclosure Level and Compliance With IRFSs: An Empirical Investigation of Kuwaiti Companies. International Business & Economics Research Journal*. v. 9, n. 5, Maio 2010.
- AL-SHAMMARI, Bader, AL-SULTAN, Waleed. *Corporate Governance and Voluntary Disclosure in Kuwait. International Journal of Disclosure and Governance*. v. 7, n. 3, p. 262-280, 2010.
- ARCHAMBAULT, Jeffrey J.; ARCHAMBAULT, Marie E. *A Multinacional test of Determinants of Corporate Disclosure. The International Journal of Accounting*. v. 38, p. 173-194, 2003.
- ARROW, Kenneth J. *Uncertainty and th Welfare Economics of Medical Care. The American Economic Review*. v. 53, n. 5, 1963.
- BARAKO, Dulacha G.; HANCOCK, Phil; IZAN, H.Y. *Factors Influencing Voluntary Corporate Disclosure by Kenyan Companies. Corporate Governance: An International Review*. v. 14, n. 2, março 2006.
- BARDIN, L. **Análise de Conteúdo**. Tradução Luís A. Reto e Augusto Pinheiro. – 4º ed. Lisboa: Edições 70, 2009.
- BAUMS, T. *Changing Patterns of Corporate Disclosure in Continental Europe: the Example of Germany. European Corporate Governance Institute (EGCI), Law Working Paper*, n. 4, Disponível em: www.ssrn.com, outubro 2002. Acesso em 13/05/10.
- BOZZOLAN, S.; FAVOTTO, F.; RICCERI, F. *Italian annual intellectual capital disclosure: An empirical analysis. Journal of Intellectual Capital*. v. 4, n. 4, p. 543-558, 2003.

- BRAMMER S.; PAVELIN, S. *Voluntary Environmental Disclosures by Large UK Companies*. ***Journal of Business Finance & Accounting***. v. 33, p. 1168-1188, Set/Out 2006.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. **Finanças Corporativas – Financiamento e Gestão de Risco**. Trad. Robert Bryan Taylor. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- BRONSON, Scott N.; CARCELLO, Joseph V.; RAGHUNANDAN, K. *Firm Characteristics and Voluntary Management Reports on Internal Control*. ***Auditing: A Journal of Practice & Theory***. v. 25, n. 2, p. 25-39, Novembro 2006.
- BUJAKI, Merridee; MCCONOMY, Bruce J. *Corporate Governance: Factors Influencing Voluntary Disclosure by Publicly Traded Canadian Firms*. ***Canadian Accounting Perspectives***. v. 1, n. 2, 2002.
- BUZBY, S.L. *Company Size, Listed Versus Unlisted Stock, and the Extent of Financial Disclosure*. ***Journal of Accounting Research***. p. 16-37, 1975.
- CAMFFERMAN, K.; COOKE, T.E. *An Analysis of Disclosure in the Annual Reports of U.K. and Dutch Companies*. ***Journal of International Accounting Research***. v. 1, p. 3-30, 2002.
- CARRASCAL, A.U.; GONZÁLEZ, G.Y.; RODRÍGUEZ, P.B. ***Análisis Econométrico com EViews***. México: Alfaomega – RA~MA, 2006.
- CHAU, Gerald K.; GRAY, Sidney J. *Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure in Hong Kong and Singapore*. ***The International Journal of Accounting***. v. 37, p. 247-265, 2002.
- CHAVENT, Marie et al. *Disclosure and Determinants Studies: An Extension Using the Divisive Clustering Method (DIV)*. ***European Accounting Review***. v. 15, n. 2, p. 181-218, 2006.
- CHEN, Charles J.P.; JAGGI, Bikki. *Association Between Independent Non-Executive Directors, Family Control and Financial Disclosures in Hong Kong*. ***Journal of Accounting and Public Policy***. v. 19, p. 285-310, 2000.
- CHOW. C.W.; WONG-BOREN, A. *Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporations*. ***The Accounting Review***. v. LXII, n. 3, jul 1987.
- COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em Administração – Um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. Tradução Lucia Simonini – 2º ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC, **Pronunciamento Técnico CPC n.º 4** de 03 de outubro de 2008. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC_04.pdf>. Acesso em: 10/06/2010.
- COOKE, T.E. *Disclosure in the Corporate Annual Reports of Swedish Companies*. ***Accounting and Business Research***. v. 19, n. 74, p. 113-124, 1989.
- COOKE. T.E. *The Impact of Size, Stock Market Listing and Industry Type on Disclosure in the Annual Reports of Japanese Listed Corporations*. ***Accounting and Business Research***. v. 22, n. 87, p. 229-237, 1992.
- COOKE, T.E. *Disclosure in Japanese Corporate Annual Reports*. ***Journal of Business Finance & Accounting***. v. 20, n. 4, Junho 1993.

COOKE, T.E. *The Influence of the Keiretsu on Japanese Corporate Disclosure*. **Journal of International Financial Management and Accounting**. v. 7, 1996.

CORE, John E. *A Review of the Empirical Disclosure Literature: Discussion*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 31, p. 441-456, 2001.

CRASWELL, A.T.; TAYLOR, S.L. *Discretionary Disclosure of Reserves By Oil and Gas Companies: An Economic Analysis*. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 19(2), Jan. 1992.

CRUZ, C.V.O.A.; LIMA, G.A.S.F.; **Reputação Corporativa e Nível de Disclosure das Empresas de Capital Aberto no Brasil**. Revista Universo Contábil, v. 6, n. 1, p. 85-101, jan/mar 2010.

DEPOERS, Florence. *A Cost-Benefit Study of Voluntary Disclosure: Some Empirical Evidence from French Listed Companies*. **The European Accounting Review**. v. 9, n. 2, p. 245-263, 2000.

DUARTE, P.C.; LAMOUNIER, W.M.; TAKAMATSU, R.T. **Modelos Econométricos para Dados em Painel: Aspectos Teóricos e Exemplos de Aplicação à Pesquisa em Contabilidade e Finanças**. Anais Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, 4ª edição, 2007.

DYE, R.A. *Proprietary and Nonproprietary Disclosures*. **Journal of Business**. v. 59, n. 2, p. 331-366, 1986.

DYE, R.A. *Na evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting*. **Journal of Accounting and Economics**. v. 32, p. 181-235, 2001.

EINHORN, Eti; ZIV, Amir. *Intertemporal Dynamics of Corporate Voluntary Disclosures*. **Journal of Accounting Research**. v. 46, n. 3, Junho 2008.

EISENHARDT, K.M. *Agency Theory: An Assessment and Review*. **Academy of Management Review**. v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

ELLIOTT, R.K.; JACOBSON, P.D. *Cost and Benefits of Business Information Disclosure*. **Accounting Horizons**. v. 8, n. 4, p. 80-96, 1994.

ENG, L.L.; MARK, Y.T. *Corporate Governance and Voluntary Disclosure*. **Journal of Accounting and Public Policy**. v. 22, p. 325-345, 2003.

ENTWISTLE, Gary M. *Exploring the R&D Disclosure Environment*. **Accounting Horizons**. v. 13, n. 4, Dezembro 1999.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. *Separation of Ownership and Control*. **Journal of Law & Economics**. v. 26, Junho 1983.

FERGUSON, Michael J.; LAM, Kevin C.K.; LEE, Grace M. *Voluntary Disclosure by State-owned Enterprises Listed on the Stock Exchange of Hong Kong*. **Journal of International Financial Management & Accounting**. v. 13, n. 2, 2002.

FIRTH, M. *The extent of voluntary disclosure in corporate annual reports and its association with security risk measures*. **Applied Economics**. v. 16, p. 269-277, 1984.

FRANCIS, J.; NANDA, D.; OLSSON, P. *Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital*. *Journal of Accounting Research*. v. 46, n. 1, p. 53-99, mar 2008.

FRANCO, H. **Contabilidade Geral**. 23º ed. 4º reimpr. São Paulo: Atlas, 2006.

GELB, D. *Intangible Assets and Firm's Disclosure: An Empirical Investigation*. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 29, Abr/Mai 2002.

GIL, A.C. **Métodos e Técnicas de Pesquisa Social**. 6º ed. 2º reimpr. São Paulo: Atlas, 2009.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. Tradução Jean J. Salim e João C. Douat. 7ª ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GRAHAM, J.R.; HARVEY, C.R.; RAJGOPAL, S. *The economic implications of corporate financial reporting*. *Journal of Accounting & Economics*. v. 40, p. 3-73, 2005.

GRAY, Rob et al. *Social and Environmental Disclosure and Corporate Characteristics: A Research Note and Extension*. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 28, Abril/Maio 2001.

GRAY, S.J.; MEEK, G.K.; ROBERTS, C.B. *International Capital Market Pressures and Voluntary Annual Report Disclosure by U.S. and U.K. Multinationals*. *Journal of International Financial Management and Accounting*. v. 6, n. 1, 1995.

GREENE, William H. **Análisis Econométrico**. 3ª ed. Prentice Hall, 1996.

GUJARATI, D. **Econometria Básica**. Tradução: Maria J.C. Monteiro – 4º ed. 5º reimpr. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

HANIFFA, R.M.; COOKE, T.E. *Culture, Corporate Governance and Disclosure in Malaysian Corporations*. *ABACUS*. v. 38, n. 3, 2002.

HASHIM, Fathyah; SALEH, Norman M. *Voluntary Annual Report Disclosures by Malaysian Multinational Corporations*. *Malaysian Accounting Review*. v. 6, n. 1, 2007.

HEALY, P.M.; PALEPU, K.G. *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*. *Journal of Accounting and Economics*. v. 31, p. 405-440, 2001.

HINGEL, Ricardo R. A crise e o papel do crédito. In: MORAIS, Igor A.C.; HINGEL, Ricardo R. (Org.) **A Crise Econômica Internacional e os Impactos no Rio Grande do Sul**. Viamão: Entremeios, 2009. Cap. 2, p. 59-93.

HOSSAIN, M.; PERERA, M.H.B.; RAHMAN, A.R. *Voluntary Disclosure in the Annual Reports of New Zealand Companies*. *Journal of International Financial Management and Accounting*. v. 6, n. 1, 1995.

HOSSAIN, Mohammed; TAYLOR, Peter J, *The Empirical Evidence of the Voluntary Information Disclosure in the Annual Reports of Banking Companies: The Case of Bangladesh*. *Corporate Ownership & Control*. v. 4, n. 3, 2007.

INCHAUSTI, B.G. *The influence of company characteristics and accounting regulation on information disclosure by Spanish firms*. *The European Accounting Review*. p. 45-68, 1997.

- ISLAM, Muhammad A.; DEEGAN, Craig. *Media pressures and corporate disclosure of social responsibility performance information: a study of two global clothing and sports retail companies*. **Accounting and Business Research**. v. 40, n. 2, p. 131-148, 2010.
- JAGGI, Bikki; LOW, Pek Y. *Impact of Culture, Market Forces, and Legal System on Financial Disclosures*. **The International Journal of Accounting**. v. 35, n. 4, p. 495-519, 2000.
- JENSEN, M.C.; MECKLING, W.H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, outubro 1976.
- KAUL, A.; BELKAOUI, A. *Bank annual report disclosure adequacy internationally*. **Accounting and Business Research**. p. 225-257, 1981.
- KHANNA, T.; PALEPU, K.G. *Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting with U.S. Markets*. **Journal of Accounting Research**. v. 42, n. 2, mai 2004.
- KRONBAUER, C.L. et al. **Evidenciação e Análise de Carga Tributária: Um Estudo em Empresas Brasileiras do Setor de Energia Elétrica**. RCO – Revista de Contabilidade e Organizações – FEA-RP/USP, v. 3, n. 7, p. 3-24, set/dez 2009.
- LANG, M.; LUNDHOLM, R. *Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosure*. **Journal of Accounting Research**. v. 31, n. 2, 1993.
- LEV, B. **Intangible – Management, Measurement, and Reporting**. Washington: Brookings Institution Press, 2001
- LEV, B. *Intangible Assets: Concepts and Measurements*. **Enciclopedia of Social Measurement**. v. 2, 2005.
- LEV, B. *Sharpening the Intangibles Edge*. **Harvard Business Review**. p. 109-116, Jun 2004
- LEV, B. *Intangible Assets: Concepts and Measurements*. **Enciclopedia of Social Measurement**. v. 2, 2005
- LIAO, Grace M.; LU, Chilin. *Ownership Structure and Corporate Voluntary Disclosure-Evidence from Taiwan*. **Corporate Ownership & Control**. v. 6, n. 4, 2009.
- LIMA, G.A.S.F. **Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras**. Revista Contabilidade & Finanças, v. 20, n. 49, p. 95-108, janeiro/abril 2009.
- LIN, Grace T.R.; TANG, Jerry Y.H. *Appraising Intangible Assets from the Viewpoint of Value Drivers*. **Journal of Business Ethics**. v. 88, p. 679-689, 2009.
- LITAN, R.E.; WALLISON, P.J. **The GAAP Gap Corporate Disclosure in the internet Age**. Washinton D.C. AEI – Booking Joint Center for Regulatory Studies, 2000.
- LOPES, Patrícia T.; RODRIGUES, Lúcia L. *Accounting for financial instruments: Na analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock Exchange*. **The International Journal of Accounting**. v. 42, p. 25-56, 2007.
- LUSTOSA, Paulo R.B. Ativo e sua avaliação. In: RIBEIRO FILHO, José F.; LOPES, Jorge; PEDERNEIRAS, Marcleide (Org.). **Estudando Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2009. Unid. 6, p. 85-105.

MACAGNAN, C.B. *Factores explicativos de la revelación de información de activos intangibles de empresas que cotizan en España*. Trabajo de investigación – Universitat Autònoma de Barcelona. Barcelona, Junho 2005.

MACAGNAN, C.B. *Condicionantes e implicación de revelar activos intangibles*. Tese de Doutorado – Universitat Autònoma de Barcelona, 2007.

MACAGNAN, C.B. **Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis**. Revista Contabilidade & Finanças, v. 20, n. 50, p. 46-61, mai/ago 2009.

MALONE, David; FRIES, Clarence; JONES, Thomas. *An Empirical Investigation of the Extent of Corporate Financial Disclosure in the Oil and Gas Industry*. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*. v. 8, n. 3, p. 249-275, 1993.

MCKINNON, J.L.; DALIMUNTHER, L. *Voluntary Disclosure of Segment Information By Australian Diversified Companies*. *Accounting and Finance*. p. 33-50, Mai. 1993.

MCNALLY, G.M.; ENG, L.H.; HASSELDINE, C.R. *Corporate Financial Reporting in New Zealand: An Analysis of User Preferences, Corporate Characteristics and Disclosure Practices for Discretionary Information*. *Accounting and Business Research*. p. 11-20, 1982.

MEEK, G.K.; ROBERTS, C.B.; GRAY, S.J. *Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by U.S., U.K. and Continental European Multinational Corporations*. *Journal of International Business Studies*. v. 26, n. 3, p. 555-572, 1995.

MENDES-DA-SILVA, W. et al. **Disclosure via Website Corporativo: Um Exame de Informações Financeiras e de Governança no Mercado Brasileiro**. RAE – Revista de Administração de Empresas, v. 49, n. 2, abr/jun 2009.

MENDES-DA-SILVA, W.; MAGALHÃES FILHO, P.A.O. **Determinantes da Disseminação Voluntária de Informações Financeiras na Internet**. RAE-eletrônica, v. 4, n. 2, jul/dez 2005.

MENDES-DA-SILVA, W.; MARTELANC, R. **Relacionamento com Investidores com uso do Website Corporativo: Análise Empírica das Empresas Brasileiras listadas na Bovespa**. Revista Reflexão Contábil, v. 25, n. 3, set/dez 2006.

MILGROM, Paul R. *Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications*. *The Bell Journal of Economics*. v. 12, n. 2, p. 380-391, 1981.

MILLER, Merton H.; ROCK, Kevin. *Dividend Policy under Asymmetric Information*. *The Journal of Finance*. v. 40, n. 4, p. 1031-1051, 1985.

MITCHELL, J.D.; CHIA, C.W.L.; LOH, A.S. *Voluntary Disclosure of Segment Information: Further Australian Evidence*. *Accounting and Finance*. p. 1-16, Nov. 1995.

MURCIA, F.D. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil**. Tese – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MURCIA, F.D.; SANTOS, A. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário das companhias abertas do Brasil**. Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade, v. 3, n. 2, p. 72-95, mai/ago 2009.

- OWUSU-ANSAH, Stephen. *The Impact of Corporate Attributes on the Extent of Mandatory Disclosure and Reporting by Listed Companies in Zimbabwe*. *The International Journal of Accounting*. v. 33, n. 5, p. 605-631, 1998.
- PATTON, James; ZELENSKA, Ivan. *An empirical analysis of the determinants of the extent of disclosure in annual reports of joint stock companies in the Czech Republic*. *The European Accounting Review*. v. 6, n. 4, p. 605-626, 1997.
- PORTUGAL, Marcelo S.; BARCELLOS NETO, Paulo C.F.; BARBOSA, Alexandre E. A crise financeira e econômica atual: origens e desdobramentos. In: MORAIS, Igor A.C.; HINGEL, Ricardo R. **A crise econômica internacional e os impactos no Rio Grande do Sul**. Viamão: Entremeios, 2009. Cap. 1, p. 25-55.
- PRENCIPE, A. *Proprietary Costs and Determinants of Voluntary Segment Disclosure: Evidence from Italian Companies*. *European Accounting Review*. v. 13, n. 2, p. 319-340, 2004.
- RAFFOURNIER, B. *The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies*. *The European Accounting Review*. p. 261-280, 1995.
- RICHARDSON, A.J.; WELKER, M. *Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital*. *Accounting, Organizations and Society*. v. 26, p. 597-616, 2001.
- ROBBINS, W.A.; AUSTIN, K.R. *Disclosure Quality in Governmental Financial Reports: An Assessment of the Appropriateness of a Compound Measure*. *Journal of Accounting Research*. v. 24, n. 2, 1986.
- RODRIGUES, L.L.; MENEZES, C. *Financial Reporting on the Internet – The Portuguese Case*. RAE-eletrônica, v. 2, n. 2, jul-dez 2003
- ROSS, S.A. *The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem*. *The American Economic Review*. v. 63, n. 2, p. 134-139, 1973.
- ROSS, S.; WESTERFIELD, R.W.; JAFFE, J.F. **Administração Financeira**. Tradução: Antônio Zoratto Sanvicente – 2º ed. 7º reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.
- SAIKI, T.G.; ANTUNES, M.T.P.; **Reconhecimento de ativos intangíveis em situação de business combinations: um exemplo prático da aplicação dos CPC 04 e CPC 15**. Boletim IOB – Manual de Procedimentos, 46, São Paulo: Nov/2010.
- SALAMON, G.L., DHALIWAL D.S. *Company Size and Financial Disclosure Requirements With Evidence From The Segmental Reporting Issue*. *Journal of Business Finance & Accounting*. v. 7.4, p. 555-568, 1980.
- SALOTTI, Bruno M.; YAMAMOTO, Marina M. **Divulgação Voluntária da Demonstração dos Fluxos de Caixa no Mercado de Capitais Brasileiro**. Revista de Contabilidade e Finanças – USP, v. 19, n. 48, p. 37-49, Setembro/Dezembro 2008.
- SILVA, Wesley M.; MARTELANC, Roy. **Relacionamento com investidores com uso do website corporativo: análise empírica das empresas brasileiras listadas na Bovespa**. Reflexão Contábil. v. 25, n. 3, Setembro/Dezembro 2006.
- SINGH, Inderpal; ZAHN, J-L.W.M.V. *Determinants of intellectual capital disclosure in prospectuses of initial public offerings*. *Accounting and Business Research*. v. 38, n. 5, p. 409-431, 2008.

SINGHVI, S.S.; DESAI, H.B. *An Empirical Analysis of the Quality of Corporate Financial Disclosure. The Accounting Review*. p. 129-138, Jan. 1971.

SPENCE, Michael. *Job Market Signaling. The Quarterly Journal of Economics*. v. 87, n. 3, p. 355-374, 1973.

STANGA, Keith G. *Disclosure in Published Annual Reports. Financial Management*. 1976.

STIGLITZ, J.E. *The Contributions of the Economics of Information to Twentieth Century Economics. The Quarterly Journal of Economics*. v. 115, n. 4, pp. 1441-1478, Nov/2000.

VERRECCHIA, R.E. *Discretionary Disclosure. Journal of Accounting and Economics*. v. 5, p. 179-194, 1983.

VERRECCHIA, R.E. *Endogenous Proprietary Costs Through Firm Interdependence. Journal of Accounting and Economics*. v. 12, p. 245-250, 1990.

WAGENHOFER, A. *Voluntary Disclosure With a Strategic Opponent. Journal of Accounting and Economics*. v. 12, p. 341-363, 1990.

WALLACE, Olusegun; KAMAL, Naser. *Firm-Specific Determinants of the Comprehensiveness of Mandatory Disclosure in the Corporate Annual Reports of Firms Listed on the Stock Exchange of Hong Kong. Journal of Accounting and Public Policy*. v. 14, p. 311-368, 1995.

WALLACE, R.S.O.; NASER, K.; MORA, A. *The Relationship Between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. Accounting and Business Research*. v. 25, n. 97, p. 41-53, 1994.

WATSON, A.; SHRIVES, P.; MARSTON, C. *Voluntary Disclosure of Accounting Ratios in the UK. British Accounting Review*, v. 34, p. 289-313, 2002.

WIJANTINI. *Voluntary Disclosure in the Annual Reports of Financially Distressed Companies in Indonesia. Gadjah Mada International Journal of Business*. v. 8, n. 3, p. 343-365, Setembro/Dezembro 2006.

WILLIAMS, S.M. *Is intellectual capital performance and disclosure practices related? Journal of Intellectual Capital*. v. 2, n. 3, p. 192-203, 2001.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à Econometria – Uma Abordagem Moderna**. Tradução José Antônio Ferreira – São Paulo: Cengage Learning, 2010.

ZEGHAL, Daniel; MOUELHI, Rim; LOUATI, Hend. *An Analysis of the Determinants of Research & Development Voluntary Disclosure by Canadian Firms. Irish Accounting Review*. v. 14, n. 2, p. 61-89, 2008.

APÊNDICE 1: TIPO DE INFORMAÇÃO EVIDENCIADA NOS ESTUDOS SOBRE OS FATORES EXPLICATIVOS DE EVIDENCIAÇÃO PUBLICADOS NOS PERIÓDICOS NACIONAIS DE CONTABILIDADE CLASSIFICADOS COMO A E B PELA CAPES.

Estudo (autor e ano)	Informação
Rodrigues e Menezes (2003)	voluntária: financeira
Mendes-da-Silva e Magalhães Fº (2005)	voluntária: financeira
Silva e Martelanc (2006)	voluntária: financeira e de governança
Mendes-da-Silva et al. (2009)	voluntária: financeira e de governança
Macagnan (2009)	voluntária: recursos intangíveis
Kronbauer et al. (2009)	obrigatória e voluntária: tributária
Murcia e Santos (2009)	voluntária
Cruz e Lima (2010)	voluntária

APÊNDICE 2: AUTOR, ANO E VARIÁVEIS EXPLICATIVAS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DOS ESTUDOS PUBLICADOS NOS PERIÓDICOS NACIONAIS DE CONTABILIDADE CLASSIFICADOS COMO A E B PELA CAPES.

Estudo (autor e ano)	Variáveis Explicativas
Silva e Martelanc (2006)	Tamanho Alavancagem financeira Performance Rentabilidade Tempo de listagem em bolsa
Rodrigues e Menezes (2003)	Tamanho Tipo de indústria Companhias listadas no exterior
Mendes-da-Silva e Magalhães Fº (2005)	Alavancagem financeira Performance Tamanho Rentabilidade
Mendes-da-Silva et. al. (2009)	Alavancagem financeira Retorno das ações Tamanho Rentabilidade Tempo de listagem em bolsa
Macagnan (2009)	Tamanho Rentabilidade Setor Nível de endividamento Emissão de obrigações e outros títulos de dívida Ampliação do capital Pagamento de dividendos Nível de internacionalização Fluxo de caixa operacional Quantidade de anos de constituição Grau de monopólio Capital fluante Volatilidade das ações Preço da ação dividido por seu valor contábil
Kronbauer et. al. (2009)	Tamanho Situação financeira Situação econômica
Murcia e Santos (2009)	Auditoria pelas <i>Big four</i> Rentabilidade Títulos e valores mobiliários negociados na NYSE Tamanho Aderência aos níveis de governança corporativa da Bovespa Endividamento Diluição do controle acionário Emissão de ações em 2008 Setor elétrico
Cruz e Lima (2010)	Reputação corporativa Tamanho Desempenho Internacionalização

**APÊNDICE 03: AUTOR(ES), ANO, DOCUMENTOS E INFORMAÇÕES
ANALISADOS NOS ESTUDOS REVISADOS**

Pesquisa (Autor e Ano)	Documento	Informação
Singhvi e Desai (1971)	Relatório Anual	Financeira
Buzby (1975)	Relatório Anual	Financeira
Stanga (1976)	Relatório Anual	Voluntária
Salamon e Dhaliwal (1980)	Relatório Segmentado	Voluntária
McNally, Eng e Hasseldine (1982)	Questionário	Voluntária: Financeira e Não Financeira
Firth (1984)	Relatório Anual	Voluntária
Robbins e Austin (1986)	Relatório Anual	Obrigatória
Chow e Wong-Boren (1987)	Relatório Anual	Voluntária
Cooke (1989)	Relatório Anual	Obrigatória e Voluntária
Cooke (1992)	Relatório Anual	Obrigatória e Voluntária
Craswell e Taylor (1992)	Relatório Anual	Voluntária
Cooke (1993)	Relatório Anual	Obrigatória e Voluntária
Lang e Lundholm (1993)	Relatório FAF	De terceiros
Malone, Frie e Jones (1993)	10K e Relatório Anual	Financeira
McKinnon e Dalimunthe (1993)	Relatório Anual	Voluntária
Wallace, Naser e Mora (1994)	Relatório Anual	Obrigatória
Gray, Meek e Roberts (1995)	Relatório Anual	Voluntária: Financeira e Não Financeira
Hossain, Perera e Rahman (1995)	Relatório Anual	Voluntária
Meek, Gray e Roberts (1995)	Relatório Anual	Voluntária: Financeira e Não Financeira
Mitchell, Chia e Loh (1995)	Relatório Segmentado	Voluntária
Raffournier (1995)	Relatório Anual	Voluntária: Financeira
Wallace e Naser (1995)	Relatório Anual	Obrigatória
Cooke (1996)	Relatório Anual	Obrigatória e Voluntária
Inchausti (1997)	Relatório Anual	Obrigatória e Voluntária
Patton e Zelenka (1997)	Relatório Anual	Obrigatória e Voluntária
Owusu-Ansah (1998)	Relatório Anual	Obrigatória
Entwistle (1999)	Entrevista e Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Williams (1999)	Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Chen and Jaggi (2000)	Relatório Anual	Obrigatória
Depoers (2000)	Relatório Anual	Financeira e Não Financeira
Jaggi e Low (2000)	Relatório Anual	Obrigatória e Voluntária
Gray et al. (2001)	Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Richardson e Welker (2001)	Relatório Anual	Financeira e Social
Williams (2001)	Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Bujaki e McConomy (2002)	Comunicados Administrativos e Relatório Anual	Voluntária
Camfferman e Cooke (2002)	Relatório Anual	Obrigatória e Voluntária
Chau e Gray (2002)	Relatório Anual	Voluntária
Ferguson, Lam e Lee (2002)	Relatório Anual	Voluntária: Estratégica, financeira e não financeira
Gelb (2002)	Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Haniffa e Cooke (2002)	Relatório Anual	Voluntária
Watson, Shrivies e Marston (2002)	Relatório Anual	Voluntária
Bozzolan, Favotto e Ricceri (2003)	Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Eng e Mark (2003)	Relatório Anual	Voluntária: Estratégica, financeira e não financeira
Rodrigues e Menezes (2003)	Website das Empresas	Voluntária: Financeiras
Prencipe (2004)	Relatório Anual	Informação segmentada

Pesquisa (Autor e Ano)	Documento	Informação
Macagnan (2005)	Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Mendes-da-Silva e Magalhães Fº (2005)	<i>Website</i> das Empresas	Voluntária: Financeira
Barako; Hancock; Izan, 2006	Relatório Anual	Voluntária
Bronson, Carcello e Raghunandan (2006)	Relatório Anual	Voluntária: Controles Internos
Wijantini (2006)	Relatório Anual	Voluntária
Silva e Martelanc (2006)	<i>Website</i> das Empresas	Voluntária: Financeiras e de Governança Corporativa
Hashim e Saleh (2007)	Relatório Anual	Voluntária
Hossain e Taylor (2007)	Relatório Anual	Voluntária
Lopes e Rodrigues (2007)	Relatório Anual e Relatórios Financeiros	Financeiro
Abdullah; Ismail, 2008	Relatório Anual	Financeira
Salotti e Yamamoto (2008)	Demonstração do Fluxo de Caixa	Voluntária: Financeira
Singh e Zahn (2008)	Prospecto de oferta de ações	Voluntária: Recursos Intangíveis
Zeghal, Mouelhi e Louati (2008)	Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Akhtaruddin et al. (2009)	Relatório Anual	Voluntária
Liao e Lu (2009)	Relatório Anual	Voluntária
Mendes-da-Silva et al. (2009)	<i>Website</i> das Empresas	Voluntária: Financeira
Macagnan (2009)	Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Murcia e Santos (2009)	Demonstrações Financeiras Padronizadas	Voluntária
Al-Mutawwa e Hewaidy (2010)	Relatório Anual	Obrigatória
Al-Shammari e Al-Sultan (2010)	Relatório Anual	Voluntária
Islam e Deegan (2010)	Relatório Anual	Voluntária: Recursos Intangíveis
Cruz e Lima (2010)	Relatórios Contábeis	Voluntária

Fonte: Adaptado de Chavent et al. (2006) e Macagnan (2007)

**APÊNDICE 04: AUTOR(ES), ANO, PAÍSES, AMOSTRAS E PERÍODOS
ANALISADOS NOS ESTUDOS REVISADOS**

Pesquisa (Autor e Ano)	País	Amostra	Período
Singhvi e Desai (1971)	Estados Unidos	155	1965-1966
Buzby (1975)	Estados Unidos	88	1970-1971
Stanga (1976)	Estados Unidos	80	1972-1973
Salamon e Dhaliwal (1980)	Reino Unido e Estados Unidos	51	1967-1969
McNally, Eng e Hasseldine (1982)	Nova Zelândia	83	1979
Firth (1984)	Reino Unido	100	1977
Robbins e Austin (1986)	Estados Unidos	83	1981-1982
Chow e Wong-Boren (1987)	México	52	1982
Cooke (1989)	Suécia	90	1985
Cooke (1992)	Japão	35	1988
Craswell e Taylor (1992)	Austrália	86	1984
Cooke (1993)	Japão	48	1987
Lang e Lundholm (1993)	Estados Unidos	751	1985-1989
Malone, Frie e Jones (1993)	Estados Unidos	125	1986
McKinnon e Dalimunthe (1993)	Austrália	65	1984
Wallace, Naser e Mora (1994)	Madri e Valência	50	1991
Gray, Meek e Roberts (1995)	Estados Unidos e Reino Unido	180	1989
Hossain, Perera e Rahman (1995)	Nova Zelândia	55	1991
Meek, Gray e Roberts (1995)	Estados Unidos, Reino Unido, França, Alemanha e Países Baixos	226	1989
Mitchell, Chia e Loh (1995)	Austrália	129	1985
Raffournier (1995)	Suíça	161	1991
Wallace e Naser (1995)	Hong Kong	80	1991
Cooke (1996)	Japão	35	1988
Inchausti (1997)	Espanha	139	1989-1991
Patton e Zelenka (1997)	República Checa	50	1993
Owusu-Ansah (1998)	Zimbaue	49	1994
Entwistle (1999)	Canadá	113	1994-1995
Williams (1999)	Austrália, Singapura, Hong Kong, Filipinas, Tailândia, Indonésia e Malásia	356	1995
Chen and Jaggi (2000)	Hong Kong	87	1993-1994
Depoers (2000)	França	102	1995
Jaggi e Low (2000)	28 países	28	1991
Gray et al. (2001)	Reino Unido	100	1988-1995
Richardson e Welker (2001)	Canadá	87	1990-1992
Williams (2001)	Reino Unido	31	1996-2000
Bujaki e McConomy (2002)	Canadá	272	1997
Camfferman e Cooke (2002)	Reino Unido e Holanda	322	1996
Chau e Gray (2002)	Hong Kong e Singapura	62	1997
Ferguson, Lam e Lee (2002)	Hong Kong	142	1995-1996
Gelb (2002)	Estados Unidos	710	1981-1993
Haniffa e Cooke (2002)	Malásia	167	1995
Watson, Shrives e Marston (2002)	Reino Unido	1168	1989-1993
Bozzolan, Favotto e Ricceri (2003)	Itália	30	2001
Eng e Mark (2003)	Singapura	158	1995
Rodrigues e Menezes (2003)	Portugal	74-82	2000-2001
Prencipe (2004)	Italia	64	1997
Macagnan (2005)	Espanha	94	2002
Mendes-da-Silva e Magalhães Fº (2005)	Brasil	291	2002

Pesquisa (Autor e Ano)	País	Amostra	Período
Barako; Hancock; Izan, 2006	Kenia	54	1992-2001
Bronson, Carcello e Raghunandan (2006)		397	1998
Wijantini (2006)	Indonésia	35	1996-2001
Silva e Martelanc (2006)	Brasil	282	2005
Hashim e Saleh (2007)	Malásia	107	2003
Hossain e Taylor (2007)	Bangladesh	20	2000-2001
Lopes e Rodrigues (2007)	Portugal	55	2001
Abdullah; Ismail, 2008	Malásia	100	2003
Salotti e Yamamoto (2008)	Brasil	663	2000-2004
Singh e Zahn (2008)	Singapura	444	1997-2006
Zeghal, Mouelhi e Louati (2008)	Canadá	150	2003-2004
Akhtaruddin et al. (2009)	Malásia	94	2002
Liao e Lu (2009)	Taiwan	1219	2005-2007
Mendes-da-Silva et al. (2009)	Brasil	282	2005
Macagnan (2009)	Espanha	94	2002
Murcia e Santos (2009)	Brasil	100	2007
Al-Mutawwa e Hewaidy (2010)	Kuaiti	48	2006
Al-Shammari e Al-Sultan (2010)	Kuaiti	170	2007
Islam e Deegan (2010)	Nike e Hennes &Mauritz (Empresas)	2	1988-2006
Cruz e Lima (2010)	Brasil	23	2000-2004

Fonte: Adaptado de Chavent et al. (2006) e Macagnan (2007)

**APÊNDICE 05: AUTOR(ES), ANO, VARIÁVEIS E A RELAÇÃO ENCONTRADA
NAS VARIÁVEIS NÃO REJEITADAS DOS ESTUDOS REVISADOS**

Pesquisa (Autor e Ano)	Variável	Relação
Singhvi e Desai (1971)	Total do Ativo	+
	Número de Acionistas	+
	Cotização	+
	Auditoria	
	Rentabilidade	+
Buzby (1975)	Total do Ativo	+
	Cotização	
Stanga (1976)	Tamanho	
	Setor	+
Salamon e Dhaliwal (1980)	Total do Ativo	+
McNally, Eng e Hasseldine (1982)	Total do Ativo	+
	Crescimento	
	Setor	
	Auditoria	
	ROE	
Firth (1984)	Risco da Ação no Mercado	
Robbins e Austin (1986)	Forma de governo	-
	Dívida de longo prazo	+
	Auditoria	
	População	
Chow e Wong-Boren (1987)	Valor de Mercado	+
	Dívida	+
	Endividamento	
	Ativo Permanente	
Cooke (1989)	Total do Ativo	+
	Vendas	+
	Número de Acionistas	+
	Cotização	
	Número de Subsidiárias	
Cooke (1992)	Total do Ativo	+
	Cotização em mais de uma bolsa	+
	Setor	
	Número de Acionistas	+
	Vendas	
	Empréstimos Bancários	
Craswell e Taylor (1992)	Total do Ativo	+
	Auditoria	+
	Endividamento	
	Fluxo de Caixa	
	Composição da Propriedade e Controle	
Cooke (1993)	Cotização no exterior	
Lang e Lundholm (1993)	Valor de Mercado	+
	Renda anual das ações	+
	Retorno das ações no mercado	+
	Desvio das previsões dos analistas	
Malone, Frie e Jones (1993)	Endividamento	+
	Número de Acionistas	+
	Total do Ativo	
	Diversificação	
	Rentabilidade	
	Auditoria	
	Listagem em Bolsa	+
	Operações no exterior	
	Diretores Externos no Conselho	

Pesquisa (Autor e Ano)	Variável	Relação
McKinnon e Dalimunthe (1993)	Total do Ativo Número de Acionistas Número de Subsidiárias Controle	+ + +
Wallace, Naser e Mora (1994)	Total do Ativo Vendas Índice de liquidez Cotização Endividamento Auditoria Rentabilidade Setor	+ + - +
Gray, Meek e Roberts (1995)	Cotização no exterior Nível de internacionalização	+ +
Hossain, Perera e Rahman (1995)	Total do Ativo Endividamento Investimento em Ativos Auditoria Listagem em Bolsa Estrangeira	+ + +
Meek, Gray e Roberts (1995)	Vendas País de Origem Setor Cotização no exterior Endividamento Internacionalização Rentabilidade	+ + + +
Mitchell, Chia e Loh (1995)	Valor de Mercado Endividamento Número de Acionistas Número de Subsidiárias Volatilidade da rentabilidade Difusão da propriedade Interesses dos acionistas minoritários	+ + + +
Raffournier (1995)	Total do Ativo Vendas Índice de exportação Setor Rentabilidade Endividamento Composição da propriedade Auditoria	+ + + +
Wallace e Naser (1995)	Escritório Registrado no Exterior Rentabilidade Liquidez Endividamento Total do Ativo Valor de Mercado Acionistas externos Conglomerados Auditoria	- + +
Cooke (1996)	Vendas Endividamento Cotização Setor Empresa Horizontalizada Empresa Verticalizada	+ + + +
Inchausti (1997)	Total do Ativo Vendas	+ +

Pesquisa (Autor e Ano)	Variável	Relação
	Cotização em mais de uma bolsa	+
	Auditoria	+
	Setor	
	Rentabilidade	
	Endividamento	
	Dividendo	
Patton e Zelenka (1997)	Total do Ativo	
	Rentabilidade	
	Risco	
	Listagem em Bolsa	
	Auditoria	+
	Número de Empregados	+
	Setor	
Owusu-Ansah (1998)	Tamanho	+
	Estrutura de Propriedade	+
	Tempo de Existência	+
	Afiliada a Multinacional	+
	Rentabilidade	+
	Auditoria	
	Setor	
	Liquidez	
Entwistle (1999)	Investimento em P&D	+
	Capitalização de P&D	
	Listagem	+
	Setor	+
	Estrutura de Capital	
	Tamanho	
Williams (1999)	Cultura	-
	Sistema Político e Cível	-
	Sistema Legal	
	Nível de Desenvolvimento da economia	
	Tamanho	
	Rotatividade do Capital	
Chen and Jaggi (2000)	Diretores externos independentes no conselho	+
	Controle Familiar	
	Rentabilidade	
	Endividamento	
	Tamanho	
	Auditoria	
Depoers (2000)	Tamanho	+
	Internacionalização	+
	Difusão da propriedade	
	Endividamento	
	Auditoria	
	Barreiras de Entrada da Empresa	+
	Pressão de Trabalho	
Jaggi e Low (2000)	Cultura	
	Sistema Legal	
	Sistema Financeiro	
Gray et al. (2001)	Lucro	
	Rotatividade	
	Investimento de Capital	
	Setor	
	Número de Empregados	
Richardson e Welker (2001)	Valor de Mercado do Patrimônio	+
	Rentabilidade: ROE	+
	Endividamento	+
	Setor	+

Pesquisa (Autor e Ano)	Variável	Relação
	Opinião de Analistas	+
Williams (2001)	Indústria com investimento em P&D Endividamento Cotização Renda Líquida Impostos divididos pelo total do ativo Total do Ativo Vendas	+
Bujaki e McConomy (2002)	Condições Financeiras Endividamento Emissão de ações Diretores Externos no Conselho Regulamentação do setor Tamanho	+
Camfferman e Cooke (2002)	Setor Total do Ativo Margem de Lucro Líquido Endividamento Rentabilidade Auditoria Ativo dividido pelas obrigações	+
Chau e Gray (2002)	Estrutura de Propriedade Tamanho Endividamento Auditoria Rentabilidade Multinacional Setor	+
Ferguson, Lam e Lee (2002)	Tipo de Empresa Tamanho Endividamento Setor Listagem	+
Gelb (2002)	Gastos em P&D e publicidade Valor de Mercado Rentabilidade da ação Desvio padrão da rentabilidade da ação Emissão de dívida ou patrimônio	+
Haniffa e Cooke (2002)	Diretores Externos no Conselho Controle Familiar no conselho Dualidade na Presidência da Gestão e do Conselho Presidente externo do conselho Cultura Tamanho Alavancagem Diversificação Complexidade do negócio Investimentos em ativos Difusão da propriedade Proprietários estrangeiros Proprietários Institucionais Rentabilidade Tipo de Indústria Listagem múltipla Auditoria Tempo de Existência Operações no exterior	+

Pesquisa (Autor e Ano)	Variável	Relação
Watson, Shrives e Marston (2002)	Rentabilidade	+
	Endividamento	-
	Total do Ativo	+
	Setor	+
	Dividendos	+
Bozzolan, Favotto e Ricceri (2003)	Vendas por Empregados	
	Setor	
	Vendas	+
	Total do Ativo	+
Eng e Mark (2003)	Número de Empregados	+
	Participação do Gestor na Propriedade	-
	Capital não fluante	
	existência de Governo proprietário	+
	Propriedade do Governo	+
	Composição do Conselho	-
	Oportunidade de crescimento	
	Valor de Mercado dividido pelo Valor Contábil dos ativos	
	Valor de Mercado dividido pelo Valor Contábil do capital	
	Relação preço/rendimento	
	Tamanho	+
	Endividamento	-
	Empresas regulamentadas	
	Reputação do Auditor	
	Número de analistas	
Retorno das ações		
Rentabilidade: ROE		
Rentabilidade: ROA		
Rodrigues e Menezes (2003)	Tamanho	+
	Tipo de Indústria	
	Listagem no Exterior	
Prencipe (2004)	Segmento e Identidade legal do subgrupo	+
	Cotização	+
	Vendas	+
	Difusão da propriedade	+
	Endividamento	+
	Rentabilidade	
	Crescimento do Ativo	
Macagnan (2005)	Tamanho	+
	Rentabilidade	-
	Setor	
	Internacionalização	+
	Monopólio	-
	Auditoria	
Mendes-da-Silva e Magalhães Fº (2005)	Endividamento	
	Alavancagem Financeira	
	Tamanho	+
	Rentabilidade	
Barako; Hancock; Izan, 2006	Tempo de Listagem em Bolsa	
	Composição do Conselho	-
	Liderança do conselho	
	Tamanho do Conselho	
	Quadro do comitê de Auditoria	+
	concentração da propriedade	-
	Proprietários estrangeiros	+
	Proprietários Institucionais	+
	Tamanho	+

Pesquisa (Autor e Ano)	Variável	Relação
	Endividamento Auditoria Rentabilidade Liquidez Setor	+ +
Bronson, Carcello e Raghunandan (2006)	Tamanho Frequência das Reuniões do Conselho de Auditoria Propriedade Institucional Crescimento da Renda Crescimento das Vendas Endividamento Concentração da Propriedade Setor comitê independente de auditoria	+ + + + -
Wijantini (2006)	Tamanho Desempenho Endividamento Situação Financeira Crítica	+
Silva e Martelanc (2006)	Tamanho Alavancagem Financeira Desempenho Rentabilidade Tempo de Listagem em Bolsa	+ +
Hashim e Saleh (2007)	Tamanho Tipo de Auditoria Setor Endividamento Desempenho Multinacional Concentração da Propriedade	+ +
Hossain e Taylor (2007)	Tamanho Auditoria Rentabilidade (ROA)	+ +
Lopes e Rodrigues (2007)	Tamanho Tipo de Auditoria Listagem Setor Multinacional Estrutura de Capital Difusão da propriedade Composição do Conselho	+ + - -
Macagnan (2007)	Tamanho Rentabilidade Setor Endividamento Emissão de Obrigações e outros Títulos da Dívida Ampliação de Capital Pagamento de Dividendos Internacionalização Fluxo de Caixa Operacional Tempo de Existência Grau de Monopólio Capital Flutuante Volatilidade das Ações Preço da Ação dividido pelo seu Valor Contábil	+ - + + + + + - - +
Abdullah; Ismail, 2008	Rentabilidade	

Pesquisa (Autor e Ano)	Variável	Relação
	Liquidez	+
	Endividamento	
	Eficiência	
	Tamanho	+
	Setor	+
Salotti e Yamamoto (2008)	ROE	+
	Retorno das Ações	
	Valor de Mercado	-
	Desvio Padrão das Cotações	-
	existência de Debentures	+
	Listagem em Bolsa	+
	Capital Flutuante	
	Divulgou DFC no ano anterior	+
	Participa de programas de ADRs	+
Singh e Zahn (2008)	Concentração da Propriedade	+
	Custos dos proprietários	-
	Estrutura de Governança Corporativa	
Zeghal, Mouelhi e Louati (2008)	Tamanho	+
	Endividamento	
	Listagem	
	Intensidade de P&D	+
	Acordos e parcerias em P&D	+
	Política de contabilização de P&D	
	Conselho Independente	
	Dualidade na Presidência da Gestão e do Conselho	+
Akhtaruddin et al. (2009)	Tamanho do Conselho	+
	Diretores Externos no Conselho	+
	Proprietários externos	
	Controle Familiar	-
	Membros do comitê de auditoria	-
Liao e Lu (2009)	Difusão da propriedade	-
	Controle Familiar	-
Mendes-da-Silva et al. (2009)	Alavancagem Financeira	
	Retorno das Ações	+
	Tamanho	+
	Rentabilidade	
	Tempo de Listagem em Bolsa	
Murcia e Santos (2009)	Auditoria	
	Rentabilidade	
	Internacionalização	+
	Tamanho	+
	Nível de Governança Corporativa da BM&Fbovespa	+
	Endividamento	
	Controle Acionário	
	Emissão de Ações	
	Setor	+
Al-Mutawwa e Hewaidy (2010)	Tamanho	+
	Rentabilidade	
	Endividamento	
	Liquidez	
	Tipo de Indústria	+
	Tipo de Auditor	
	Tempo de existência	
Al-Shammari e Al-Sultan (2010)	Diretores Externos no Conselho	
	Diretores membros da Família	
	Dualidade na Presidência da Gestão e do	

Pesquisa (Autor e Ano)	Variável	Relação
	Conselho comitê voluntário de auditoria	+
	Total do Ativo	+
	Auditoria	
	Tipo de Indústria	-
Islam e Deegan (2010)	Pressão da Mídia	+
Cruz e Lima (2010)	Reputação Corporativa	+
	Tamanho	+
	Desempenho	
	Internacionalização	

Fonte: Adaptado de Chavent et al. (2006) e Macagnan (2007)

APÊNDICE 06: EMPRESAS DA AMOSTRA

ORDEM	NOME NO PREGÃO	NOME DA EMPRESA
1	AES TIETE	AES TIETE S/A
2	ALPARGATAS	SÃO PAULO ALPARGATAS S/A
3	AMBEV	CIA BEBIDAS DAS AMÉRICAS – AMBEV
4	AMPLA ENERG	AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS S/A
5	BRADESCO	BCO BRADESCO S/A
6	BRASIL	BCO BRASIL S/A
7	BRASKEM	BRASKEM S/A
8	BRF FOODS	BRF – BRASIL FOODS S/A
9	CEG	CIA DISTRIB. DE GÁS DO RIO DE JANEIRO
10	COMGAS	CIA GÁS DE SÃO PAULO – COMGAS
11	CONFAB	CONFAB INDUSTRIAL S/A
12	CONTAX	CONTAX PARTICIPAÇÕES S/A
13	CPFL ENERGIA	CPFL ENERGIA S/A
14	ELEKTRO	ELEKTRO – ELETRICIDADE E SERVIÇOS S/A
15	ELETROPAR	ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S/A
16	ENERGIAS BR	EDP – ENERGIAS DO BRASIL S/A
17	ETERNIT	ETERNIT S/A
18	GERDAU	GERDAU S/A
19	GOL	GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S/A
20	ITAUSA	ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S/A
21	ITAUTEC	ITAUTEC S/A – GRUPO ITAUTEC
22	NET	NET SERVIÇOS DE COMUNICAÇÃO S/A
23	OHL BRASIL	OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S/A
24	P.ACUCAR-CBD	CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO
25	PETROBRAS	PETROLEO BRASILEIRO S/A – PETROBRÁS
26	SUZANO PAPEL	SUZANO PAPEL E CELULOSE S/A
27	TELEMAR	TELE NORTE LESTE PARTICIPAÇÕES S/A
28	USIMINAS	USINAS SID DE MINAS GERAIS S/A
29	VALE	VALE S/A

APÊNDICE 07: NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DAS EMPRESAS ANALISADAS

Empresa (nome pregão)	Ano	% Recursos Intangíveis em Geral	% Capital Humano	% Capital Estrutural	% Capital Relacional
AES TIETE	2005	33,3	50,0	18,6	36,0
	2006	39,0	60,0	32,6	32,0
	2007	43,1	60,0	34,9	40,0
	2008	34,1	60,0	27,9	24,0
	2009	47,2	63,3	41,9	42,0
ALPARGATAS	2005	39,8	50,0	27,9	44,0
	2006	41,5	43,3	39,5	42,0
	2007	42,3	46,7	32,6	48,0
	2008	26,0	26,7	18,6	32,0
	2009	31,7	43,3	27,9	28,0
AMBEV	2005	37,4	33,3	27,9	48,0
	2006	38,2	26,7	34,9	48,0
	2007	37,4	33,3	30,2	46,0
	2008	43,1	40,0	34,9	52,0
	2009	45,5	36,7	44,2	52,0
AMPLA ENERG	2005	46,3	36,7	41,9	56,0
	2006	43,1	30,0	41,9	52,0
	2007	43,9	40,0	37,2	52,0
	2008	47,2	40,0	41,9	56,0
	2009	41,5	26,7	34,9	56,0
BRADESCO	2005	48,8	46,7	48,8	50,0
	2006	45,5	50,0	41,9	46,0
	2007	47,2	43,3	44,2	52,0
	2008	49,6	43,3	46,5	56,0
	2009	45,5	40,0	41,9	52,0
BRASIL	2005	46,3	56,7	39,5	46,0
	2006	48,0	53,3	37,2	54,0
	2007	46,3	53,3	44,2	44,0
	2008	47,2	53,3	39,5	50,0
	2009	45,5	53,3	39,5	46,0
BRASKEM	2005	46,3	40,0	58,1	40,0
	2006	47,2	33,3	60,5	44,0
	2007	43,1	33,3	51,2	42,0
	2008	61,0	76,7	62,8	50,0
	2009	54,5	76,7	53,5	42,0
BRF FOODS	2005	53,7	70,0	34,9	60,0
	2006	52,8	73,3	44,2	48,0
	2007	52,0	63,3	44,2	52,0
	2008	54,5	60,0	48,8	56,0
	2009	54,5	53,3	48,8	60,0
CEG	2005	28,5	36,7	16,3	34,0
	2006	25,2	43,3	11,6	26,0
	2007	26,0	43,3	20,9	20,0
	2008	28,5	13,3	18,6	46,0
	2009	30,9	36,7	20,9	36,0

Empresa (nome pregão)	Ano	% Recursos Intangíveis em Geral	% Capital Humano	% Capital Estrutural	% Capital Relacional
COMGAS	2005	43,9	46,7	41,9	44,0
	2006	36,6	30,0	44,2	34,0
	2007	33,3	40,0	27,9	34,0
	2008	45,5	40,0	44,2	50,0
	2009	30,9	30,0	34,9	28,0
CONFAB	2005	47,2	26,7	46,5	60,0
	2006	47,2	26,7	46,5	60,0
	2007	49,6	26,7	53,5	60,0
	2008	47,2	26,7	48,8	58,0
	2009	46,3	26,7	46,5	58,0
CONTAX	2005	35,0	50,0	37,2	24,0
	2006	43,9	56,7	46,5	34,0
	2007	43,1	66,7	39,5	32,0
	2008	45,5	53,3	46,5	40,0
	2009	43,1	60,0	39,5	36,0
CPFL ENERGIA	2005	45,5	53,3	37,2	48,0
	2006	40,7	40,0	37,2	44,0
	2007	35,8	33,3	25,6	46,0
	2008	40,7	53,3	27,9	44,0
	2009	45,5	56,7	34,9	48,0
ELEKTRO	2005	43,1	36,7	32,6	56,0
	2006	42,3	36,7	34,9	52,0
	2007	43,9	36,7	41,9	50,0
	2008	48,0	43,3	39,5	58,0
	2009	47,2	36,7	39,5	60,0
ELETROPAR	2005	33,3	33,3	32,6	34,0
	2006	36,6	43,3	34,9	34,0
	2007	45,5	43,3	41,9	50,0
	2008	46,3	43,3	46,5	48,0
	2009	48,0	66,7	41,9	42,0
ENERGIAS BR	2005	54,5	70,0	44,2	54,0
	2006	56,1	66,7	51,2	54,0
	2007	57,7	66,7	48,8	60,0
	2008	60,2	76,7	48,8	60,0
	2009	57,7	73,3	44,2	60,0
ETERNIT	2005	42,3	26,7	39,5	54,0
	2006	39,0	26,7	32,6	52,0
	2007	42,3	30,0	32,6	58,0
	2008	47,2	33,3	41,9	60,0
	2009	46,3	26,7	44,2	60,0
GERDAU	2005	48,0	46,7	51,2	46,0
	2006	48,8	53,3	46,5	48,0
	2007	49,6	50,0	46,5	52,0
	2008	51,2	60,0	44,2	52,0
	2009	50,4	53,3	46,5	52,0
GOL	2005	36,6	40,0	37,2	34,0
	2006	37,4	46,7	34,9	34,0
	2007	43,1	33,3	46,5	46,0

Empresa (nome pregão)	Ano	% Recursos Intangíveis em Geral	% Capital Humano	% Capital Estrutural	% Capital Relacional
	2008	46,3	46,7	46,5	46,0
	2009	43,9	60,0	46,5	32,0
ITAUSA	2005	43,1	53,3	32,6	46,0
	2006	43,1	53,3	37,2	42,0
	2007	47,2	53,3	46,5	44,0
	2008	46,3	26,7	60,5	46,0
	2009	47,2	30,0	55,8	50,0
ITAUTEC	2005	45,5	70,0	39,5	36,0
	2006	52,0	63,3	37,2	58,0
	2007	59,3	86,7	39,5	60,0
	2008	57,7	86,7	44,2	52,0
	2009	61,0	86,7	48,8	56,0
NET	2005	34,1	26,7	32,6	40,0
	2006	36,6	30,0	37,2	40,0
	2007	21,1	13,3	23,3	24,0
	2008	26,8	23,3	27,9	28,0
	2009	29,3	33,3	30,2	26,0
OHL BRASIL	2005	26,8	16,7	27,9	32,0
	2006	29,3	16,7	27,9	38,0
	2007	28,5	16,7	30,2	34,0
	2008	27,6	26,7	23,3	32,0
	2009	31,7	40,0	25,6	32,0
P.ACUCAR-CBD	2005	51,2	56,7	51,2	48,0
	2006	47,2	40,0	46,5	52,0
	2007	60,2	53,3	55,8	68,0
	2008	51,2	20,0	55,8	66,0
	2009	61,0	53,3	53,5	72,0
PETROBRAS	2005	52,8	46,7	62,8	48,0
	2006	54,5	56,7	53,5	54,0
	2007	55,3	46,7	55,8	60,0
	2008	54,5	56,7	51,2	56,0
	2009	54,5	60,0	48,8	56,0
SUZANO PAPEL	2005	34,1	30,0	32,6	38,0
	2006	39,0	23,3	39,5	48,0
	2007	43,1	40,0	44,2	44,0
	2008	51,2	76,7	41,9	44,0
	2009	54,5	70,0	51,2	48,0
TELEMAR	2005	45,5	60,0	32,6	48,0
	2006	44,7	56,7	34,9	46,0
	2007	42,3	40,0	41,9	44,0
	2008	41,5	40,0	34,9	48,0
	2009	49,6	46,7	48,8	52,0
USIMINAS	2005	34,1	33,3	30,2	38,0
	2006	34,1	40,0	30,2	34,0
	2007	39,8	43,3	37,2	40,0
	2008	39,0	40,0	37,2	40,0
	2009	44,7	53,3	39,5	44,0
VALE	2005	37,4	43,3	32,6	38,0

Empresa (nome pregão)	Ano	% Recursos Intangíveis em Geral	% Capital Humano	% Capital Estrutural	% Capital Relacional
	2006	45,5	46,7	41,9	48,0
	2007	47,2	50,0	44,2	48,0
	2008	48,8	63,3	41,9	46,0
	2009	48,0	60,0	48,8	40,0

ANEXO 1: ÍNDICES DOS RECURSOS INTANGÍVEIS (123 ITENS)

ITENS

1. CAPITAL HUMANO

Número de empregados
 Evolução do número de empregados nos últimos anos
 Número de rescisões
 Novas contratações
 Ausências ou faltas do quadro de funcionários

Rotação externa do quadro de funcionários
 Rotação interna do quadro de funcionários
 Pessoal segmentado por antiguidade
 Pessoal segmentado por função de trabalho
 Pessoal segmentado por idade

Pessoal segmentado por nível de ensino
 Pessoal segmentado por gênero
 Pessoal segmentado por região
 Descrição das atividades de formação desenvolvidas
 Horas em atividade de formação

Gastos em formação
 Empregados com acesso a formação
 Política de contratação/recrutamento
 Política e sistema de remuneração
 Plano de carreira

Programa de incentivos
 Benefícios e programas sociais da empresa
 Política de segurança e higiene
 Informações sobre convênios coletivos
 Medidas de satisfação dos empregados

Produção ou produtividade por empregado
 Renda por empregado
 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas
 Formação dos altos executivos
 Novas contratações de executivos

ITENS

2. CAPITAL ESTRUTURAL

2.1 ESTRUTURAL TECNOLÓGICO

Descrição e razões para os investimentos em tecnologias da informação
 Descrição dos investimentos em hardware
 Custo dos investimentos em hardware
 Descrição dos investimentos em software
 Custo dos investimentos em software

Política, estratégia e/ou objetivos das atividade de P&D
 Força competitiva das atividades de P&D em relação aos competidores
 Perspectivas futuras em relação a P&D
 Gastos de investimento em P&D
 Número de empregados em P&D

Número de patentes e de licenças, etc.
 Patentes ou licenças pendentes
 Detalhes das patentes ou licenças da empresa
 Novos produtos
 Projetos ou produtos em desenvolvimento

Preço dos produtos comercializados
 Fase do ciclo de vida em que se encontram os produtos

Características dos produtos ofertados
 Indicadores da eficiência produtiva
 Indicador do estado da tecnologia de produção utilizada

Capacidade instalada
 Capacidade utilizada
 Imagem da(s) marca(s)

2.2 ESTRUTURAL ORGANIZATIVO

Números que indiquem o nível de informatização da empresa (nº computadores ou similar)
 Dados sobre o sistema de informações (base de dados, pessoas com acesso aos computadores)
 Pessoal envolvido com a tecnologia da informação
 Melhorias introduzidas nos processos / organização durante o período
 Custos das melhorias introduzidas nos processos / organizações durante o período

Razões para investimentos em processos de informações
 Sistemas de gestão e controle utilizados
 Números de distribuição e ou organização do tempo de trabalho
 Trabalho em casa
 Declaração da cultura organizacional

Política de comunicação interna
 Estrutura organizativa / organograma da empresa
 História e evolução da empresa
 Linha estratégica básica
 Posição competitiva da empresa no setor

Tendências do setor
 Comentários sobre barreiras de entrada da empresa
 Comentários sobre ameaças de substitutos da concorrência
 Comentários sobre vantagens tecnológicas da empresa
 Aquisições

ITENS

3. CAPITAL RELACIONAL

3.1 RELACIONAL DO NEGÓCIO

Identificação dos tipos de clientes
 Número de clientes
 Número de clientes que compram pela internet
 Vendas por cliente
 Novos clientes do exercício

Média do tamanho do cliente
 Declaração de dependência de clientes importantes
 Informações sobre política de fidelização de clientes
 Medidas de satisfação do cliente (reclamações ou outros)
 Capacidade de resposta (tempo de entrega dos produtos ou serviços)

Gastos de formação dos clientes
 Clientes / Empregado
 Número de pontos de venda / vendedores / distribuidores ou escritórios
 Localização dos pontos de venda / vendedores / distribuidores
 Descrição dos canais de distribuição utilizados pela empresa

Novos pontos de venda / vendedores / distribuidores
 Fechamento de pontos de vendas / vendedores / distribuidores
 Descrição das atividades de marketing e promoção
 Custos de marketing e promoção
 Porcentagem de vendas em cada canal de distribuição

Valor das vendas segmentado pelos canais de distribuição
 Vendas segmentadas por negócio ou produto
 Vendas segmentadas por mercados geográficos
 Abertura de novos mercados
 Quota de mercado

Quota de mercado por segmento
Alianças estratégicas
Objetivos e razões para as alianças estratégicas
Descrição dos membros das alianças
Duração das alianças

Atividades das empresas do grupo
Descrição das relações com os acionistas
Pagamento de dividendos
Histórico das ações da empresa
Rentabilidade por ação

Qualificação financeira externa
Principais provedores externos de fundos
Descrição da rede de provedores / fornecedores
Número de provedores
Evolução dos preços dos fornecedores

Comentários sobre depósitos e ou logística
Origem geográfica de fornecedores e ou provedores

3.2 RELACIONAL SOCIAL

Política nas atividades de comunicação externa
Medidas de qualidade da empresa (ISO ou similar)
Regras da política ambiental
Objetivos a alcançar com o programa ambiental
Alcance do programa ambiental

Aprovação ou certificações ambientais
Tipos de energia, materiais utilizados que ajudam a manutenção da qualidade do meio ambiente
Gastos relacionados com o meio ambiente

Fonte: Macagnan (2005, tradução nossa)