

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

LEANDRO LUMBIERI

**NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE O CAPITAL HUMANO
E A PERCEPÇÃO DE VALOR DAS EMPRESAS DA BM&FBOVESPA**

São Leopoldo
2012

LEANDRO LUMBIERI

**NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE O CAPITAL HUMANO
E A PERCEPÇÃO DE VALOR DAS EMPRESAS DA BM&FBOVESPA**

Professora Orientadora: Dra. Clea Beatriz Macagnan

Professor Coorientador: Dr. Roberto Frota Decourt

2012

Ficha Catalográfica

L957n Lumbieri, Leandro
Nível de evidenciação de informações sobre o capital humano e a percepção de valor das empresas da BM&FBOVESPA. / por Leandro Lumbieri. – 2012.
139 f. : il. ; 30cm.

Dissertação (mestrado) — Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, São Leopoldo, RS, 2012.

“Orientação: Prof^a. Dr^a. Clea Beatriz Macagnan; Co-orientação: Roberto Frota Decourt , Ciências econômicas”.

1. Contabilidade – Evidenciação. 2. Evidenciação voluntária. 3. Percepção – Valor. 4. Capital humano. I. Título.

CDU 657

Catálogo na Publicação:
Bibliotecária Camila Quaresma Martins - CRB 10/1790

**NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE O CAPITAL HUMANO
E A PERCEPÇÃO DE VALOR DAS EMPRESAS DA BM&FBOVESPA**

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

Aprovado em ___/___/___

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Jairo Laser Procianoy - UFRGS

Prof. Dr. João Zani - UNISINOS

Prof. Dr. Tiago Wickstrom Alves - UNISINOS

Dra. Clea Beatriz Macagnan
Orientadora

Visto e permitida a impressão.
São Leopoldo.

Dra. Clea Beatriz Macagnan
Coordenadora do PPG em Ciências Contábeis

*Dedico este estudo ao meu filho
Leonardo Henrique Lumbieri.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço em primeiro lugar a DEUS, pelo dom da vida, por me dar força para concluir mais essa etapa e por estar sempre comigo.

Agradeço à Universidade do Vale do Rio dos Sinos – UNISINOS pela acolhida no período em que estive no mestrado.

Agradeço à minha orientadora, professora Dra. Clea Beatriz Macagnan, pela paciência, pela dedicação incondicional na ajuda para a elaboração deste trabalho e por todo o conhecimento compartilhado, em especial, neste campo, até, então, desconhecido por mim da evidenciação contábil. Professora Clea, obrigado!

Agradeço ao professor Dr. Roberto Frota Decourt, meu coorientador, pela sua dedicação, atenção e conselhos que foram muito importantes para a condução e a conclusão deste estudo.

Ao professor Dr. Tiago Wickstrom Alves, pelo conhecimento compartilhado nas aulas de Econometria. Também pela ajuda e pelo tempo disposto sempre que eu precisei, nos momentos de dificuldade, encontrados na elaboração dos modelos e regressões econométricas deste trabalho.

Ao professor Dr. Romeu Forneck pelo aprendizado nas aulas de Metodologia de Pesquisa e Mercado Financeiro. Ao professor Dr. Marcos Antonio de Souza, pelo aprendizado nas aulas de Gestão Estratégica de Custos.

Ao professor Dr. Clóvis Antônio Kronbauer, pelo conhecimento compartilhado nas aulas de Contabilidade Societária e Análise das demonstrações contábeis, juntamente com o professor Dr. Ernani Ott. Obrigado professores!

Ao professor Dr. Adolfo Alberto Vanti, docente e amigo, nas inúmeras e longas conversas sobre a serra gaúcha, após as aulas. Ao Professor Dr. Francisco Antônio Mesquita Zanini, pelo vasto conhecimento compartilhado nas aulas de Avaliação de Empresas.

Ao grande professor Dr. João Zani, responsável praticamente por todo o conhecimento da área financeira que pude adquirir neste período de mestrado. Em especial, nas aulas de Estratégia de financiamento e valor das organizações. Entre outros conselhos de gestão e visão de mercado. Muito obrigado professor Zani!

Ao professor e amigo Célio L. Duso, exemplo de ser humano e referência pessoal para mim. Obrigado Célio!

Agradeço a todos os meus colegas de mestrado. Porém, não posso deixar de citar alguns que estiveram mais presentes em todo esse período de estudo: Ana Heinen, Fernando Andrade Pereira, Ângela Pedron, Franciele Mezzomo, Gisele Farias Machado Lopes, Luiz Marquesan, Mariana Manfroi, Mauricio Cardoso, Rosane Machado, Rejane, Rubens dos Santos, Sabrina Trejes Marengo, Sinara Jaroseski.

Agradeço de forma especial a alguns colegas que entraram na minha vida pela porta do mestrado e não sairão jamais: João Luiz Peruchena Thomaz, o eterno “Livramento”; João Rafael Alberton “Serafina”, meu parceiro de consultorias e, principalmente, meu amigo e referência profissional; Luiz Carlos Schneider, meu amigo há quase duas décadas, meu colega de graduação e mestrado e responsável pela melhor decisão que eu tomei na minha vida, em um momento de dificuldade, obrigado Schneider!; e Renato Pereira Monteiro, a serenidade que impressiona!

À turma de Finanças, meus queridos colegas: Alexsandro Lopes, Diva Claudia Corrêa Fernandes, Fabiano Franco Chitolina e Helen Cristina Steffen. Juntos passamos muitas tardes e noites, entre inúmeras apresentações e debates, que apenas contribuíram para a nossa aproximação. Um forte abraço a todos!

Aos meus pais, Euclides e Neli Ana Pola Lumbieri, à minha irmã Camila Lumbieri e à minha namorada Ketryn Pereira Castagneira, pela compreensão e apoio nos momentos mais difíceis.

Agradeço ao meu filho Leonardo Henrique Lumbieri, que pela simples existência motiva todos os meus passos.

Aos meus amigos: Fabiano Piaia, Tania Babinski, Sandro Zanco, Silvia Mazzoti, André, Djuí, Alex Sandro, Marcelo Arcego, Fabiano Paim, Clovis Buratti, Paulo Gasperin, que apesar do meu afastamento de nosso convívio rotineiro, neste período de quase três anos, nunca me deixaram só e tenho certeza que sempre torceram pelo meu sucesso.

Aos meus avós, Elda Dal Monte Lumbieri, Adelino Lumbieri, Maria Coleone Pola e Guerino Pola, que lá do Céu me protegem.

“Feliz é aquele que transfere o que sabe e aprende o que ensina”.

(Cora Coralina)

RESUMO

Esta dissertação teve por objetivo verificar a relação entre o nível de evidenciação de informações sobre o capital humano e a percepção de valor das empresas listadas na BM&FBOVESPA. O estudo foi conduzido à luz de duas teorias: agência e custo do proprietário. A teoria de agência pressupõe que a assimetria de informação entre as partes envolvidas numa relação contratual estabeleceria custos de agência. Essa perspectiva aponta a redução da assimetria através da evidenciação de informação como mecanismo de redução dos custos de agência. Em outra perspectiva, a teoria dos custos dos proprietários, ressalta que uma maior evidenciação poderia gerar custos para os proprietários, tais como: perda de mercado, à medida que torna pública as informações de caráter estratégico, possibilitando aos concorrentes reformularem suas estratégias e reconquistarem mercado, bem como os próprios custos de elaboração e divulgação destas informações. Considerando a revisão de literatura empírica realizada, este estudo difere dos demais, pois não foi encontrado nenhum estudo no Brasil referente ao nível de evidenciação do capital humano e sua percepção de valor pelo mercado. Também o presente estudo difere de qualquer pesquisa existente pelo fato de utilizar um novo índice de empresas da BM&FBOVESPA, que foi lançado em 02 de maio de 2011, denominado BRASIL AMPLO, com 153 papéis, com índice de negociabilidade de 99%, compondo o universo desta pesquisa. Desta população, foram selecionadas 21 empresas que disponibilizaram os relatórios anuais em suas páginas eletrônicas, no período de 2004 a 2010. O que resultou no total de 147 relatórios anuais analisados. A construção do nível de evidenciação dos recursos intangíveis de capital humano foi desenvolvida com base no modelo proposto por Macagnan (2005). A técnica de análise utilizada foi a de regressão linear múltipla com dados em painel. O principal resultado rejeita a hipótese de uma relação direta entre o nível de evidenciação voluntária do capital humano e a percepção de valor das empresas. O que confirma os pressupostos da teoria dos custos dos proprietários, em que uma maior evidenciação voluntária de informações representaria custos aos proprietários. Destaca-se, como contribuição para estudos futuros sobre nível de evidenciação de capital humano, a análise da importância deste capital para cada setor. Isso porque a percepção de valor do capital humano pode variar segundo o setor.

Palavras-chave: Evidenciação Voluntária. Percepção de Valor. Capital Humano.

ABSTRACT

This thesis aims to investigate the relationship between the level of disclosure of information on human capital and the value perception of the companies listed on BM&FBOVESPA. The study was conducted under the light of the agency theory, which indicates that in an inefficient market, due to the informational asymmetry and greater disclosure would reduce the agency costs. In another perspective, the theory of the cost of the owners, points out that greater disclosure could generate costs for owners. Costs such as loss of market share, as the strategic information becomes public, allowing competing companies reformulate their strategy and conquer markets. The present study differs from any existing research because it uses a new index of BM&FBOVESPA companies which was released on May 2, 2011, called BRASIL AMPLO, with 153 papers with negotiability index of 99%, apart from the fact of not having found any study in Brazil regarding the level of disclosure of human capital and his perception of the market. The method driven by research is the deductive and to meet the goals proposed in this study must be carried out using descriptive research, this research has a quantitative nature and is classified as a documentary research. The sample consists of 21 companies in the period 2004 to 2010, the annual reports were collected from its websites. The construction of the level of disclosure of intangible resources of human capital was developed based on the model proposed by Macagnan (2005). The analysis techniques used were multiple linear regression with panel data. The main result rejects the hypothesis of a direct relationship between the level of voluntary disclosure of human capital and perceived value of companies. This confirms the assumptions of the theory of costs where owners of greater voluntary disclosure of information would cost to owners. Stands out as a contribution to future studies on level of disclosure of human capital, the analysis of the importance of capital for each sector. This is because the perceived value of human capital may vary according to sector.

Keywords: Voluntary Disclosure. Value Perception. Human Capital.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Etapas do trabalho.....	24
Figura 2 - Capital humano e capital intelectual	42
Figura 3 - Geração do capital intelectual	43
Figura 4 - Categorias de indicadores representativos dos recursos intangíveis .	64

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Trabalhos empíricos revisados	51
Quadro 1 - Trabalhos empíricos revisados	52
Quadro 2 - Trabalhos nacionais revisados sobre capital humano	53
Quadro 3 - Indicadores de desempenho e percepção de mercado	68
Quadro 4 - Variável de controle	68

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Crescimento do PIB nas últimas décadas.....	16
Tabela 2 - Empresas que abriram o capital e que pertencem aos níveis de governança corporativa.....	21
Tabela 3 - Representação das empresas por setor	73
Tabela 4 - Estatística descritiva variável independente – NE Cap. Humano	74
Tabela 5 - Estatística descritiva variável dependente – Q Tobin's	77
Tabela 6 - Estatística descritiva das variáveis dependente e independente.....	79
Tabela 7 - Matriz de correlação das variáveis do modelo	82
Tabela 8 - Resultados da regressão teórica inicial	84
Tabela 9 - Resultados da regressão final	87

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1	46
Equação 2	47
Equação 3	48
Equação 4	48
Equação 5	61

LISTA DE SIGLAS

AT	Ativo Total
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
<i>EVA</i>	<i>Economic Value Added</i>
<i>IAS</i>	<i>International Accounting Standards</i>
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
<i>IFRS</i>	<i>International Financial Reporting Standards</i>
IEVA	Índice de Especulação de Valor Agregado
<i>MVA</i>	<i>Market Value Added</i>
PIB	Produto Interno Bruto
PP	Pontos Percentuais
SICG	Sistemas de Informações Contábeis Gerenciais
<i>WACC</i>	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
VHE	Valor Histórico dos Estoques
VHI	Valor Histórico das Instalações e Equipamentos
VMA	Valor de Mercado do Capital Próprio da Firma
VMD	Valor de Mercado de seu Capital de Terceiros
VRA	Valor de Reposição dos Ativos
VRE	Valor de Reposição dos Estoques
VRI	Valor de Reposição das Instalações e Equipamentos

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	16
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA	17
1.2	OBJETIVOS.....	20
1.2.1	Objetivo Geral	20
1.2.2	Objetivos Específicos	20
1.3	RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA DO ESTUDO	21
1.4	DELIMITAÇÃO DO TEMA	22
1.5	ETAPAS E ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO.....	23
2	REVISÃO DE LITERATURA	26
2.1	SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE.....	26
2.2	ASSIMETRIA INFORMACIONAL	28
2.2.1	Seleção Adversa e Risco Moral	29
2.3	TEORIA DA AGÊNCIA	31
2.4	EVIDENCIAÇÃO DOS RECURSOS INTANGÍVEIS	34
2.5	TEORIA DO CUSTO DO PROPRIETÁRIO	39
2.6	CAPITAL HUMANO E SUA EVIDENCIAÇÃO	41
2.7	INDICADOR DE DESEMPENHO: q DE TOBIN	45
3	REVISÃO DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE EVIDENCIAÇÃO	50
4	PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	56
4.1	MODELO DE REGRESSÃO.....	57
4.2	FONTE E TRATAMENTO DOS DADOS.....	59
4.2.1	Variável Dependente Q de Tobins – Q	59
4.2.2	Variáveis Explicativas	62
4.2.2.1	Variável de Análise – Nível de Evidenciação de Capital Humano 62	
4.2.2.2	Variáveis de Controle Utilizadas.....	65
4.3	POPULAÇÃO/AMOSTRA, FONTES DE EVIDÊNCIAS	69

4.4	LIMITAÇÕES DO MÉTODO	70
5	ANÁLISE DOS RESULTADOS	72
5.1	ANÁLISE DESCRITIVA E CORRELAÇÃO	72
5.2	ANÁLISE DA REGRESSÃO	82
5.3	ANÁLISE DA HIPÓTESE das consequências DO NÍVEL DE evidenciação VOLUNTÁRIA DO CAPITAL HUMANO	88
6	CONSIDERAÇÕES FINAIS	90
	REFERÊNCIAS	93
	ANEXOS	103
	ANEXO A - Composição da Carteira Teórica do Brasil Amplo	104
	ANEXO B - Empresas que Compõem a Amostra	107
	ANEXO C - Indicadores Representativos dos Recursos Intangíveis	108
	ANEXO D - Construção dos Níveis de Evidenciação do Capital Humano por Empresa	109
	ANEXO E - Nível de Evidenciação do Capital Humano das Empresas Analisadas.....	130
	ANEXO F - Indicadores Estimados do Q de Tobins das Empresas da Amostra	133
	ANEXO G - Média de Endividamento do Setor em Índice	136
	ANEXO H - Classificação das Empresas por Setor	137
	ANEXO I - Teste de Verificação da Necessidade de Dados em Painel	138
	ANEXO J - Escolha do Efeito Fixo ou Aleatório	139

1 INTRODUÇÃO

O grande crescimento econômico vivido pelo Brasil, em especial, na última década, com a abertura de novos mercados comerciais, contribuiu para elevar o país à outra realidade econômica. O Brasil passou a ser reconhecido mundialmente sob o aspecto econômico, sendo, em 2011, a sétima economia mundial (WORLD BANK, 2012). Um dos fatores que poderia indicar este crescimento da economia brasileira poderia ser comprovado pelo crescimento do 4PIB (Produto Interno Bruto), conforme os índices apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 - Crescimento do PIB nas últimas décadas

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Varição em volume %	1	-0,5	4,9	5,8	4,2	2,2	3,4	0	0,3	4,3

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Varição em volume %	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4	5,7	5,1	-0,2	7,5

Fonte: IBGE (2011)

O PIB, entre 2006 e 2010, mostra crescimento significativo em relação aos anos anteriores, salvo o ano de 2009, que apresenta decréscimo. O que poderia ser justificado como um reflexo da crise financeira mundial de 2008. A média aritmética simples, considerando a variação do volume de crescimento, na década de 1991 a 2000, do PIB é de 2,56%. Da década de 2001 a 2010, é de 3,61%. O que indica crescimento de 1,05 pontos percentuais na evolução do PIB, na última década, em relação à anterior.

Essa realidade econômica brasileira cria um ambiente empresarial que exige investimentos em modernização, pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e processos contínuos, a fim de atender a demanda existente, o que levaria à ampliação da necessidade de financiamento. Uma das possibilidades de financiamento seria o mercado de capitais. Porém, a procura pelo mercado de capital como fonte de financiamento cria nas organizações uma nova composição de propriedade.

As relações entre acionista controlador e demais acionistas, no contexto de mercado de capitais, são objeto de estudo da presente dissertação. A

introdução desta, por sua vez, está estruturada em cinco partes. Na primeira, encontrar-se-á a contextualização e o problema de pesquisa; na segunda parte, explicar-se-ão os objetivos gerais e específicos do estudo; na terceira parte, apresentar-se-ão as justificativas que demonstram a relevância da pesquisa; na quarta parte, mostrar-se-ão as delimitações do estudo; e, por fim, a análise dos resultados.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO E PROBLEMA DE PESQUISA

A abertura de capital no Brasil, geralmente, motivada pelo seu passivo exigível total elevado, seguida pelo EBITIDA e despesas financeiras também elevadas (KLUMB, 2009), ou pela retirada de sócios ou mesmo uma busca por maior valorização para a empresa, traz algumas mudanças na gestão desta. Nas empresas de capital fechado, os sócios atuam ou estão muito próximos da gestão, diferentemente do que acontece em empresas de capital aberto. Essa composição de propriedade, que amplia o número de proprietários de uma organização, impõe uma nova relação entre os agentes do contrato, o que daria origem à separação entre controle e propriedade.

O estudo de Aldrighi e Mazzer Neto (2005) relata que 85,68% das empresas com capital negociado na bolsa de capitais do Brasil contam com um acionista controlador. Este participa da gestão ou está muito próximo dela, enquanto que os acionistas minoritários não participam do controle da mesma. Desta forma, contribuindo para a separação de uma parte da propriedade e o controle: de um lado, temos a figura do acionista controlador e, de outro, os acionistas minoritários. Diante disto, é possível que o nível de conhecimento das informações de caráter estratégico da empresa seja diferente entre as partes detentoras da propriedade, o que estabelece a problemática da assimetria de informação.

Estudos como de Akerlof (1970) e Stiglitz (2000) apontam para uma assimetria informacional existente entre agente e proprietário. Isso significa que, em uma relação contratual, o nível de conhecimento das informações é diferente entre as partes contratuais e, desta forma, pode comprometer a eficiência do mercado.

Fama (1970) propõe o conceito da eficiência do mercado, em que os preços das ações refletiriam de forma imediata qualquer informação relevante disponível sobre a instituição emissora, evitando, assim, ganhos anormais. Após testes empíricos realizados, Fama (1970) apresenta três formas de eficiência de mercado: eficiência fraca, cujos preços das ações passadas não seriam úteis para obtenção de retornos anormais; eficiência semiforte, cujos preços futuros refletiriam o comportamento passado e as informações publicadas; e eficiência forte, em que nenhum investidor poderia obter retorno anormal, utilizando-se de informações privilegiadas. Existindo a assimetria informacional e as informações sendo utilizadas por uma das partes na obtenção de retornos anormais, parte-se da premissa de que o mercado não é eficiente na sua forma forte. No caso das empresas brasileiras, o nível de informação que o acionista controlador da empresa acumula deveria ser conhecido também pelos demais proprietários do capital, evitando que o mercado não seja eficiente na sua forma forte. O presente estudo caracteriza-se por aceitar que a problemática da assimetria informacional existe no mercado brasileiro, devido aos diferentes níveis de conhecimento das informações entre acionistas controladores e demais proprietários. Problemas estes que podem ser de seleção adversa e de risco moral.

A Seleção Adversa acontece antes da contratação das ações da empresa. O investidor, por não conhecer as diferenças que oportunizariam potencial de ganho ou menor grau de risco de uma empresa em relação à outra, atribuiria o mesmo preço desta empresa em relação às demais, que oferecem ações no mercado de capitais brasileiro (AKERLOF, 1970). Já a problemática do Risco Moral ocorre após a assinatura do contrato, quando uma das partes passa a ter maior informação do que a outra. Isto é, a impossibilidade de averiguar as ações do acionista controlador, depois de estabelecido o contrato. Este por sua vez poderia utilizá-la para interesses particulares em detrimento aos interesses da organização (HEALY; PAPELU, 2001).

Para reduzir a problemática da assimetria informacional e minimizar os problemas decorrentes desta, a evidenciação de informações voluntárias é indicada, segundo a teoria de agência. A decisão de evidenciar essas informações de caráter voluntário é dos acionistas controladores da empresa, ao contrário do que acontece com informações obrigatórias. As empresas são

obrigadas por leis, pareceres ou instruções, a divulgar algumas informações econômicas. Porém, não em toda a amplitude do que se pode definir como intangível, como pesquisas e desenvolvimento, tecnologias e decisões de caráter estratégico, criando problemas de assimetria informacional, entre acionistas e acionistas controladores.

O nível da evidenciação dos recursos intangíveis pode refletir na empresa de diversas formas, como no custo da captação desse recurso próprio, através de uma taxa de risco menor, ao qual o investidor estará disposto a pagar por determinada ação. Outro reflexo pode ser na perspectiva de preço da empresa pelo mercado de ações. Assim, aumentando o nível de evidenciação voluntária dos recursos intangíveis, há expectativa de repercussão na cotação das ações, o que nem sempre poderia ser de forma positiva (YAMAMOTO; MALACRIDA, 2006).

Outra perspectiva da teoria dos custos dos proprietários aponta para os prejuízos causados pela redução da assimetria informacional e a aproximação do mercado com as decisões estratégicas das companhias (VERRECCHIA, 1983; DYE, 1986; WAGENHOFER, 1990; MACAGNAN, 2005). A teoria do custo do proprietário alerta para custos indesejados estabelecidos por maior nível de evidenciação, como os custos de coleta, tratamento, processamento e divulgação dessas informações. Também ao evidenciar o posicionamento estratégico da empresa no mercado, os gestores podem estar fornecendo informações não apenas para seus investidores, mas também para seus concorrentes. Na medida em que os concorrentes têm acesso às estratégias da empresa, eles podem criar alternativas estratégicas para ganhar vantagens competitivas e aumentar a concorrência, criando, assim, o maior dos custos do proprietário: a perda de mercado (MACAGNAN, 2007).

Desta forma, podemos resumir que, enquanto a teoria da agência ressalta os benefícios de uma maior evidenciação, principalmente, no mercado de capitais, a teoria do custo do proprietário destaca que um maior nível de evidenciação, dependendo do risco desta informação, poderia trazer custos às empresas. Destaca-se a divulgação de informações estratégicas, que poderia ocasionar perda de mercado e exposição das informações sobre seus intangíveis, como o capital humano para alguns setores, em que este seria o principal capital.

Para Hernández (2006), no contexto econômico, o capital humano é o motor do desenvolvimento econômico e social. No entanto, apesar da importância deste capital, as características e normas jurídicas, limitam a sua mensuração e registro. Portanto, as informações relativas a este capital estratégico, que não é de divulgação obrigatória, quando expostas de forma voluntária, podem repercutir no valor das empresas de acordo com a percepção de valor que estas informações obtenham do mercado.

Diante do exposto, o presente estudo buscará responder à seguinte questão: Qual a relação entre o nível de evidenciação voluntária de informações sobre o capital humano e o valor das empresas listadas na BM&FBOVESPA?

Esta dissertação se insere neste contexto e, após ter sido definido o problema da pesquisa, nas próximas seções, apresentam-se, além dos objetivos gerais e específicos, a relevância e a justificativa, a delimitação e a estrutura da dissertação.

1.2 OBJETIVOS

Visando responder ao problema de pesquisa, a seguir são apresentados o objetivo geral e os objetivos específicos.

1.2.1 Objetivo Geral

Analisar se o nível de evidenciação de informação voluntária sobre o capital humano está relacionado de forma direta com o preço das empresas listadas no mercado de capitais brasileiro.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Definir o índice de capital humano e o nível de evidenciação das informações voluntárias dos recursos de capital humano de empresas listadas na BM&FBOVESPA;

- b) Correlacionar a evidenciação voluntária dos recursos intangíveis de capital humano e o índice calculado que medira o valor das empresas listadas na BM&FBOVESPA.

1.3 RELEVÂNCIA E JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

A realização deste estudo permitiu a ampliação do conhecimento teórico e empírico sobre o tema. O mercado de capitais é uma forma de financiamento com crescimento considerável, devido à necessidade de alavancagem financeira. Isso pode ser verificado pelo número de empresas que abriram o capital, a partir de 2001 até 2010, apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2 - Empresas que abriram o capital e que pertencem aos níveis de governança corporativa

Nível de GC	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Total
Novo mercado	-	2	-	3	7	22	41	5	6	10	96
Nível 2	1	-	-	1	1	1	7	-	-	1	12
Nível 1	-	1	-	-	-	-	7	-	-	-	8
Total	1	3	0	4	8	23	55	5	6	11	116

Fonte: BM&FBOVESPA (2011)

A bolsa de valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), no início de 2011, registrava o capital de 466 empresas e apenas 376 dessas empresas eram negociadas. O número de empresas que abriram o capital na última década é extremamente significativo, com um total de 116 empresas, o que indicaria o momento de expansão do mercado de capitais brasileiro.

A evidenciação voluntária está sendo estudada no mercado brasileiro, conforme identificado pela revisão de literatura. Entre os estudos levantados encontram-se os de autoria de Alencar (2005) e Rover, Borba e Murcia (2009), que analisaram a relação entre evidenciação e custo de capital. Jordão e Colauto (2009) observaram em sua pesquisa a evidenciação voluntária de ativos intangíveis nos setores de telecomunicação. Já Lima *et al.* (2007) estudaram a relação entre a evidenciação e o custo de capital de terceiros. Por fim,

Yamamoto e Malacrida (2006) pesquisaram a volatilidade das ações negociadas em bolsa com relação a evidenciação.

A presente pesquisa justifica-se na medida em que analisa períodos ainda não estudados, principalmente, porque se dá após as mudanças econômicas ocorridas pela crise financeira mundial de 2008. O presente estudo utiliza, dentro do período da amostra, dados contábeis de 2009 e 2010, onde as demonstrações estão de acordo com as normas internacionais de contabilidade. Difere de qualquer pesquisa existente pelo fato de utilizar um novo índice de empresas da BM&FBOVESPA, denominado BRASIL AMPLO, com 153 papéis com índice de negociabilidade de 99%. Porém, sua principal diferença se encontra na categoria de informações analisadas, com base na categoria de evidenciação de informações sobre recursos intangíveis de capital humano, construído por Macagnan (2005).

O estudo torna-se relevante para o desenvolvimento de políticas de evidenciação voluntária de capital humano pelos órgãos reguladores ou gestores das organizações com propósitos específicos e, dentre eles, para os investidores que poderão considerar estas informações, como um fator que influencie na aquisição de ações desta companhia. Outro fator a ser observado é que, apesar das alterações nas normas de contabilidade, com uma escrituração que procura aproximar o valor contábil da empresa com o preço de mercado, ainda existem diferenças. E um dos fatores que poderia contribuir para isso seria o não reconhecimento do valor do capital humano por parte do mercado, comportamento influenciado pelo nível de informação que o mercado tenha deste capital.

1.4 DELIMITAÇÃO DO TEMA

A pesquisa está limitada às empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), divulgadas pelo índice BRASIL AMPLO. Logo, as empresas do mercado de capital brasileiro que não compoñham este índice não serão observadas na presente pesquisa. Os períodos que foram analisados serão os anos de 2004 a 2010, descartando empresas financeiras em função da

peculiaridade do setor, principalmente, dos indicadores financeiros de desempenho, que poderiam possibilitar a distorção dos resultados.

Não serão objetos de estudo empresas financeiras pelo fato de as mesmas possuírem particularidades que demandariam uma análise diferenciada, que devido ao prazo de realização da pesquisa, torna-se inviável. Não será objeto de análise a evidenciação de informações publicadas em outras mídias que não *web site*. Também não serão objetos de análise relatórios obrigatórios como o relatório anual de administração, relatórios contábeis e demais exigidos pelos órgãos reguladores, ou seja, não serão observados nesta pesquisa. Não se torna igualmente objeto desta pesquisa analisar a qualidade das informações voluntárias divulgadas.

Desta forma, a pesquisa analisará exclusivamente as informações voluntárias de capital humano, não sendo foco do estudo informações voluntárias sobre os recursos intangíveis de capital estrutural ou relacional.

O presente estudo faz parte da pesquisa sobre evidenciação das informações de organizações públicas e privadas, coordenada pela Profa. Dra. Clea Beatriz Macagnan, que integra a linha de pesquisa de “Finanças Corporativas”, do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos.

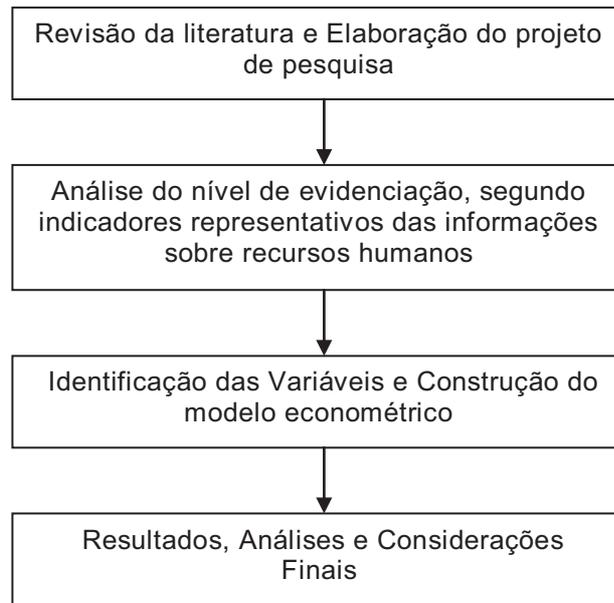
1.5 ETAPAS E ESTRUTURA DA DISSERTAÇÃO

Para uma melhor compreensão das atividades desenvolvidas, a seguir, apresentam-se quatro etapas realizadas que compõem o desenvolvimento deste estudo, a saber:

A primeira etapa compreendeu a estrutura da pesquisa com revisão da literatura sobre a teoria de agência e a teoria do custo do proprietário e sobre evidenciação de informações. Na segunda etapa, o levantamento das evidências, através da análise dos relatórios anuais obtidos nas páginas dos *web sites* das empresas que compõem a amostra, assim como a obtenção de informações que compõem as variáveis de controle e variável dependente. A terceira etapa foi a definição do modelo econométrico para as regressões estatísticas.

Na quarta etapa, com as regressões econométricas efetuadas, foram analisados os resultados e realizada a constatação das hipóteses, conforme pressupostos da teoria de agência e teoria do custo do proprietário. Etapas conforme Figura 1.

Figura 1 - Etapas do trabalho



Fonte: Elaborado pelo autor

A dissertação está estruturada em seis capítulos. Após esta introdução, apresentar-se-á o capítulo 2, com a revisão de literatura que é constituída pelos seguintes pontos: Separação entre propriedade e controle acionário; Assimetria Informacional; Teoria de Agência; *Disclosure* e Recursos Intangíveis; Teoria do Custo do Proprietário; Capital Humano; e Indicador de Desempenho Q de Tobins. No terceiro capítulo, será feita a revisão de literatura empírica sobre evidenciação voluntária, além dos estudos feitos no Brasil sobre capital humano, seguido das formulações das hipóteses com base nas teorias apresentadas.

O capítulo 4 é constituído pela metodologia de pesquisa, com destaque ao modelo das categorias de evidenciação de informação, construído por Macagnan (2005) e aplicado para identificar o nível de evidenciação voluntária do capital humano. Também contemplará este capítulo a definição da população e a amostra, a coleta, o tratamento e a análise dos dados, com a explicitação das limitações do método de pesquisa adotado.

Na sequência, o capítulo 5 apresenta os resultados da pesquisa, bem como as análises estatísticas, visando responder ao problema de pesquisa, orientado pelos objetivos gerais e específicos. Por fim, no capítulo 6, a conclusão e as recomendações para estudos futuros, seguidas das referências utilizadas, bem como dos anexos e apêndices.

2 REVISÃO DE LITERATURA

Para a presente pesquisa, a revisão de literatura abordará: Separação entre propriedade e controle acionário; Assimetria Informacional; Teoria de Agência; *Disclosure* e Recursos Intangíveis; Teoria do Custo do Proprietário; Capital Humano; e Indicador de Desempenho Q de Tobins.

2.1 SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE

A separação entre propriedade e controle ocorre pela dispersão das riquezas em ações, o que levaria a um número cada vez maior de acionistas detentores de uma parte cada vez menor da propriedade. Dessa forma, o controle da companhia estaria mais nas mãos dos gestores do que propriamente com o dono do capital. A divisão entre propriedade e controle geralmente se dá entre agente e principal (BERLE; MEANS, 1932).

A gestão de uma sociedade anônima é exercida pelo seu conselho de diretores. Neste caso, o controle estaria nas mãos de quem tem o poder efetivo de escolher esse conselho. Considerando o contexto brasileiro, a separação entre propriedade e controle se configura pela existência de um acionista majoritário controlador, que detém a propriedade e também o controle, e os acionistas minoritários, com pouca ou nenhuma influência nas decisões da empresa (ALDRIGHI; MAZZER NETO, 2005).

Existe o conflito entre acionistas controladores e minoritários nas empresas brasileiras que pode ser encontrado, na existência de diferentes interesses nas políticas de dividendos, na medida em que os acionistas controladores têm interesse em reter os lucros e os minoritários em receber os dividendos (PROCIANOY; SNIDER, 1995; PROCIANOY, 1996). Entre as desvantagens na estrutura de propriedade com a figura de um acionista controlador, Okimura, Silveira e Rocha (2007) ressaltam a expropriação do fluxo de caixa, através de pagamento de salários excessivos a si próprio, autoneomeação em cargos executivos privilegiados, utilização de ativos da empresa como garantias de transações pessoais. Estes atos não estariam aliados com os interesses dos demais acionistas, entretanto, podem existir

benefícios para a empresa onde exista um acionista controlador. Acionistas com grande concentração de propriedade poderiam ser incentivados a arcar com os custos de monitoramentos que proporcionassem maiores ganhos do que os custos associados (ADMATI; PFLEIDERER; ZECHNER, 1994). Outro benefício que pode vir da existência de um acionista controlador está em minimizar os conflitos de agência em países com baixa proteção legal e institucional dos investidores (LA PORTA; LOPEZ-DE-SILANES; SHLEIFER, 1999).

A forma de controle que é a mais praticada no mercado brasileiro, com um acionista controlador, compõe uma das cinco formas principais de controle apresentada por Berle e Means (1932) que são: controle através da propriedade quase total, controle majoritário, controle através de um dispositivo legal sem propriedade majoritária, controle minoritário e controle administrativo. A propriedade da maioria das ações, em uma estrutura empresarial simples, garante ao detentor desta, virtualmente, todos os poderes legais de controle, como se esse fosse o único proprietário. Este é o primeiro passo para a separação entre propriedade e controle (BERLE; MEANS, 1932).

Também pode existir um acionista controlador estrangeiro e empresas controladas por corporações estrangeiras que, geralmente, apresentam vantagens tecnológicas, de fluxo de caixa, garantias comerciais e bancárias. O governo também pode ser um acionista controlador da empresa, neste contexto, observa-se uma gestão menos eficiente, com controles, muitas vezes, políticos e com objetivos pouco claros e definidos (OKIMURA; SILVEIRA; ROCHA, 2007).

As discussões entre a separação da propriedade e do controle, em um contexto brasileiro, giram entorno dos diferentes objetivos que podem existir entre o acionista controlador e os demais acionistas. É possível que os objetivos dos gestores não sejam os mesmos vislumbrados pelos investidores e essa assimetria de informações gera conflitos. Observamos que em uma companhia há diferentes níveis de conhecimento das informações entre as partes, principalmente, informações de caráter estratégico. Diferente nível de acesso a estas informações caracteriza a problemática da assimetria informacional, podendo causar alguns problemas para a própria companhia, conforme se verá na próxima seção.

2.2 ASSIMETRIA INFORMACIONAL

O nível de conhecimento das informações, em especial as estratégicas, é diferente entre o diretor executivo e os investidores, visto que estes últimos não têm total conhecimento das decisões tomadas na empresa, contribuindo para o surgimento de problemas de assimetria informacional. Para que o mercado seja eficiente, a informação é fundamental. Quando a informação é incompleta ou imperfeita entre o diretor executivo e os investidores, podem ocorrer benefícios por uma das partes envolvidas na transação, ou seja, quando uma das partes detém informações melhores ou mais privilegiadas do que a outra pode-se utilizar as mesmas para benefício próprio em detrimento dos interesses da companhia, contribuindo para a ineficiência do mercado na sua forma forte (FAMA, 1970; MACAGNAN, 2007).

Na mesma linha de pesquisa, em seu estudo, Stiglitz (2000), ao revisar a contribuição da economia de informação no século XX, apresenta a existência de assimetria informacional no mercado, além de que, segundo ele, a obtenção de informação geraria custos e esta assimetria informacional teria efeito sobre as ações das empresas.

Em geral, os gestores das empresas possuem mais informações sobre os projetos da mesma, seus riscos e sua valorização, em relação ao investidor externo (CHEROBIM, 2008). O problema da assimetria informacional ocorre porque os usuários internos tendem a ter um maior acesso à informação em relação aos investidores externos. Evidências empíricas demonstram que a assimetria informacional poderia ter consequências indesejadas, dentre elas, aumento no custo de capital. Botosan (1997), Macagnan (2007) e Albanez e Valle (2009) afirmam que, quando investidores possuem menos informação sobre o valor da empresa do que os *insiders*, os preços das ações podem ser subavaliados pelo mercado.

Os compradores de ações, por não terem total conhecimento das operações dos gestores das empresas que ofertam essas ações, tendem a diminuir o preço da oferta, como mecanismo de proteção, e por consequência elevar o custo de capital próprio (ALENCAR, 2005). As informações evidenciadas sobre o desempenho econômico e financeiro por parte das empresas são a base para analistas de investimentos decidirem pela aquisição

das ações dessas empresas. Esses números são tirados das demonstrações contábeis, mas, apenas essas informações podem não apresentar o real potencial da companhia (ANTUNES; LEITE, 2008).

Um maior nível de evidenciação tende a aproximar as partes de um contrato, reduzindo a assimetria e alguns custos como os de agência, ou criando outros, como descritos pela teoria do custo do proprietário. Ross, Waterfield e Jeff (2008) citam como medidas para redução da assimetria informacional os contratos que limitam as ações dos administradores aos interesses dos acionistas, além de incentivos para que os gestores hajam de acordo com os interesses destes.

A demanda pela evidenciação é criada pela assimetria informacional e o valor adicionado é criado por uma maior evidenciação das empresas e poderá ter um reflexo positivo para a mesma (VERRECCHIA, 1983). Assim, entende-se que um mercado eficiente existe quando as informações não são assimétricas, permitindo que os investidores tenham acesso a todas as informações necessárias para a tomada de decisão. Uma melhor evidenciação das informações contribui, dessa forma, para a correta precificação dos ativos, já em caso contrário, os ativos podem estar sujeitos a precificações equivocadas ou a uma maior demora nos ajustes desses preços. Akerlof (1970) foi quem primeiro analisou as implicações da assimetria informacional e pode identificar dois tipos de problemas decorrentes desta: Seleção adversa e Risco Moral.

2.2.1 Seleção Adversa e Risco Moral

Assimetria informacional oportuniza o surgimento de outro problema, o risco da seleção adversa, uma vez que todas as ações parecem ter o mesmo risco ou o mesmo potencial de ganho, perante os olhos dos investidores.

O trabalho de Akerlof (1970), na pretensão de explicar o problema da seleção adversa decorrente da assimetria informacional, apresenta o exemplo do mercado de carros usados, onde carros bons e ruins seriam avaliados pelo preço médio de mercado desses veículos. Como o comprador dos veículos não teria a informação do estado particular de cada veículo, tenderia a utilizar um preço

médio, levando em conta as informações conhecidas, como ano, modelo, potência, isto é, preços tabelados.

Não reduzindo a assimetria informacional, por não achar pertinente evidenciar o real estado de cada veículo, conforme explica Akerlof (1970), os vendedores de carros bons não receberiam o preço justo por seus veículos e tenderiam a retirar-se do mercado, ao passo que os vendedores de carros ruins estariam satisfeitos e permaneceriam, pois, na média com carros bons, os seus seriam super avaliados, comprometendo a eficiência do mercado na sua forma semi forte (FAMA, 1970).

Os problemas de seleção adversa vêm antes das assinaturas dos contratos, ou antes, da aquisição das ações. Essa teoria pode ser aplicada ao mercado de ações. Macagnan (2007) destaca que pelo fato dos investidores não saberem, ou não terem, um maior nível de informações sobre os recursos e capacidades de lucros das empresas, estas não evidenciam um potencial retorno acima da média das empresas listadas em bolsa e poderiam sofrer as consequências dos problemas de seleção adversa. Maia (2004) pesquisou o problema de seleção adversa no sistema de saúde brasileiro, analisada em quatro momentos distintos: probabilidade de ter plano de saúde, de ter plano público, privado ou voluntário, dado que possui plano de saúde. Os principais resultados indicam que atributos de risco observáveis como sexo e idade são importantes tanto na decisão de adquirir plano de saúde, quanto na categoria de plano.

Ao contrário do risco de seleção adversa, o risco moral surge após a assinatura de contrato ou após a relação econômica ter-se iniciado, também em consequência da assimetria informacional. Após a assinatura do contrato, não é mais possível observar o empenho das partes envolvidas e o nível de informação não é mais o mesmo. O risco moral sobre uma perspectiva econômica advém da impossibilidade de averiguar as ações dos agentes, depois de estabelecidos os contratos, ficando o investidor à mercê do comportamento moral do controlador, assim, o risco moral tem haver com os valores morais dos agentes envolvidos (MACAGNAN, 2007).

Risco moral também pode se referir ao comportamento oportunista posterior à elaboração do contrato, podendo decorrer também de um comportamento imprevisto ao longo da execução do contrato (HEALY; PAPELU,

2001). Maia (2004) investigou o risco moral no sistema de saúde brasileiro, com base nos planos de saúde, e constatou que há presença, em números de consultas médicas e no número de dias de internação, do problema de risco moral.

A informação assimétrica não é relativa a características desconhecidas dos agentes, mas a um comportamento oportunista, escondido e não conhecido pela outra parte do contrato, no momento de sua elaboração (PINTO JUNIOR; PIRES, 2000, p. 6). No contexto do mercado de capitais, para Macagnan (2007), é a possibilidade de a gestão da empresa perseguir objetivos pessoais em detrimento dos interesses dos acionistas externos, uma vez que os mesmos não teriam mais acesso às informações referentes ao desempenho dos gestores.

2.3 TEORIA DA AGÊNCIA

A Teoria da Agência foi formalizada por Jensen e Meckling (1976), em sua pesquisa os autores buscaram desenvolver uma teoria sobre a estrutura de propriedade nas empresas. Para tanto, essa nova teoria baseou-se em outras três teorias que são: teoria do direito de propriedade e teoria da agência e finanças. Após esse estudo, a Teoria da Agência passa a ter uma importante contribuição para todos que buscam entender as relações entre os acionistas e os gestores das empresas norte-americanas, pois essa teoria declara que existe um “contrato em que uma ou mais pessoas (principal) contratam outra pessoa (agente) para executar algum serviço em seu nome que envolva a delegação de alguma autoridade para tomada de decisão do agente” (tradução livre)¹ (JENSEN; MECKLIN, 1976, p. 309).

Em função dessa relação entre o agente e o principal, verificou-se que podem surgir alguns problemas dentro das organizações e esses se tornam prejudiciais para os interesses da perpetuidade da empresa, bem como para os investidores. Os problemas de agência devem ser analisados pelas empresas, levando em consideração a situação em que se encontra a sua estrutura de propriedade, pois estudos como o de Silveira (2002) demonstram que, além da

¹ “As a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent”.

relação entre os gestores e acionistas, encontrada tradicionalmente no mercado de capitais norte-americano, há ainda a relação entre os acionistas controladores e os minoritários, que é o que representa melhor a realidade do mercado de capitais brasileiro. Porém, para que se possa compreender melhor o problema de agência que é a base para a teoria da agência, torna-se necessário conhecer os preceitos iniciais para o seu desenvolvimento. Assim, é estudada, primeiramente, a visão do problema de agência entre o gestor e os acionistas, e posteriormente a relação entre os acionistas controladores e minoritários.

Dalmácio e Nossa (2003, p. 4) entendem que

toda relação de agência pode sugerir, a princípio, uma busca de eficiência, pois o principal, por não dispor de experiência, tempo, competência, capacitação, confere ao agente a tarefa de gerenciamento de recursos e execução de atividades.

Nessa perspectiva, entende-se que a teoria da Agência declara que tanto o agente (gestor) quanto o principal (acionista) buscam a maximização dos ganhos pessoais, porém, em função de o gestor possuir uma quantidade de informações maior do que os acionistas, entende-se que o agente pode agir muitas vezes de uma forma que considere primeiramente os seus interesses em detrimento aos interesses do principal (JENSEN; MECKLING, 1976).

Com isso, pode-se considerar que a relação contratual pode muitas vezes não estar sendo cumprida, uma vez que quando é firmado o contrato entre o agente e o principal, estabelece-se que a função do agente é gerar a maximização dos ganhos do principal, zelando pela perpetuidade da empresa, em troca de uma remuneração mensal. Porém, se o agente passar a agir pensando primeiramente nos seus ganhos e utilizando informações privilegiadas, pode-se entender que, nesse caso, existe o problema de agência.

Para que esses problemas sejam minimizados, o principal busca a adoção de medidas que visem à redução desses conflitos e essas são denominadas custos de agência. Os custos de agência, segundo Jensen e Meckling (1976), são representados pela soma dos:

1. Custos de criação e estruturação de contratos entre o agente e o principal;
2. Gastos de monitoramento das atividades dos gestores pelo principal;

3. Gastos promovidos pelo próprio agente para mostrar ao principal que seus atos não serão prejudiciais aos mesmos;
4. Perdas residuais, decorrentes da diminuição da riqueza do principal por eventuais divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal.

Com base nesses quatro itens, verifica-se que os custos de agência são muitas vezes inerentes à relação entre o agente e o principal e que esses ocorrem mesmo quando o agente passa a ser o acionista controlador e o principal o acionista minoritário.

Aldrighi e Mazzer Neto (2005) apresentaram a composição das empresas que negociavam suas ações no mercado de capitais brasileiro e constataram que 85,68% das empresas possuem um acionista controlador, o que demonstra que a estrutura de propriedade das empresas brasileiras é diferente da estrutura de propriedade das empresas norte-americanas. Conseqüentemente, essa informação elucida que o problema de agência no Brasil deve ser estudado de forma diferenciada, sendo geralmente encontrado quando se verificam:

Expropriações por parte dos controladores, por meio de fechamentos de capital, *tunneling*², acordos desvantajosos com as chamadas partes relacionadas ou outras decisões pautadas em defesa de interesses dos majoritários (DIAS JÚNIOR; MATAZO; SILVEIRA, 2006, p. 2).

Desse modo, é importante destacar que os problemas de agência devem ser analisados sempre considerando a estrutura de propriedade apresentada pelas empresas para que assim se possa entendê-los e, conseqüentemente, buscar formas para minimizá-los.

A teoria ressalta algumas vantagens pretendidas pelas empresas ao aumentarem o seu nível de *disclosure*. Yamamoto e Malacrida (2006) entendem que um maior nível de evidenciação por parte das empresas tem uma repercussão positiva no mercado de valores mobiliários, contribuindo para uma melhor avaliação financeira da empresa, melhor retorno, menor custo de captação e menor flutuação de seus preços. No momento em que as empresas disponibilizam um grande número de informações pertinentes e voluntárias para o seu investidor, esses tendem a ficar mais confiantes e seguros, reduzindo os problemas de agência causados pela assimetria informacional. A informação

² Transferência de recursos (venda ativos, preços de transferências) e resultados entre empresas.

para Macagnan (2007) seria um dos fatores mais importantes para a eficiência do mercado.

Estudos como de Healy e Palepu (2001), Francis, Nanda e Olsson (2008) e Lima (2009) apontam para benefícios advindos da redução da assimetria informacional, em sua grande maioria embasada pela teoria da Agência, abordada em diversas literaturas. Para que os agentes envolvidos tenham conhecimento das atividades e posicionamento adotados pela gestão, uma série de relatórios e outros mecanismos de controles devem ser criados aproximando gestores e investidores e reduzindo, inclusive, custo de capital. O custo de agência, de acordo com a teoria da agência, pode ser evitado com uma maior evidenciação voluntária, confirmando que um maior número de informações aos acionistas, reduziria a necessidade de criar meios de monitoramento e controle do posicionamento que são adotados pela gestão.

2.4 EVIDENCIAÇÃO DOS RECURSOS INTANGÍVEIS

A evidenciação de informações apresenta sua relevância para o mercado de capitais, uma vez que pode influenciar o comportamento tanto dos usuários quanto dos fornecedores dessas informações. Aos usuários poderia afetar a percepção dos agentes econômicos em relação aos riscos que a companhia oferece, e, para a companhia, pelos custos do seu fornecimento (ALVES; LIMA, 2010). O Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC (2008) destaca os principais usuários da informação contábil e, dentre eles, está o mercado de capitais, representado pelos investidores. Estes utilizam as informações para verificar se compram, mantêm ou vendem as ações das empresas nas quais investem. Adicionalmente, buscam avaliar a capacidade de pagamento de dividendos dessas empresas.

Diante do exposto, para o presente estudo, entende-se que evidenciação, divulgação e *disclosure* são sinônimos e também, de acordo com Schultz, Marques e Hofer (2010), as informações contábeis ou *disclosure* podem ser tanto quantitativas quanto qualitativas, podendo influenciar a tomada de decisões e os atos administrativos da empresa, divulgados junto às demonstrações financeiras. A evidenciação das informações contábeis é

normatizada por um conjunto de leis, normas, instruções e orientações que buscam propiciar um nível de *disclosure* adequado aos usuários externos. Dessa forma, um maior nível de evidenciação compulsória tem o objetivo de proteger interesses dos acionistas e dar estabilidade e transparência ao mercado de capitais como um todo (SCHULTZ; MARQUES; HOFER, 2010). Esta evidenciação pode ser tanto obrigatória quanto voluntária.

A evidenciação obrigatória é realizada por meio das demonstrações contábeis devidamente regulamentadas pela Lei 6.404/76 consolidada e ainda pelos órgãos que têm a responsabilidade de regulamentar e fiscalizar o mercado de capitais no Brasil, que é representado pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Consideram-se, para fins de *disclosure* obrigatório, as seguintes demonstrações: Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração de Lucros ou Prejuízos Acumulados, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstração dos Fluxos de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado, Notas Explicativas e Relatório da Administração. Cada uma dessas demonstrações possui uma finalidade específica e o conjunto delas busca apresentar informações que permitam conhecer a composição e a mutação patrimonial da empresa em determinado período.

Uma maior capacidade de evidenciação é encontrada nas Notas Explicativas e no Relatório da Administração, visto que, nesses documentos, o gestor tem uma maior liberdade na disponibilização de informações, uma vez que não há uma padronização na forma de apresentação, o que possibilita uma melhora e, em muitos casos, uma simplificação da forma de comunicação com os usuários da informação contábil. É importante considerar que esses dois documentos são obrigatórios e que há questões em que a legislação e as regulamentações exigem estar contempladas (UMPIERRE, 2010).

Além das informações evidenciadas obrigatoriamente, tem-se observado que as empresas de capital aberto também vêm divulgando outras informações de forma voluntária, segundo Schultz, Marques e Hofer (2010). Geralmente, a evidenciação voluntária abrange informações financeiras, estratégicas, ambientais, sociais, dentre outras naturezas. Essas informações apresentadas de forma espontânea, segundo Rover, Borba e Murcia (2009), podem reduzir a assimetria de informações, visto que a quantidade e a qualidade dessas

informações permitem que os usuários tenham informações diferenciadas das que são apresentadas nas demonstrações contábeis. Porém, os autores destacam que a assimetria tende a diminuir, mas não necessariamente a deixar de existir. Dedman *et al.* (2008) defendem que os benefícios apresentados em função da evidenciação voluntária vem gerando um aumento na quantidade de publicação, quando analisado, comparativamente, com a obrigatória, já que a voluntária é realizada de uma forma diferenciada, o que pode auxiliar os usuários na tomada de decisão.

Porém, é importante considerar que, por trás de uma divulgação voluntária, sempre existe um interesse por parte da empresa e é, nesse sentido, que Dye (2001) declara que a *Theory of voluntary disclosures* é a base para a divulgação. Essa teoria tem como pressuposto que uma empresa só irá fazer uma divulgação de uma informação de forma voluntária se esta for favorável. Se a informação não for considerada como favorável muito, provavelmente, não será divulgada.

Assim, a verificação da divulgação de uma informação favorável ou não para a empresa deve ser analisada com atenção, tanto por parte dos usuários da informação, como pelos responsáveis pela elaboração dessas informações, visto que os usuários que utilizam apenas os relatórios que contêm informações de caráter voluntário, para tomar decisões, podem, muitas vezes, fazer a escolha por alternativas equivocadas (UMPIERRE, 2010). Quando a tomada de decisão for feita de forma conjunta, utilizando tanto os relatórios que contêm as informações voluntárias quanto às demonstrações contábeis, esse erro pode ser minimizado. Já para os responsáveis pela elaboração dessas informações, a preocupação deve estar centrada na forma de como estes podem divulgar essas informações sem prejudicar a imagem da empresa.

Dentre os estudos conhecidos sobre o *disclosure* voluntário, pode-se citar: Macagnan (2009), sobre a evidenciação voluntária de ativos intangíveis; Francis, Nanda e Olsson (2008), associando a qualidade da divulgação voluntária, lucro e custo de capital; De Lima *et al.* (2007) sobre influência do *disclosure* voluntário no custo de capital de terceiros; Jordão e Colauto (2009), evidenciação voluntária de ativos intangíveis nos setores de telecomunicação; enquanto Murcia e Santos (2009) relata as práticas de *disclosure* voluntário nas 100 maiores empresas na BM&FBOVESPA.

O patrimônio de uma empresa é composto pelo conjunto de seus bens, direitos e obrigações. Os bens de uma empresa são classificados contabilmente por: Tangíveis, possuem forma física; Intangíveis, que não possuem forma física, isto é, não são palpáveis. O CPC nº 4 conceitua o ativo intangível por um ativo não monetário identificável sem substância física (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC, 2008, p. 7). Para Antunes e Leite (2008), de fato, a contabilidade financeira está atrelada a normas contábeis vigentes, bem como aos princípios fundamentais da contabilidade que balizam a sua aplicação. Assim, realmente, o ativo intangível em uma empresa pode ser identificável ou não, *goodwill* é um exemplo que não é identificado nas empresas e, dessa forma, é tratado como um valor residual no momento de avaliação e venda desta.

O capital humano surge como um dos principais ativos intangíveis, juntamente com a tecnologia disponível, trazendo impacto para o desempenho e para a continuidade da empresa. Uma vez que produzem benefícios intangíveis, o capital humano é geralmente denominado de capital intelectual. Dessa forma, o conjunto do elemento humano, detentor do recurso do conhecimento, mais o conhecimento gerado pela aplicação desse recurso, constituem o capital intelectual (ANTUNES; LEITE, 2008).

Nesta pesquisa, o termo recurso intangível, que trata do capital humano, será utilizado, pois se entende que esse termo é mais abrangente, em relação ao ativo intangível, frequentemente, empregado na contabilidade, com a inclusão de um grupo no rol de contas dos ativos, através do CPC 04 com base na lei 11.638/07 (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC, 2008). No entanto, Antunes e Leite (2008) identificam que, independentemente da nomenclatura adotada, o que se observa hoje é que o poder econômico e produtivo está cada vez mais dependente do valor econômico produzido pelos intangíveis. Isso pode ser facilmente observado nas divergências que existem entre valor de mercado e valor patrimonial contábil das empresas.

Um dos grandes diferenciais competitivos das empresas e que as tornam únicas em um universo empresarial são seus recursos intangíveis (BARNEY, 1991). Os recursos intangíveis, segundo Macagnan (2008), podem ser construídos em processos internos, através de investimentos em pesquisas e desenvolvimento, mas também podem ser adquiridos de terceiros. Para Barney

(1991), a sobrevivência de uma empresa depende e muito dos seus recursos econômicos configurados por: ativos, capacidades de processos, informação, conhecimento, entre outros recursos econômicos.

As estratégias das empresas passam pela análise dos recursos disponíveis, e, principalmente, pela otimização dos mesmos, gerando, inclusive, valor para a empresa. A Teoria dos Recursos e Capacidades reconhece que a empresa é constituída por um conjunto de recursos e que esses recursos fundamentam a estratégia da empresa (ANDREWS, 1971).

A eficiência das empresas depende da forma como utilizarão seus recursos, principalmente, em relação aos seus concorrentes. Wernerfelt (1984) confirma isso e destaca que esses recursos se configurariam como fonte de capacidades da empresa em competir. O fato de que os recursos intangíveis são de difícil mensuração não pode ser fator para deixar de ser reconhecido como recurso da empresa e, como recurso, é de natureza econômica (MACAGNAN, 2008). Os recursos intangíveis propostos por Brooking (1996) são: (a) ativos de mercados, (b) ativos humanos, (c) ativos de propriedade intelectual, (d) ativos de infraestrutura.

Os benefícios proporcionados pelos indivíduos às organizações, seja por meio de sua criatividade, conhecimento, *expertise* ou pela habilidade em resolver problemas, são definidos como ativos de caráter humano (BROOKING, 1996). Isso contribui para dar o valor de uma organização, juntamente com os recursos de ordem tangível. No estudo de Macagnan (2008), a autora constata que há um consenso nas fórmulas apresentadas sobre os recursos intangíveis, no qual eles podem explicar o valor de mercado das empresas. Assim, o valor de mercado da empresa depende dos recursos tangíveis e financeiros, mas também da inovação e de outros de natureza intangível.

Nesse sentido, pesquisas apresentam a percepção de valor do mercado sobre uma maior ou menor evidenciação desses recursos de ordem intangível. Colaborando com a teoria de agência, que destaca os benefícios de uma maior evidenciação, encontram-se a redução da volatilidade dos preços das ações, a menor diferença entre o valor de compra e venda de ações (LEV, 2004) e os demais custos de agência.

No entanto, uma maior evidenciação de recursos intangíveis pode tornar públicas informações de caráter estratégico, e, dessa forma, gerar uma perda

mercadológica. Nesse sentido, Lev (2004) defende que o fornecimento de informações privadas da empresa é uma desvantagem da evidenciação voluntária de recursos intangíveis, pois favorece a concorrência. Nesse sentido, contribui para os conceitos e definições da teoria dos custos dos proprietários.

2.5 TEORIA DO CUSTO DO PROPRIETÁRIO

Diferentemente da teoria de agência, a teoria do custo do proprietário alerta para os possíveis prejuízos ou para os custos advindos de um maior *disclosure* ou evidenciação voluntária. A teoria do custo do proprietário (MACAGNAN, 2007) destaca que quanto maior o nível de evidenciação das empresas maiores serão os custos advindos desta, assim, evidenciar informações também gera custos para as empresas.

Ao entender que a informação é importante para o mercado e que a sua divulgação pode trazer algum benefício para a empresa, no mercado de capitais, a direção pode tomar a decisão de tornar uma informação pública ou não. Porém, segundo Verrecchia (1983), essa decisão de evidenciar pode criar alguns custos, como: Custos de levantamento, criação e divulgação; Ajustes do valor da ação e Desvantagens competitivas (VERRECCHIA, 1983; ELLIOTT; JACOBSON, 1994; WAGENHOFER, 1990).

Os custos para levantamento, criação e divulgação das informações são advindos da necessidade de se processar e identificar os mesmos, além de auditá-los, estruturá-los e os expor. Quanto maior a quantidade e qualidade da informação desejada, maiores serão os custos envolvidos (ELLIOTT; JACOBSON, 1994). Composto esse custo, encontram-se, inclusive, os gastos envolvidos no processamento das informações para que a direção decida por evidenciar ou não (MACAGNAN, 2007).

Outro custo que pode ser gerado pela decisão da direção em aumentar o nível de evidenciação é o relacionado ao ajuste que as ações podem sofrer pelo mercado financeiro. Uma vez que o mercado não receba com satisfação a informação divulgada ou não veja com bons olhos os resultados ou direcionamento tomado pela empresa, o mercado pode rever seu interesse por essa empresa e o preço da ação pode sofrer prejuízo (CAMFFERMAN, 1997).

Esse custo está relacionado diretamente com a reação dos acionistas diante da informação evidenciada, uma vez que a interpretação das informações será do investidor e estes direcionarão os seus investimentos, podendo optar por uma determinada ação e, assim, contribuir para que estas se regulem com o mercado.

O último custo que pode ser criado por uma maior evidenciação acontece quando a direção toma a decisão de evidenciar informações de caráter estratégico. Nesse momento, ela pode estar gerando um dos maiores custos possíveis, ao criar alguma desvantagem competitiva. Dentro dos usuários externos da informação, encontram-se os concorrentes, logo, divulgando informações de caráter mercadológico, pode fornecer aos concorrentes as posições e a relação da empresa com o mercado, acarretando em perdas comerciais (WAGENHOFER, 1990). Essas perdas podem ocorrer por uma reorganização dos concorrentes, com intuito de buscar alternativas mercadológicas, visto que competem no mesmo mercado. Isso cria para a empresa com maior evidenciação de informações estratégicas uma perda de competitividade (DARROUGH; STOUGHTON, 1990), ao tornar pública algumas estratégias ou diferenciais competitivos (VERRECCHIA, 1983; DYE, 1986).

As divulgações dos recursos de capital humano também podem trazer custos para a organização, uma vez que, existindo o investimento na formação deste capital e este sendo um diferencial competitivo, a sua perda ou a sua exposição ao mercado e, conseqüentemente à concorrência, podem causar custos, como a perda de competitividade a *turnover* elevado. Na verdade, se não existissem custos de evidenciação, não haveria motivos para que as empresas não divulgassem suas informações de forma voluntária, evitando problemas de seleção adversa e risco moral e reduzindo a assimetria informacional (MACAGNAN, 2007). O simples fato da indecisão da direção da empresa sobre o que divulgar, além das informações obrigatórias, já evidencia que existem custos que podem estar associados à divulgação.

Nesse sentido, a teoria dos custos dos proprietários alerta para que não apenas os benefícios advindos de uma maior evidenciação sejam levados em conta, no momento da divulgação da informação, mas também os custos ocasionados por essa evidenciação. Deve-se então acompanhar tanto os benefícios de uma maior evidenciação quanto os custos que a mesma possa

gerar e interromper a evidenciação voluntária, quando os custos ultrapassarem os benefícios (PRENCIPE, 2004).

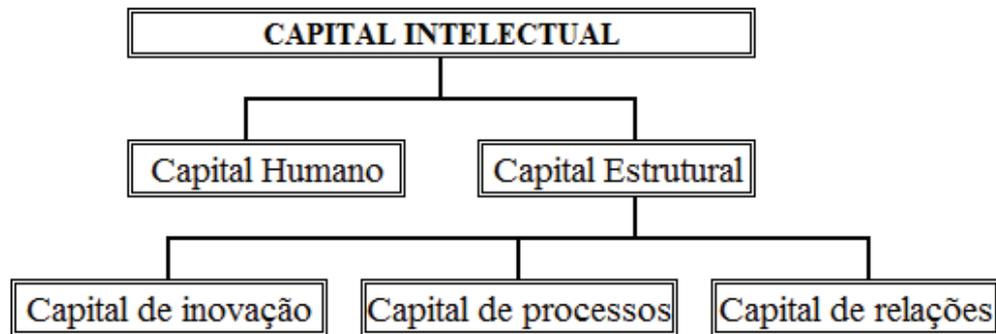
2.6 CAPITAL HUMANO E SUA EVIDENCIAÇÃO

Uma das fontes na busca pela vantagem competitiva das empresas é originada por fatores internos, por particularidades que dificilmente são copiadas ou imitadas. Esses fatores podem ser pessoas (capital humano), consideradas recursos valiosos, raros, insubstituíveis e inimitáveis, portanto, fontes geradoras de valor e de vantagem competitiva para as empresas (ANTUNES; COELHO CÉSAR, 2007).

A teoria do capital humano propõe que as pessoas, ao somarem em sua vida, conhecimentos, habilidades e aptidões, aumentam sua empregabilidade, produtividade e rendimento potencial, contribuem para a produção e proporcionam impacto na economia (BECKER, 1962; BLAUG, 1975). O capital humano, para Schultz (1973), não é caracterizado como um ativo que pode ser negociado, porém, pode ser adquirido ou incorporado com investimento no próprio indivíduo. No entanto, o capital humano produz retorno somente na proporção do trabalho do indivíduo, através do aumento das qualidades físicas e intelectuais e de maior eficácia do trabalho (SCHULTZ, 1973). Desta forma, a formação educacional pessoal e profissional pode ser considerada um investimento e, como tal, espera-se um retorno ou uma compensação econômica para o investido, empresa ou particular.

Capital Humano e Capital Intelectual muitas vezes são tratados como sinônimos, mas alguns autores alertam para a diferença existente entre Capital Humano e Capital Intelectual (EDVINSSON; MALONE, 1997; JOIA, 2001). O Capital Intelectual é composto da soma do Capital Humano e do Capital Estrutural, conforme apresentado na Figura 2.

Figura 2 - Capital humano e capital intelectual



Fonte: Joia (2001, p. 56)

O Capital Humano compõe, juntamente com o Capital Estrutural, o Capital Intelectual. Diante disso, Joia (2001, p. 56) afirma que:

Capital Humano não pertence à empresa, pois é consequência direta da soma das habilidades e especialidades de seus empregados. O Capital Estrutural pertence à empresa e pode ser negociado (pelo menos em teoria), sendo o ambiente real construído pela companhia para administrar e gerar seu conhecimento de forma adequada.

Pela definição do autor, o Capital Estrutural necessita do Capital Humano para inovar, criar ou redefinir processos ou se relacionar com as demais áreas. Isto é reforçado pela colocação de Antunes (2005), que afirma que o Capital Intelectual está associado à capacidade humana de pensar e de gerar conhecimento.

Ainda em relação à formação do Capital Intelectual (Capital Humano e Capital Estrutural), Edvinsson e Malone (1997) afirmam que Capital Humano é a soma de conhecimentos, habilidades, capacidade de inovar, ou seja, refere-se a valores, cultura e filosofia da empresa. Os autores ainda afirmam que o capital Estrutural refere-se a *hardware*, *software*, banco de dados da empresa, estrutura da organização, marcas, patentes e o que tiver ligação com o suporte e a produtividade dos empregados. Pela abordagem dos autores, o Capital Humano auxilia na geração do Capital Intelectual.

Antunes e Coelho Cesar (2007) apontam os passos representados na Figura 3, em que o Capital Humano e o Capital Intelectual seguem até a provável geração de valor para as empresas: (a) os gestores, orientados pela missão da empresa; (b) investem recursos físicos e financeiros nos recursos humanos; (c)

os recursos humanos, por meio de suas habilidades e conhecimentos, geram os recursos do conhecimento; (d) esse recurso, somado aos recursos físicos específicos mais os recursos financeiros formam o Capital Intelectual, que pode configurar-se na (e) geração de valor econômico.

Figura 3 - Geração do capital intelectual



Fonte: Adaptado de Antunes e Coelho César (2007)

Os autores seguem a linha de pensamento de Edvinsson e Malone (1997), que abordam que os Recursos Humanos auxiliam na formação do Capital Intelectual. Este Capital Intelectual pode influenciar na geração de valor para as empresas e configurar-se em vantagem competitiva. Sobre a importância do Capital humano, Tinoco (2005) considera que os recursos humanos que labutam nas organizações são ativos e que desempenham papel fundamental numa conjuntura em que as organizações operam em nível de competitividade global, ambiente de qualidade total e busca incessante pela liderança.

Na área contábil, o Capital Intelectual vem despertando interesse dos estudiosos devido à mensuração do valor das empresas. Roos *et al.* (1997) e Klein (1998), dentre outros autores, propõem uma equação para chegar-se ao valor contábil de uma empresa. Valor de Mercado = Valor Contábil + o Capital Intelectual. A partir desta fórmula, pode-se chegar à fórmula do Capital Intelectual, diminuindo do Valor de Mercado o Valor Contábil.

Tendo por base esta equação de cálculo do Capital Intelectual, em algumas empresas, o valor é relevante, exemplo disto é a IBM que, em 1997,

apresentava um Capital Intelectual avaliado em US\$54,10 bilhões (STEWART,1997).

Além da mensuração através da confrontação entre o Valor Contábil e o Valor de Mercados, Lima e Carmonia (2011) afirmam que há outras possibilidades de estimar o Capital Intelectual, podendo citar o Modelo Q, de Tobim, que realiza a confrontação entre o Valor de Mercado e o Custo de Reposição e o navegador, que, segundo Edvinsson e Malone (1997), foi utilizado, em 1995, pelo Grupo Skandia, uma empresa de seguros e serviços financeiros da Escandinávia, que utilizou este modelo para divulgar seus relatórios anuais de capital intelectual.

Os estudos sobre Capital Intelectual estão ganhando destaque dentre os realizados no Brasil. Gallon *et al.* (2008) realizaram um estudo entre 2000 e 2006 sobre a produção científica envolvendo o Capital Intelectual e dentre os principais achados das 73 obras analisadas: (a) Edvinsson e Malone (1997) e Sveiby são os mais citados; (b) Universidade de Mackenzie (SP), com maior número de publicações e; (c) o Rio Grande do Sul é o segundo estado com maior número de autores; (d) enfoque principal foi no gerenciamento, otimização e mensuração do Capital Intelectual; (e) categorias que compõem o Capital Intelectual são humano, estrutural e clientes.

Percebe-se que muitos esforços ainda deverão ser empreendidos pelos estudiosos na busca pela mensuração do Capital Intelectual, principalmente o Capital Humano, visto que ainda não há um consenso. A área contábil, com crescimento acentuado, desde 2007, será amplamente beneficiada com a possibilidade do seu reconhecimento pelo mercado, refletindo na geração de valor para as empresas.

A variável que caracteriza o capital humano, segundo o estudo de Martos, Jardon e Figueroa (2008), são as atitudes, como: a criatividade, a compreensão, a atenção ao cliente, a motivação pessoal. Além da característica vinda da sua formação pessoal, assim como a formação do seu conhecimento.

Neste sentido, Hernández (2006) analisou a informação voluntária do capital humano das empresas cotadas na bolsa de valores de Madri, focando exclusivamente nos seus relatórios anuais. Concluiu que as informações prestadas sobre o capital humano evidenciavam mais os objetivos de satisfação interna do que propriamente informava algum diferencial ao mercado acionário.

Além disso, continuam, em sua maioria, informações literais e não monetárias acerca dos investimentos da empresa neste capital.

Ainda para Hernández (2006), a divulgação de investimentos no capital humano sugere uma tentativa de manter e motivar os funcionários como principal fator em relação a, propriamente, buscar um reconhecimento da importância deste capital para a empresa e, conseqüentemente, para a sua valorização.

2.7 INDICADOR DE DESEMPENHO: Q DE TOBIN

Os indicadores de desempenho são importantes para as empresas de modo geral, por isso há necessidade de escolha dos indicadores ideais para cada organização, pois através dos resultados apurados por eles serão traçadas as estratégias da empresa e o seu monitoramento. Muitos são os indicadores de desempenho e das diversas áreas de uma firma. Dentre os métodos relacionados com a riqueza econômica de um empreendimento, destacam Kassai, Kassai e Assaf Neto (2002): *economic value added* (EVA), *market value added* (MVA), *weighted average cost of capital* (WACC) e índice de especulação de valor agregado (IEVA), além do Tobin's Q ou Q de Tobin, que é definido pela relação entre o valor da empresa (*market value*) e o total do ativo avaliado a preços de reposição (*replacement cost of total assets*).

Os indicadores têm função de indicar oportunidades de melhoria nas organizações, apontar os pontos fracos e os problemas e evitar as não conformidades. Os indicadores apresentam os valores que representam informações racionais e objetivas, para quantificar o desempenho e, assim, eliminar os níveis de subjetividade das medidas (KARDEC; FLORES; SEIXAS, 2002). Gitman (2001) destaca que a aplicação de uma fórmula sobre dados financeiros pura e simplesmente não caracteriza uma análise, deve haver uma interpretação do valor do indicador, em que dois tipos de comparações podem ser feitas: *cross-sectional*, principalmente, se houver comparação de empresas diferentes em um mesmo ponto no tempo ou em relação a dados do setor onde a empresa está inserida.

Para o objetivo proposto neste trabalho, ou seja, avaliar a percepção de mercado dos níveis de evidenciação voluntária do intangível das empresas

selecionadas, o Q de Tobin's atende aos pré-requisitos. Para Fama e Barros (2000), o quociente conhecido como Q de Tobin consolidou-se como uma variável de indiscutível utilidade em diferentes aplicações, tanto em trabalhos teóricos quanto em testes empíricos, para a compreensão de fenômenos distintos entre si, como: política de dividendos, estrutura de capital e poder de monopólio das empresas, entre outros.

Com o Q de Tobin, Tobin (1969) faz uma relação entre o mercado de ações com os investimentos da empresa. Assim, o preço das ações tende a refletir a demanda por capital da mesma. Pode ser definido, conforme Reinhart (1977), como a relação de uma empresa e o valor de reposição de seus ativos físicos, representando a razão entre dois valores atribuídos ao mesmo conjunto de ativos.

Sendo o Q uma razão entre o valor de mercado da empresa e o custo de reposição de seus ativos, observa Lindenberg e Ross (1981) e Nogueira, Lamounier e Colauto (2010) que estando essa razão maior do que 1, a empresa estará incentivada a investir, pois suas ações estarão valorizadas, indicando um potencial favorável de valorização da empresa. Estando essa relação menor do que 1, segundo Kassai, Kassai e Assaf Neto (2002), revelará que o valor que a empresa pode alcançar no mercado é inferior ao que se gastaria para construí-la.

Na tentativa de construir um método que aproximasse adequadamente o Q de Tobin teórico para uma estimativa com dados reais, Lindenberg e Ross (1981) apresentam uma fórmula para calcular o Q a partir do conceito apresentado por Tobin (1969):

$$q = \frac{VMA + VMD}{VRA} \quad (\text{Equação 1})$$

Onde:

- a) *VMA*: é o valor de mercado do capital próprio da firma; para Fama e Barros (2000), o capital próprio da firma é representado pelos títulos que a ele dão direito; em Sociedades Anônimas, são as ações emitidas pela empresa, que, multiplicando pelo preço da ação

publicamente cotado, assumem o valor de mercado dos títulos e assim o valor da firma;

- b) *VMD*: é o valor de mercado de seu capital de terceiros; Lindenberg e Ross (1981) destacam a dificuldade nos registros das negociações de dívida, pois grande parte destas negociações são feitas fora dos pregões das bolsas, assim, o defendido pelos autores é que haja uma separação das dívidas em duas categorias: dívidas de curto prazo (até um ano) e longo prazo, (vencimento após esta estimativa); e
- c) *VRA*: é o valor de reposição dos ativos da firma, que, segundo Lindenberg e Ross (1981), representa o desembolso monetário necessário para comprar a capacidade produtiva da firma ao mínimo custo e com a mais moderna tecnologia disponível.

O valor de reposição dos ativos é a grande problemática da equação. Lindenberg e Ross (1981) sugerem a divisão dos ativos em três grandes categorias: instalações e equipamentos; estoques; e outros ativos, incluindo ativos líquidos como cais e títulos negociáveis, bem como terrenos.

Lindenberg e Ross (1981) apresentam a seguinte fórmula para se achar o valor de reposição dos ativos:

$$VRA = AT + VRI - VHI + VRE - VHE \quad (\text{Equação 2})$$

Onde:

- a) *AT*: Ativo Total (contábil);
- b) *VRI*: valor de reposição das instalações e equipamentos;
- c) *VHI*: valor histórico das instalações e equipamentos;
- d) *VRE*: valor de reposição dos estoques; e
- e) *VHE*: valor histórico dos estoques.

Muitos são os fatores que podem distorcer os resultados obtidos pela aplicação da fórmula, segundo os próprios autores, fatores como taxas de depreciação e método de avaliação dos estoques podem influenciar na mensuração desse valor.

Para aproximar o modelo proposto inicialmente por Tobin (1969) e desenvolvido no estudo de Lindenberg e Ross (1981) com as opções de

informações padronizadas, muitos autores como Famá e Barros (2000), Kammler e Alves (2009) e Nogueira, Lamounier e Colauto (2010) utilizam o modelo proposto por Chung e Pruitt (1994).

O modelo proposto por Chung e Pruitt (1994) define um Q aproximado como:

$$q = \frac{VMA + D}{AT} \quad (\text{Equação 3})$$

Onde segundo Chung e Pruitt (1994):

- a) *VMA*: representa o valor contábil das ações preferenciais e o valor de mercado das ações ordinárias negociadas na bolsa de valores, multiplicado pelo número total de ações ordinárias pela sua cotação;
- b) *AT*: é o ativo total contábil da firma; e
- c) *D*: é o valor da dívida da empresa, que é evidenciado pela seguinte expressão:

$$D = VCD_{cp} - VCR_{cp} + VC_{est} + VCD_{lp} \quad (\text{Equação 4})$$

Onde:

- a) *VCD_{cp}*: é o valor contábil da dívida de curto prazo, ou seja, das obrigações atuais da firma classificadas no passivo circulante;
- b) *VCR_{cp}*: é o valor contábil dos recursos atuais classificados no ativo circulante;
- c) *VC_{est}*: é o valor contábil registrado na conta estoque; e
- d) *VCD_{lp}*: é o valor contábil das dívidas de longo prazo, apresentado no passivo não circulante.

Esse modelo proposto por Chung e Pruitt (1994), segundo Nogueira, Lamounier e Colauto (2010), emprega somente dados contábeis, com exceção de *VMA*, sendo que o valor de reposição dos ativos é aproximado por *AT* e *D* representa as dívidas de curto prazo menos os Ativos Circulantes Líquidos somadas ao valor contábil das dívidas de Longo Prazo.

Nogueira, Lamounier e Colauto (2010) afirmam que se pode calcular o Q, facilmente, a partir de informações simples, encontradas nos demonstrativos

financeiros das companhias, sendo que o Q de Tobin configura-se como um indicador que captura a percepção de valor que é atribuída pelos investidores do mercado de capital às organizações participantes deste. Portanto, será utilizado para estimar a importância que o nível de evidência do capital humano tem para as empresas, refletida pela valorização das ações determinadas pelos seus investidores.

3 REVISÃO DE LITERATURA EMPÍRICA SOBRE EVIDENCIAÇÃO

Aqui serão revisados os trabalhos de pesquisa empírica sobre as consequências da decisão de evidenciar de forma voluntária os recursos intangíveis de capital humano e a formulação das hipóteses que serão testadas na pesquisa. Com o intuito de se conhecer os estudos e o estado da arte do tema, efetuou-se uma revisão de literatura com as pesquisas empíricas sobre as consequências de uma maior evidenciação voluntária.

Em sua tese, Macagnan (2007) apresenta uma revisão das pesquisas empíricas acerca do tema, com uma amostra de 18 estudos, iniciando com Lang e Lundholm (1996 apud MACAGNAN, 2007) e Botosan (1997), até Espinosa *et al.*, Alencar e Lopes, Rikanovic e Francis *et al.* (2005), partindo das investigações empíricas sobre a volatilidade das ações e o custo de capital em relação à evidenciação voluntária, até liquidez das ações e reputação da empresa, entre outros.

A presente amostra desta revisão é composta por 24 artigos publicados em revistas científicas no mundo e classificadas por ano. Em cada ano, selecionaram-se até as cinco mais relevantes, de acordo com a base de dados da *Ebsco Host*. Inicia-se a amostra com os estudos de Khurana *et al.*, Hail e Leus, Verrecchia e Weber e Mittoo (2006), comparando o custo do capital, valor das ações e liquidez, até os mais recentes de Chan e Watson, Dhaliwal *et al.* e Kang e Gray (2011) que, além de tratar do custo de capital, abordam o tema através da evidenciação voluntária dos mercados emergentes, por setor e tamanho das empresas.

A seguir é apresentado um quadro que resume os nomes dos autores das pesquisas e os anos das suas publicações, além dos anos selecionados para as amostras, o tamanho das mesmas e os estudos relacionados à evidenciação voluntária dessas pesquisas. Nos estudos revisados sobre a consequência de uma maior evidenciação voluntária das informações, são identificadas as variáveis utilizadas para mensurar os seus efeitos, conforme se pode observar no Quadro 1.

O maior número das pesquisas se refere à relação do nível de evidenciação voluntária e ao reflexo no custo de capital (KHURANA *et al.*, 2006; HAIL; LEUS, 2006; ESPINOSA; TROMBETTA, 2007; OGNEVA *et al.* 2007; KARAMANOU; NISHIOTIS, 2009; BUI; SANKARAN, 2009; GUEDHAMI; MISHRA, 2009; DHALIWAL *et al.*, 2011). Há também pesquisas relacionadas à

liquidez das ações (CHEN *et al.* 2007), melhor desempenho de fluxo de caixa e valor das ações (VERRECCHIA; WEBER, 2006; MITTOO, 2006; LEE, 2007; HAGGARD *et al.*, 2008; BUI; SANKARAN, 2009; GUEDHAMI; MISHRA, 2009; GORDON *et al.* 2010; BAMBER *et al.*, 2010; CHAN; WATSON, 2011; KANG; GRAY, 2011).

Quadro 1 - Trabalhos empíricos revisados

AUTOR E ANO	ANO(s)	AMOSTRA	IMPLICAÇÕES	RELAÇÃO
Khurana <i>et al.</i> (2006)	1982 a 1994	1436	Custo de Capital	Redução
Hail e Leus (2006)	1992 a 2001	40	Custo de Capital	Redução
Verrecchia e Weber (2006)	2001	450	<i>Bid-Ask spread</i>	Maior risco de seleção Adversa.
Mittoo (2006)	1991 a 1998	300	Valor das ações	Aumento
Chen <i>et al.</i> (2007)	2002	341	<i>Bid-Ask spread Liquides</i>	Aumento
Lee (2007)	2002 e 2003	1654	Fluxo C. Acionist	Redução
Espinosa e Trombetta (2007)	1999 a 2002	250	Custo de Capital Próprio	Redução
Ogneva <i>et al.</i> (2007)	2004 a 2006	3802	Custo de Capital	Redução
Haggard <i>et al.</i> (2008)	1982 a 1995	2084	Valor das ações	Aumento
Karamanou e Nishiotis (2009)	1999 e 2000	384	Custo de Capital Próprio	Redução
Bui e Sankaran (2009)	2008	141	Custo de Capital	Redução
Guedhami e Mishra (2009)	1996 a 1999	1207	Custo de Capital Próprio	Aumento

Quadro 1 - Trabalhos empíricos revisados

(conclusão)

AUTOR E ANO	ANO(s)	AMOSTRA	IMPLICAÇÕES	RELAÇÃO
Gordon <i>et al.</i> (2010)	2000 a 2004	1641	Divulgação da Segurança da Informação Voluntária	Positiva
Bamber <i>et al.</i> (2010)	1995 a 2005	1500	Influência da Divulgação Vlr da Empresa	Positiva
Chan e Watson (2011)	1986 e 2001	118	Evidenciação Voluntária Tamanho e Segmento	Positiva
Dhaliwal <i>et al.</i> (2011)	1993 a 2007	294	Custo de Capital Próprio Responsabilidade Social	Positiva
Kang e Gray (2011)	2002 a 2007	200	Divulgação Voluntária Mercados Emergentes	Negativa

Fonte: Elaborado pelo autor com base em Macagnan (2007)

Importante observar que também como demonstrado na revisão de literatura empírica realizada por Macagnan (2007), o custo de capital é a variável mais testada para explicar as consequências de uma maior evidenciação voluntária. Entretanto, cabe observar a mudança de foco das pesquisas atuais, já que o percentual de pesquisas envolvendo evidenciação voluntária e custo de capital era de 60%, ao passo que, na atual revisão, apresentada no Quadro 1, é de 33%.

Foi realizada também uma revisão dos estudos feitos no Brasil, relacionados ao tema capital humano evidenciado e suas implicações por meio da base de dados da *Ebsco host*. Foram selecionados os 13 trabalhos, entre artigos e teses, mais relevantes, segundo a classificação desta mesma base de dados. Os estudos se dividem entre revisões bibliográficas e estudo de caso como de Amato (2008), Gallon *et al.* (2008), Ensslin *et al.* (2008) e Reina e Ensslin (2011). Há estudos sobre gestão de capital humano, capital humano e geração de ativos intangíveis, informações sobre capital intelectual nos relatórios

da administração e determinantes e conhecimento do conceito de capital intelectual (ANTUNES, 2005; BACKES; OTT; WIETHAEUPER, 2005; MATOS; LOPES, 2008; JOIA; MALHEIROS, 2010; LIMA; CARMONA, 2011). Há ainda um estudo sobre a adequação dos sistemas de Informações contábeis gerenciais – SICG na gestão do capital humano (ANTUNES, 2006). Foram observados também estudos fora do meio mercadológico: influência do capital humano no desenvolvimento dos municípios (FONTENELE; MOURA; LEOCADIO, 2011) e sobre a influência da formação educacional para o desenvolvimento e responsabilidade pessoal dos formados em doutorado (CUNHA; JUNIOR; MARTINS, 2010), bem como uma tese de doutorado sobre o *disclosure* e o custo de capital das empresas negociadas no mercado de capital brasileiro (ALENCAR, 2007).

Quadro 2 - Trabalhos nacionais revisados sobre capital humano

AUTOR E ANO	ANO(s)	AMOSTRA	IMPLICAÇÕES
Antunes (2005)	2003	30	Nível de Entendimento do Conceito de Cap. Intelectual
Backes, Ott e Wiethaeuper (2005)	2004	29	Informações do cap. Intelectual nos Relatórios da Administração
Antunes (2006)	2003	30	Adequação SICG à Gestão Capital Intelectual
Alencar (2007)	98/00/02/04 e 05	50	<i>Disclosure</i> e Custo Capital Próprio
Gallon <i>et al.</i> (2008)	2000 a 2006	73 Art.	Revisão das Produções Científicas
Ensslin <i>et al.</i> (2008)	2007	1	Estudo de Caso Avaliação e Gerenciamento de Capital Intelectual
Amato (2008)	1982 a 2008	Rev. Bib.	Capital Intelectual e Cooperativas Produtivas
Matos e Lopes (2008)	2004	219	Gestão de Capital Intelectual
Cunha, Junior e Martins (2010)	2007	150 Drs.	Influência do Doutorado Para os Seus Desenvolvimentos e Responsabilidades
Joia e Malheiros (2010)	1996 a 2005	156	Alianças Estratégicas e Geração de Ativos Intangíveis
Reina e Ensslin (2011)	1994 a 2008	632 Art.	Características da Produção Científica do Capital Humano
Lima e Carmona (2011)	2010	22	Determinantes do Capital Intelectual

Fontenele, Moura e Leocadio (2011)	2006	84 Mun.	Influência do Capital Humano no Processo de Desenvolvimento
------------------------------------	------	---------	---

Fonte: Elaborado pelo autor

As pesquisas observadas, em sua maioria, utilizam um sistema de pontuação para determinar o nível da evidenciação voluntária como um todo, porém, não existe nenhum estudo em que a evidenciação do capital humano seja testada isoladamente como um indicador de percepção de valor pelo mercado, como o presente estudo pretende fazer.

A seguir é formulada a hipótese de que, através dos testes, poderão explicar a influência do nível de evidenciação voluntário dos recursos intangíveis de capital humano nos relatórios anuais, de 2004 a 2009, e a percepção de valor das empresas listadas na BM&FBOVESPA, nos anos de 2005 a 2010.

Por meio dos procedimentos metodológicos utilizados, a pesquisa pretende validar ou não a hipótese apresentada, explicando que tipo de relação existe entre o nível de evidenciação voluntária dos recursos de capital humano e a percepção de valor das empresas, sendo esse valor estimado pelo Q de Tobins que será a variável dependente. A teoria da agência mostra que uma maior evidenciação voluntária reduz os custos de agência e, dessa forma, reduz os custos de capital, risco moral e seleção adversa, através da redução da assimetria informacional, promovendo um maior interesse por papéis dessas empresas, o que pode proporcionar uma maior valorização da empresa.

Por outro lado, a teoria do custo do proprietário demonstra que uma maior evidenciação voluntária pode gerar custos adicionais, uma vez que facilitar o acesso às informações de caráter estratégico pode trazer para a empresa perda de mercado, ajustes do valor das ações supervalorizadas e maiores custos em negociações comerciais ou sindicais (MACAGNAN, 2007).

Quando a direção de uma empresa toma a decisão de tornar públicas informações sobre os seus recursos intangíveis de capital humano, ela corre o risco de, sob a luz da teoria da agência, estar reduzindo custos de agência, advindos da assimetria informacional, como os de risco moral e seleção adversa; ou, ainda, produzindo custos, advindos do interesse da concorrência por esse capital e conhecimento da *expertise* do mesmo. Com o intuito de verificar se o nível de evidenciação voluntária de capital humano que, conforme Becker (1962)

e Schultz (1973), contribuem para a produção e impactam na economia, Tinoco (2005) classifica os recursos humanos como ativos que desempenham papel fundamental nas organizações que operam em nível de competitividade global e podem refletir no valor da empresa. A presente pesquisa sugere a existência de relação entre o nível de evidenciação do capital humano e o valor das empresas. Com a variável valor de mercado configurada pelo Q de Tobin, dependente do nível de evidenciação voluntária do capital humano, quanto maior essa evidenciação maior deverá ser o valor das empresas. Isto é, o nível de evidenciação voluntária do capital humano importa no valor das organizações e quanto maior o nível maior o valor destas.

Neste capítulo, foram apresentados o arcabouço teórico que fundamenta a presente pesquisa, a revisão dos estudos empíricos sobre as consequências de uma maior evidenciação e a formulação da hipótese que será testada. No próximo capítulo, serão apresentados os procedimentos metodológicos utilizados nesta pesquisa.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O método dedutivo será o condutor da pesquisa, visto que se partirá de um contexto geral para uma particularidade e, de acordo com Collis e Hussey (2005, p. 27), “é um estudo no qual uma estrutura conceitual e teórica é desenvolvida e depois testada pela observação empírica; portanto, os casos particulares são deduzidos a partir de inferências gerais”.

Dessa forma, buscar-se-á verificar se existe relação entre a evidenciação voluntária dos recursos intangíveis de capital humano e o valor de mercado das empresas listadas na BM&FBOVESPA. A utilização deste tipo de pesquisa permitirá descrever como ocorre a relação entre o *disclosure* voluntário dos recursos intangíveis de capital humano e o valor de mercado das empresas brasileiras.

Realizar-se-á uma pesquisa quantitativa que é definida por Collis e Hussey (2005) como sendo aquela que necessita coletar e verificar dados numéricos, que para analisá-los é necessário submeter a testes estatísticos. Nesse sentido, os dados coletados por meio do instrumento de coleta de dados serão submetidos a técnicas estatísticas, visando conhecer a relação entre o *disclosure* dos recursos intangíveis e a percepção de valor pelo mercado de empresas brasileiras.

Para a definição dos procedimentos técnicos, a pesquisa está classificada de duas formas diferentes. A primeira etapa está classificada como pesquisa documental por meio de uma análise de conteúdo. Conforme Gil (2006), a pesquisa documental vale-se de materiais que não receberam um tratamento analítico. Para tanto, analisar-se-ão os dados secundários obtidos junto aos *sites* das empresas, sendo que o objeto de estudo será o relatório denominado de Relatório Anual.

Na segunda etapa, coletar-se-ão dados na Económica sobre o valor de mercado das ações; valor do passivo circulante; valor do passivo não circulante; valor do ativo circulante e o valor do ativo total das empresas que compõem a amostra.

Este capítulo dividir-se-á em três partes. Na primeira parte mostrar-se-á a técnica de análise das evidências utilizadas. Já na segunda parte, identificar-se-ão as variáveis que se pretendem explicar, tais como as explicativas e as de

controle adotadas. Finalizando, na última parte, apresentar-se-ão a população e a amostra, o período de análise e as fontes de obtenção dos dados.

4.1 MODELO DE REGRESSÃO

Depois de calculado o Q de Tobin das empresas que compõem a amostra, baseado na fórmula apresentada e de acordo com a Equação 3, os dados serão tabelados em planilha eletrônica e, após, serão submetidos às análises estatísticas, utilizando-se o *software Eviews*.

No intuito de verificar a relação entre a evidenciação voluntária do capital humano e o valor de mercado das empresas, será realizada a análise de regressão múltipla. De acordo com Gujarati (2006), a análise de regressão estuda o relacionamento entre variáveis, sendo que uma será a variável dependente e poderá haver uma ou mais variáveis explicativas.

Para representar essa relação utiliza-se uma representação matemática, que associa a variável dependente com a variável explicativa de análise que deve ser testada juntamente com as variáveis de controle selecionadas. Sendo assim, essa equação é denominada de modelo de regressão linear múltipla com dados em painel, que é definido pela relação linear entre uma variável dependente e uma variável independente. Com isso, entende-se que a análise de correlação permite verificar se existe uma relação linear entre duas variáveis (GUJARATI, 2006).

Para tanto, no presente estudo verificar-se-á a relação entre o valor de mercado das empresas da amostra, que foi calculado pelo Q de Tobin e o nível de evidenciação voluntária do capital humano das empresas que compõem a amostra. A equação da pesquisa será a seguinte:

$$Q=f(\text{NE}+\text{AT}+\text{Roe}+\text{Payout}+\text{Liquidez}+\text{Beta}+\text{Abmes}+\text{Ano}+\text{Setor})$$

Sendo assim, entende-se que o Q (Q de Tobin) está em função da Evidenciação, Tamanho da Empresa (AT), Roe, *Payout* e Liquidez das ações e Endividamento, variáveis essas fundamentadas nas seções posteriores. Com isso, estruturou-se o seguinte modelo teórico de regressão simples:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 NE_{it} + \beta_2 AT_{it} + \beta_3 Roe_{it} + \beta_4 Payout_{it} + \beta_5$$

$$Liquidez_{it} + \beta_6 Beta_{it} + \beta_7 Abmes_{it} + \beta_8 Ano_{it} + \beta_9 Setor_{it} + e_{it}$$

1

Aonde:

- a) Q_{it} : Variável Dependente Q de Tobin da empresa i no tempo t;
- b) $\beta_1 NE_{it}$: Variável Explicativa de Análise Nível de Evidenciação Capital Humano da empresa i no tempo t;
- c) $\beta_2 AT_{it}$: Variável Explicativa de controle logaritmo de Ativo Total da empresa i no tempo t;
- d) $\beta_3 Roe_{it}$: Variável Explicativa de controle Retorno sobre Patrimônio Líquido da empresa i no tempo t;
- e) $\beta_4 Payout_{it}$: Variável Explicativa de controle Taxa de Distribuição de Lucro da empresa i no tempo t;
- f) $\beta_5 Liquidez_{it}$: Variável Explicativa de controle Liquidez em Bolsa da empresa i no tempo t;
- g) $\beta_6 Beta_{it}$: Variável Explicativa de controle Grau de Risco não Sistemático da empresa i no tempo t;
- h) $\beta_7 Abmes_{it}$: Variável Explicativa de controle Abaixo da Média de Endividamento do Setor da empresa i no tempo t;
- i) $\beta_8 Ano_{it}$: Variável Explicativa de controle Ano da amostra da empresa i no tempo t;
- j) $\beta_9 Setor_{it}$: Variável Explicativa de controle Setor da empresa i no tempo t;
- k) β_j : Parâmetro a ser Estimado;
- l) e_{it} : Erro aleatório da regressão que capta o efeito de todas as variáveis que não estão no modelo;
- m) i : Empresa com i de 1 a 21; e
- n) t : Anos com t de 2005 a 2010.

As demais variáveis explicativas do modelo 1, exceto o $\beta_1 NE$, são variáveis de controle, pois o objetivo desta pesquisa é determinar a influência da variável $\beta_1 NE$ no Q de Tobin. Assim, a hipótese formulada, no capítulo 3, de que o valor de mercado, configurado pelo Q de Tobin, depende do nível da

evidenciação do capital humano (NE) e que essa é uma relação direta, ou seja, o parâmetro estimado será testado por:

$$H_0 : \beta = 0$$

$$H_1 : \beta > 0$$

Com isso, foi testada a aceitação ou rejeição de H_0 . Se houver a rejeição, será constatado que o nível de evidenciação voluntária do capital humano, publicado nos anos de 2004 a 2009, tem impacto positivo no valor das empresas que compõem a amostra nos anos de 2005 a 2010.

4.2 FONTE E TRATAMENTO DOS DADOS

No presente subcapítulo, apresentar-se-ão a variável dependente, a variável independente de análise índice de evidenciação do capital humano e as variáveis independentes de controle.

4.2.1 Variável Dependente Q de Tobins – Q

Para estimar o valor de mercado das empresas listadas na bolsa de valores brasileira e que compõem a amostra, será utilizado o Q de Tobins. Sendo esta, então, a variável dependente, pois a sua fórmula estima o valor de mercado das empresas em relação aos seus investimentos (REINHART, 1977; LINDENBERG; ROSS, 1981). O Q de Tobins foi utilizado em diversos estudos, conforme Fâma e Barro (2000), inicialmente, o modelo foi estudado para investigar os investimentos de capital. Entretanto, também foi utilizado em estudo sobre o poder do monopólio e temas relacionados a estruturas de mercado, como observado por Lindenberg e Ross (1981), em que os autores argumentam que, em mercados competitivos, o valor do Q deveria situar-se nas proximidades de 1. Quando $Q > 1$, o valor de mercado da empresa excede seu custo de reposição, indicando a presença de retornos acima do custo de oportunidade.

Já Helmuth (1990) utilizou o Q de Tobins, para investigar empiricamente a lucratividade das empresas estatais de eletricidade norte-americanas e

observou que, por serem detentoras de monopólio publicamente reguladas, deveriam elas proporcionar aos seus investidores um ganho apenas igual ou equivalente a seu custo de capital, sendo então $Q = 1$. Sendo $Q > 1$, estaria havendo uma redistribuição de renda dos usuários do sistema para os acionistas, e sendo o $Q < 1$ os acionistas estariam subsidiando os usuários do sistema e não haveria estímulo para novos investimentos.

Fama e Barros (2000) observam que o Q de Tobins, também pode ser utilizado como *Proxy* para o valor do desempenho da firma, destacado em diversas aplicações no campo das finanças. Visto que o Q de Tobins aparece como a variável dependente, procurando relações de causalidade entre o valor da empresa e uma série de outras variáveis, o que também foi utilizado para observar efeitos como: da estrutura de propriedade e valor da firma (MCCONNELL e SERVAES, 1990), estrutura de capital e valor da firma (BAJAJ, CHAN e DASGUPTA, 1998), diversificação *versus* foco no negócio (STEINER, 1996), entre diversas outras aplicações, sempre buscando observar as variáveis em relação ao valor de mercado das empresas.

Shin e Stulz (2000) utilizaram o Q como medida de valor da firma para relacioná-lo empiricamente ao risco sistemático, não sistemático e total da firma, e seus resultados indicam que o Q de Tobin está positivamente relacionado ao risco sistemático das empresas, e negativamente relacionado a seu risco não sistemático e total. Desta forma, a escolha do Q de Tobin, dentre outras medidas de valor baseadas no mercado, para esta pesquisa, também se faz por não requerer o uso de um ajuste de risco, pois utiliza dados importantes de mercado, com o valor de mercado de suas ações, ordinárias e preferenciais, com dados de medida contábil, tais como ativos e passivos circulantes, com isso, minimizando as distorções causadas pela presença do risco com distorções convencionais na elaboração de medidas de avaliação baseadas no fluxo contábil.

Justifica-se também a escolha do Q de Tobins como medida de valor das empresas, pois este apresenta efeito permanente do valor, independente dos fenômenos macroeconômicos que estejam ocorrendo, além de considerar o valor das empresas num sentido de desempenho, podendo ser tomado com um indicador possível de comparação entre diferentes empresas (FAMÁ E BARROS, 2000). O Q de Tobin até pode variar de acordo com o mercado de ações, mas a pesquisa se baseia na comparação entre Q de Tobin de empresas diferentes,

assim, o fato do mercado estar em alta ou em baixa afeta o Q de Tobin, mas não deve afetar a parcela deste indicador correspondente ao nível de evidenciação do capital humano, objeto deste estudo.

Dentre os modelos propostos do Q de Tobins, será utilizado, nesta pesquisa, o modelo simplificado e que se aproxima do modelo original proposto, já especificado no item 2.7, a fórmula que será utilizada neste trabalho do Q de Tobin será o modelo proposto por Chung e Pruitt (1994), por já ter sido utilizada em muitos trabalhos como: Fâma e Barros (2000), Kammler e Alves (2009) e Nogueira, Lamounier e Colauto (2010). Estes autores também entendem que este modelo é o que mais se aproxima do modelo proposto inicialmente por Tobin (1969) e desenvolvido no estudo de Lindenberg e Ross (1981), como segue na equação 3:

$$q = \frac{VMA + D}{AT} \quad (\text{Equação 3})$$

Sendo assim ter-se-á o Q de Tobin utilizando os seguintes dados:

- a) *VMA*: o valor de mercado das ações ordinárias e preferenciais negociadas na bolsa de valores, multiplicado pelo número total de ações ordinárias e preferenciais;
- b) *AT*: o valor do ativo total contábil da empresa;
- c) *D*: o valor da dívida da empresa, que é calculado pela seguinte expressão:

$$D = VCD_{cp} - VCR_{cp} + VC_{est} + VCD_{lp} \quad (\text{Equação 4})$$

Sendo que:

- a) *VCD_{cp}*: passivo circulante;
- b) *VCR_{cp}*: ativo circulante;
- c) *VC_{est}*: estoque;
- d) *VCD_{lp}*: passivo não circulante.

Logo, pode-se chegar à seguinte equação:

$$Q = \frac{VMA + [(PC-AC)+E+PNC]}{AT} \quad (\text{Equação 5})$$

O valor de mercado das ações (VMA) de cada empresa da amostra foi coletado junto ao site Economática, no último dia de cotação de cada ano, isto é, 31/12 e multiplicado pelo número de ações ordinárias e preferenciais na mesma data. Para o cálculo do valor da dívida (D) da empresa, foram coletados, nas demonstrações contábeis, o valor do Passivo Circulante, Ativo Circulante, Estoque e Passivo Não Circulante junto ao site da CVM, assim como o valor do Ativo Total (AT), possibilitando o cálculo para cada empresa da variável dependente Q de Tobin.

Os resultados das estimativas do Q de Tobins para cada empresa e ano da amostra, calculados de acordo com a equação proposta por Chung e Pruitt (1994), podem ser conferidos no Anexo F.

4.2.2 Variáveis Explicativas

As variáveis explicativas são aquelas que são independentes do procedimento, não dependem de investigação, porém, constituem fator determinante para a que vão influenciar, sendo elas manipuladas pelo investigador para observar os efeitos produzidos na variável dependente (SOUSA, 2005).

4.2.2.1 Variável de Análise – Nível de Evidenciação de Capital Humano

Nesta etapa da pesquisa, apresenta-se o procedimento utilizado para identificar o nível de evidenciação de recursos intangíveis referentes ao capital humano das empresas que compõem a amostra. Dessa forma, cria-se um índice gerado através das evidências quantitativas contidas nos relatórios anuais, retirados dos sites das empresas da amostra. Mesmo que esse procedimento gere algum grau de subjetividade, foram utilizadas, em outros estudos, as mesmas diretrizes (ALENCAR, 2005; MACAGNAN, 2007; MACAGNAN, 2009; UMPIERRE, 2010; FONTANA 2011), tendo os níveis de evidenciação dos recursos intangíveis medidos através de índices.

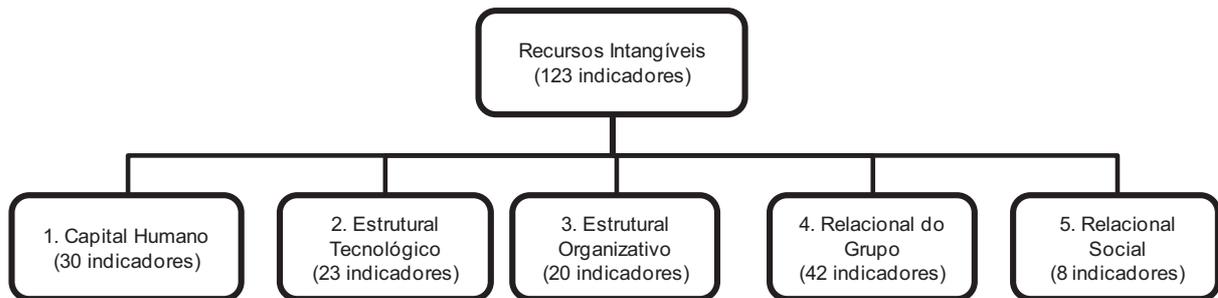
Para a construção do nível de evidenciação do capital humano, foi necessário identificar uma categoria de indicadores, para servir de plataforma,

assim, foi realizada uma revisão dos estudos apresentados com o propósito de apresentar categorias de indicadores. Dentro dos estudos observados, encontramos o de Lima e Carmona (2011) que apresenta as três variáveis de capital humano há serem observadas: Capacitação dos colaboradores, definida pelos autores como a escolaridade e domínio das técnicas de trabalho por parte destes colaboradores e produtividade dos colaboradores e grau de inovação. Outro estudo de Alencar (2005) apresenta cinco categorias de indicadores, que difere da pesquisa de Lima e Carmona (2011) apenas pela existência de informações sobre quantidade de empregados e remuneração paga aos administradores. Já o trabalho de Backes, Ott e Wiethaeuper (2005), com onze indicadores, apresenta os indicadores utilizados nas pesquisas referenciadas, porém, mais detalhado e trazia outros como: plano de retenção de talentos, benefícios e clima organizacional. O trabalho de Arvidsson (2003), por sua vez, utiliza vinte e oito categorias de indicadores, usadas nas pesquisas já referenciadas, entretanto, abordava informações mais esmiuçadas, em especial, sobre: membros do conselho, gênero e idade dos colaboradores, segurança e medidas de satisfação dos empregados. Macagnan (2005), por fim, apresenta, em seu estudo da representatividade dos recursos intangíveis de capital humano, uma categoria com trinta indicadores, a maior categoria de indicadores encontrada na presente pesquisa, observando todos os indicadores já mencionados e pulverizados dentre os outros estudos. Agrega ainda informações sobre benefícios e programas sociais da empresa e experiências de trabalho dos altos executivos. Pela amplitude, a categoria de indicadores de capital humano construído por Macagnan (2005) abrange boa parte das informações para que o capital humano possa se tornar um diferencial e, assim, ser observado pelo mercado como gerador de valor.

Após coletados os dados, foi realizada a análise de conteúdo dos relatórios anuais das empresas que compõem a amostra, considerando as categorias de informações sobre evidenciação voluntária do Capital Humano. Essa análise foi feita por meio de leitura pessoal do conteúdo. Para a realização da análise de conteúdo, foi utilizada a categoria de indicadores representativos dos recursos intangíveis de capital humano apresentado por Macagnan (2005). A escolha deste modelo para a pesquisa justifica-se por sua maior completude, pois é composto por 30 indicadores de evidenciação do capital humano. Em outros

estudos, como os de Lima e Carmona (2011), utilizaram-se apenas três indicadores; Alencar (2007) apenas cinco indicadores de capital humano; Backes, Ott e Wiethaeuper (2005) 11 indicadores e Arvidsson (2003) 28 indicadores. O modelo adotado é apresentado na Figura 4.

Figura 4 - Categorias de indicadores representativos dos recursos intangíveis



Fonte: Macagnan (2005)

Por meio da observação da Figura 4, verifica-se que os recursos intangíveis são divididos em 123 indicadores dentro de 5 categorias. Devido ao pouco tempo disponível para a conclusão da dissertação, não foi possível observar todos os grupos de recursos intangíveis apresentados por Macagnan (2005), ficando o estudo restrito aos recursos intangíveis relativos ao Capital Humano, com 30 indicadores. Esse tipo de recurso intangível compreendido pelo modelo refere-se às competências e habilidades técnicas dos funcionários da empresa (MACAGNAN, 2005), sendo que os itens investigados nos relatórios anuais podem ser conferidos, conforme Anexo C.

Sendo assim, foram realizadas as leituras dos relatórios anuais das empresas que tiveram disponibilizados os mesmos em seus *sites*. Nessas leituras, foi verificado se as empresas divulgam informações que tratam desses 30 indicadores. Analisar-se-á se a empresa divulga a informação ou não, recebendo 1 para a divulgação e 0 para a não divulgação e o nível de evidenciação das empresas será obtido pela soma da sua pontuação em relação a 100%. No Anexo D, encontra-se a construção do índice de cada uma das empresas da amostra, em cada ano da pesquisa. O resumo com cada empresa ano e nível de evidenciação é apresentado no Anexo E. Utilizar-se-á esse critério já que o intuito será apenas o de verificar se existe a informação e não será verificada a qualidade dessa informação. Optou-se por esse critério, porque o

mesmo foi utilizado em diversos trabalhos como o de Lima *et al.* (2007), Umpierre (2010) e Fontana (2011).

Na próxima seção, apresentar-se-ão as variáveis de controle escolhidas para monitorar a percepção de valor das empresas listadas na BM&FBOVESPA e o nível de evidenciação de recursos intangíveis de capital humano.

4.2.2.2 Variáveis de Controle Utilizadas

As variáveis de controle utilizadas nesta pesquisa têm o propósito de controlar o valor das empresas selecionadas influenciado pela percepção de valor auferida pelos seus investidores, uma vez que não necessariamente o nível de evidenciação dos recursos intangíveis de capital humano pode ser responsável por uma maior valorização das empresas. Outros fatores podem contribuir para uma maior valorização das ações, com isso, as variáveis pesquisadas e utilizadas como variáveis de controle serão: Tamanho; ROA; *Payout*; Liquidez; Beta, por já terem sido testadas e comprovadas em alguns trabalhos já existentes (BOTOSAN, 1997; ALENCAR, 2005; MACAGNAN, 2007), por influenciarem no valor das empresas.

- a) TAMANHO: a variável de controle tamanho da empresa será utilizada, pois se entende que o tamanho da empresa pode influenciar no indicador Q de Tobins da mesma. Alencar (2007) identifica uma relação negativa entre a variável tamanho e o valor das empresas negociadas no mercado de capital brasileiro. Desta forma, adota-se essa variável como de controle e o logaritmo natural de ativo total como a sua referência. O Ativo Total de cada empresa, em cada ano, foi coletado junto às demonstrações contábeis publicadas pela CVM e apuradas em 31/12 de cada ano, de acordo com o Quadro 4;
- b) ROE: a rentabilidade será utilizada através do cálculo do ROE dos anos seguintes à evidenciação voluntária de capital humano (VIEIRA; CERETTA; FONSECA, 2011). O indicador ROE foi calculado para cada empresa em cada ano, após a coleta do valor do Lucro Líquido e Patrimônio Líquido junto ao site da CVM, todos apurados em 31/12 de cada ano e calculados de acordo com a fórmula descrita no Quadro 4;

- c) PAYOUT: representa a taxa de distribuição dos lucros de cada empresa da amostra em seus respectivos anos. Sua fórmula, descrita no Quadro 4, contempla o valor dos dividendos por ação, somado aos juros sobre capital próprio por ação e dividido pelo lucro por ação. Números coletados juntos ao site da Economática com data de 31/12 de cada ano. (VIEIRA, CERETTA E FONSECA 2011);
- d) LIQUIDEZ: Outra variável de controle, como a liquidez das ações em bolsa, é calculada conforme a fórmula descrita no quadro 4 e foi coletada junto ao site Economática com data de fechamento em 31/12 de cada ano e para cada empresa (VIEIRA, CERETTA E FONSECA 2011);
- e) BETA: o beta de mercado é outra variável de controle, essa variável reflete o grau de risco não sistemático da empresa. Um beta elevando significa que os ativos destas empresas têm um alto potencial de desvalorização, mas também de valorização de acordo com as variáveis macroeconômicas que são as variáveis determinantes do risco sistemático. Dessa forma, quanto maior o beta da ação, menor tende a ser o valor da empresa, pois este compõe os custos de capital, que são descontados no momento de encontrar o valor de uma empresa (MACAGNAN, 2005; MACAGNAN, 2007; VIEIRA; CERETTA; FONSECA, 2011). O beta de mercado é calculado conforme a fórmula descrita no Quadro 4; foram coletados seus dados junto ao site Economática, finalizados em 31/12 de cada ano e calculados em um período de 36 meses, para cada beta, em cada ano e sua respectiva empresa;

ENDIVIDAMENTO: foi utilizado também na pesquisa como variável de controle um indicador de endividamento. Para determinar de forma precisa o grau de endividamento de cada companhia da amostra, seriam necessários estudos direcionados e uma gama de cálculos históricos que, devido ao tempo para a conclusão da pesquisa, não seriam possíveis de ser executados. Contudo, uma forma de estimar de forma coerente o nível de endividamento de cada companhia seria identificar a média de endividamento do setor considerando todas as empresas listadas na bolsa de valores brasileira e classificar cada

empresa da amostra por estarem acima da média de endividamento do setor ou Abaixo da Média de Endividamento destes Setores – ABMES fórmula Quadro 4. Tanto para o cálculo da média de endividamento do setor, quanto para o endividamento que ranquearia as empresas em abaixo ou acima da média, será utilizada a dívida líquida da empresa, dividido pelo patrimônio líquido da mesma (DL/PL). Ambos coletados junto ao site Economática com data de 31/12 de cada ano e para cada empresa da amostra, conforme Anexo G. A dívida líquida de uma empresa é definida pelo banco de dados do sistema Economática como sendo a soma dos passivos circulante e não circulante, isto é, o total das suas obrigações, descontado seus ativos disponíveis. Assim, as empresas que estiverem acima da média de endividamento dos seus setores na BM&FBovespa, teoricamente, serão tratadas como tendo alto nível de endividamento e, dessa forma, influenciando negativamente no seu valor. Entretanto, empresas com baixo nível de endividamento tendem a possuir uma maior valorização, pois têm margem para maior captação de recursos para investimentos;

- f) ANO: A variável Ano, está presente no modelo 1, pois entende-se que tem relação com o valor da empresa. Os anos podem refletir um momento econômico e podem influenciar na estimativa do Q de Tobin. Assim, os anos em que a economia estiver aquecida podem refletir em um mercado de ações de alta e, conseqüentemente, na valorização das ações; e
- g) SETOR: Cada setor tem sua peculiaridade e tendência de valor, assim como os anos, setores que estiverem aquecidos, como hoje a construção civil, podem refletir na valorização das ações. Além disso, há de observar-se que a importância ou evidenciação do capital humano, pode ser diferente para cada setor.

A seguir apresenta-se o Quadro 3 com as variáveis de controle e percepção de valor. Também será testada a influência dos anos e setores na amostra.

Quadro 3 - Indicadores de desempenho e percepção de mercado

VARIÁVEIS DE CONTROLE	PERCEPÇÃO DE VALOR PELO MERCADO	ESTUDOS CITADOS COMO JUSTIFICATIVA
Tamanho - Ativo Total	(-)	Alencar (2007)
ROE – Retorno sobre o Patrimônio Líquido	(+)	Alencar (2007), Vieira, Ceretta e Fonseca (2011)
<i>Payout</i>	(+)	Vieira, Ceretta e Fonseca (2011)
Liquidez	(+)	Vieira, Ceretta e Fonseca (2011)
Beta	(-)	Macagnan (2005), Macagnan (2007), Alencar (2007) e Vieira, Ceretta e Fonseca (2011)
Abaixo da Média de Endividamento do Setor – ABMES	(+)	Alencar (2007)

Relação positiva: (+)

Relação negativa: (-)

Fonte: Elaborado pelo autor

O Quadro 4 apresenta as variáveis independentes de controle, sua descrição e a fórmula adotada para o cálculo das mesmas, de acordo com as bases de dados da Economatica. Tendo por objetivo quantificar os valores que irão compor o modelo de regressão teórico proposto.

Quadro 4 - Variável de controle

VARIÁVEIS	DESCRIÇÃO	FÓRMULA*	UNIDADES
Tamanho	Ativo Total	Valor Total do Ativo	Bilhões de Reais
ROE	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido	$[\text{Lucro Líquido} / (\text{Patrimônio Líquido} - \text{Lucro Líquido})]$	Indicador
Liquidez	Liquidez em Bolsa	$100 * p/P * \sqrt{(n/N * v/V)}$	Indicador
Payout	Taxa de Distribuição de Lucros	$[(\text{Dividendos por Ação} + \text{Juros Sobre Capital Próprio por ação}) / \text{Lucro por Ação}]$	Indicador
Beta	Grau de Risco Não Sistemático da empresa	Retorno das ações da empresa em Relação ao IBOVESPA / Variância do IBOVESPA	Indicador
ABMES	Abaixo da Média de Endividamento do Setor	$[(\text{Dívida Líquida Empresa} / \text{Patrimônio Líquido Empresa}) < (\text{Média da Dívida Líquida Setor} / \text{Patrimônio})]$	Indicador

		Líquido Setor]]	
--	--	-----------------	--

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

** p = N° de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido.

P = N° total de dias do período escolhido.

n = N° negócios com a ação dentro do período escolhido.

N = N° de negócios com todas as ações dentro do período escolhido.

v = Volume em dinheiro com a ação dentro do período escolhido.

V = Volume em dinheiro com todas as ações dentro do período escolhido.

Fonte: Economática

4.3 POPULAÇÃO/AMOSTRA, FONTES DE EVIDÊNCIAS

A população de uma pesquisa de acordo com Beuren (2006, p. 118) “é a totalidade de elementos distintos que possui certa paridade nas características definidas para determinado estudo”. Exposto isso, a população desta pesquisa será composta pelas empresas que negociam ações na BM&FBOVESPA, totalizando o número de 535 empresas.

A amostra da pesquisa é definida por Marconi e Lakatos (2008) como uma porção ou parcela convenientemente selecionada de uma população, ou ainda, como subconjunto de um universo. Na presente pesquisa, a amostra será composta pelas empresas listadas no índice de ações BRASIL AMPLO da BM&FBovespa.

Esse índice, que foi lançado no mês de maio de 2011, tem por objetivo listar papéis que possuam índice de negociabilidade de 99% e foi estruturado em carteiras teóricas quadrimestrais. A primeira carteira teórica foi composta por 153 papéis, representando 139 empresas, sendo que essa composição pode ser verificada no Anexo A.

Com base nas empresas que compunham o índice BRASIL AMPLO, de maio de 2011, foram excluídas 396 empresas das 535 que operavam na bolsa por não comporem o índice. Outras 60 empresas foram excluídas por não disponibilizarem em seu *website*, para *download*, os relatórios anuais, apenas apresentando os relatórios de administração, demonstrações financeiras ou links falhos para *download*, restando, assim, somente 79 empresas na amostra. Entretanto, devido à técnica estatística utilizada por este estudo, não poderia haver falhas no *cross-section* da amostra, assim, todas as empresas

selecionadas deveriam ter disponibilizado para *download* o mesmo número de relatórios anuais, do período objeto de estudo da presente pesquisa, isto é, 2004 a 2010. Dessa forma, foram excluídas mais 58 empresas, mesmo que muitas tenham disponibilizado até 6 anos de relatórios anuais dos 7 necessários para a pesquisa.

Portanto, a amostra ficou composta por 21 empresas, conforme Anexo B. Mesmo parecendo uma amostra pequena, devido à técnica de dados em painel, que será utilizada na regressão dos dados, durante um período de 2004 a 2010, o número de observações sobe para 147 (21 empresas multiplicadas por 7 anos).

A coleta de dados foi feita em dois momentos: primeiramente, foram coletados, junto aos *sites* das empresas que compõem a amostra, os relatórios anuais dos anos de 2004 a 2010. Entende-se por relatório anual aqueles que as empresas divulgam com essa denominação. Esses dados secundários foram verificados por meio de uma análise de conteúdo, através de leitura, onde se buscou identificar as informações que as empresas estão divulgando ao mercado no que tange aos recursos intangíveis de capital humano. A segunda etapa da coleta de dados foi feita junto à Economática, que é um banco de dados que disponibiliza informações sobre análise de ações e de fundos de diversos países.

Nesse banco de dados foram coletados os seguintes dados: valor e número de ações, o passivo circulante, o passivo não circulante, o ativo circulante, o ativo total, valor do estoque, patrimônio líquido, dívida líquida, *payout*, roe e liquidez das ações, nos anos de 2004 a 2010, das empresas que compõem a amostra e que disponibilizaram em seus *sites* os relatórios anuais.

4.4 LIMITAÇÕES DO MÉTODO

Os resultados de uma pesquisa científica sempre correm o risco de estar viesados pela subjetividade no que tange à interpretação do pesquisador, sendo assim, os métodos utilizados na pesquisa apresentam limitações, sendo que essas, por sua vez são, reconhecidas. Com isso, pretende-se utilizar meios que minimizem as possíveis distorções que por ventura tenham ocorrido.

As limitações por parte da análise de conteúdo são decorrentes da categorização do texto, em virtude da redução de informações para a tabulação, ou seja, as informações contidas nos relatórios são analisadas de acordo com as categorias informacionais apresentadas por Macagnan (2009), Collis e Hussey (2005). Esses autores destacam que uma limitação dessa técnica é o descarte de grande quantidade de dados que poderiam ajudar a entender o fenômeno que está sendo estudado de maneira mais completa.

Outra limitação da pesquisa é a utilização do Q de Tobin para a verificação do valor de mercado das empresas, já que muitas são as fórmulas apresentadas nas pesquisas em diversos países. Porém, se fosse possível realizar o cálculo, buscar-se-ia uma fórmula que estivesse de acordo com a teoria, ainda que necessitasse dos dados que são disponibilizados pelas empresas, visto que não seria realizado contato direto com as mesmas. Portanto, essas informações deveriam estar disponibilizadas em fontes que o pesquisador tivesse acesso, como é o caso da Economática.

Além disso, há ainda as limitações da utilização de métodos estatísticos, pois se tende a considerar a estatística como sendo uma representação da verdade de uma determinada situação, porém, essa apresenta a complexidade da realidade em simples fatos. Ela deve ser analisada como fatos que são descobertos e não como números que são criados pelo pesquisador (BEST, 2001).

A seguir, no capítulo 5, apresentar-se-ão as análises referentes aos testes determinados, para testar as hipóteses criadas.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

O presente capítulo estruturar-se-á em três partes, sendo a primeira parte a análise descritiva do nível de evidenciação das informações de capital humano, apurado por meio da análise de conteúdo dos relatórios anuais das empresas da amostra. Em seguida, na segunda parte, analisar-se-ão a existência de correlação entre a variável dependente, independente e de controle, bem como os testes para escolha da regressão de dados em painel e o efeito mais adequado para a regressão para os dados da amostra. Na terceira parte, apresentar-se-ão os resultados obtidos por meio da regressão linear múltipla com dados em painel para cada hipótese.

5.1 ANÁLISE DESCRITIVA E CORRELAÇÃO

Para o início das análises descritivas, apresentar-se-á a classificação de cada empresa da amostra em cada setor, conforme a base de dados Económica (2011). Nesse momento, observa-se que são 12 os setores que compõem a pesquisa e a distribuição das empresas, nos setores, pode ser observada no Anexo H.

Na Tabela 3, encontra-se o peso de cada setor após a distribuição das empresas da pesquisa e, assim, pode-se constatar que não existe um equilíbrio na distribuição das empresas por setor, com uma grande diversificação de setores e muitos destes com apenas 1 empresa.

Tabela 3 - Representação das empresas por setor

SETOR	NÚMERO DE EMPRESAS	% EMPRESAS DA AMOSTRA
Têxtil	1	4,8
Outros	3	14,3
Siderurgia & Metalurgia	3	14,3
Energia Elétrica	4	19,0
Veículos e Peças	1	4,8
Minerais Não Metais	1	4,8
Papel e Celulose	2	9,5
Comércio	1	4,8
Petróleo e Gás	1	4,8
Telecomunicações	2	9,5
Química	1	4,8
Mineração	1	4,8
TOTAL DE EMPRESAS	21	100

Fonte: Elaborado pelo autor

A Tabela 3 apresenta a distribuição das empresas de acordo com a classificação dos setores fornecidas pela base de dados Económica, assim, observa-se que não existe uma distribuição uniforme das empresas. Após essa distribuição, os setores Têxtil; Veículos e Peças; Minerais Não Metais; Comércio; Petróleo e Gás; Química e Mineração apresentam apenas uma empresa em cada setor, cada empresa contribuindo com 4,8% do percentual total das empresas. É um percentual muito baixo para uma amostra por setor. Desse modo, as regressões estatísticas devem conter mecanismos de proteção, para que as mesmas não deturpem os resultados, como a utilização de Dummies.

Nas demais distribuições, encontram-se os setores Papel e Celulose e Telecomunicações, com representatividade cada de 9,5% sobre o total da amostra, respectivamente, duas empresas cada. Novamente, baixo para as pretensões de qualquer conclusão em relação a setores, inclusive, para os setores Outros e Siderurgia & Metalurgia, que têm 14,3% da amostra, com três empresas.

O setor com maior concentração de empresas é o de Energia Elétrica, com quatro empresas e um percentual de 19%. Apesar de ser o maior percentual de representatividade da amostra, também não se caracteriza por ter

significância na presente pesquisa. Há, portanto, que apresentar nas regressões *dummies* para controlar os setores e assim identificar a importância desses para os resultados.

Na Tabela 4, apresenta-se a estatística descritiva do nível de evidenciação do capital humano das empresas que compõem a amostra, compilados por ano de divulgação.

Tabela 4 - Estatística descritiva variável independente – NE Cap. Humano

ANO	MÍNIMO	MÁXIMO	MÉDIA	DESVIO PADRÃO
2004	10%	67%	39%	15%
2005	7%	70%	40%	15%
2006	13%	67%	40%	16%
2007	17%	67%	45%	13%
2008	7%	77%	45%	19%
2009	7%	73%	48%	18%
2010	7%	70%	48%	18%

Fonte: Elaborado pelo autor

No ano de 2004, com 39% de evidenciação das informações de capital humano tem-se a menor média de todos os períodos pesquisados. A diferença entre o menor nível de evidenciação de capital humano e o maior é de 57 pontos percentuais (P.P.). Apesar do baixo nível de evidenciação, o percentual mínimo de 10% não é o menor em relação aos demais períodos observados. O que justificaria a menor média seria sim o fato de o nível máximo com 67% estar entre os mais baixos de todo o período.

Em 2005, já existe um pequeno aumento na média de evidenciação com 40%, acompanhado de uma grande diferença de 63 P.P. entre o menor e o maior nível de evidenciação. Nota-se que na mesma medida que o menor nível de evidenciação 7% retrocedeu 3 P.P. em relação ao ano anterior, já o maior nível aumentou no mesmo montante chegando a 70%.

No ano de 2006, a média de 40% do ano anterior é mantida, no entanto, houve um maior estreitamento entre o percentual mínimo e máximo de evidenciação, com diferença de 54 pontos percentuais. Observa-se que o menor nível mínimo encontrado no ano é de 13%, superior a todos os percentuais

mínimos até então. No entanto, a média não apresentou um melhor desempenho devido à queda do nível máximo de evidenciação deste ano para 67%. Assim, reduzindo a distância entre as margens, porém, não melhorando a média como um todo.

Em 2007, um aumento significativo nas médias de evidenciação do capital humano com 45% pode ser observado. Além de apresentar a menor distância entre os níveis mínimos com os máximos, com uma diferença de 50 P.P., a menor diferença de todos os anos da amostra. Esse estreitamento dos níveis deve-se unicamente por um aumento expressivo no percentual mínimo de evidenciação atingindo 17%, em 2007. Não existiu, entretanto, um aumento propriamente nos níveis de informação voluntárias disponibilizadas, visto que o máximo de evidenciação do ano ficou entre os menores de todo o período da amostra.

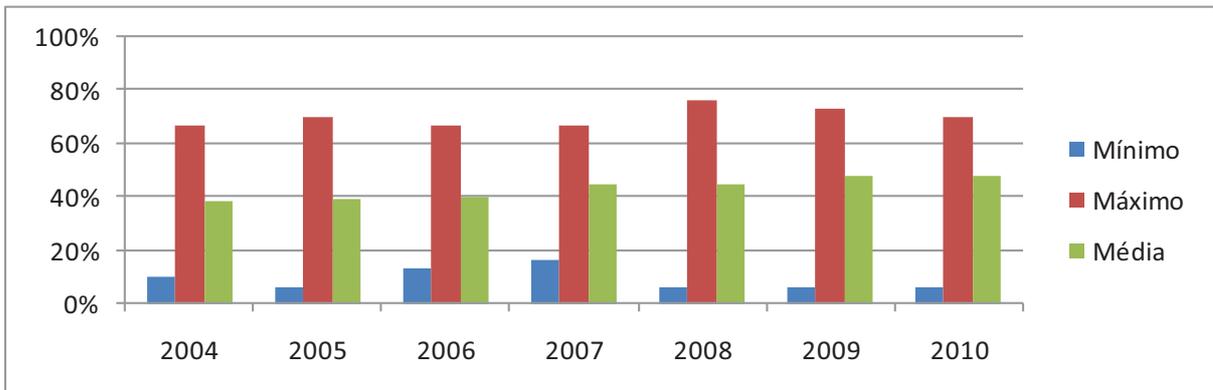
No ano de 2008, a média de evidenciação de 45% do ano anterior permaneceu. No entanto, nesse ano, encontra-se a maior diferença entre o mínimo de informação divulgada e o máximo, chegando a 70 P.P. Em 2008, encontram-se juntos um dos menores índices de evidenciação de todos os anos da amostra com 7% e o maior nível de evidenciação voluntária dos recursos intangíveis de capital humano da pesquisa com 77%.

Em 2009, a média de evidenciação atinge seu maior percentual chegando a 48%, junto com uma redução das diferenças entre os níveis em relação ao ano de 2008 com 64 P.P., mantendo a mínima em 7% de evidenciação e uma pequena retração na máxima para 73% em relação ao ano anterior.

No ano de 2010, mantêm-se a média de 48% do ano anterior, que também se configura como a maior média dos anos da pesquisa. Novamente, registra-se redução das diferenças entre as médias, chegando em 60 P.P., redução essa que também detectada no nível máximo de evidenciação, chegando a 70%, que embora elevado, vem diminuindo em relação aos anos anteriores. Já o nível mínimo de evidenciação de 2010, com 7%, acompanha a maioria dos anos da pesquisa.

O Gráfico 1, a seguir, mostra o comportamento dos níveis de evidenciação do capital humano das empresas da amostra durante o período em estudo.

Gráfico 1 - Comportamento do nível de evidenciação de capital humano



Fonte: Elaborado pelo autor

O comportamento dos percentuais mínimos de evidenciação, na maior parte dos anos, como 2005, 2008, 2009 e 2010, teve como piso de evidenciação o percentual de 7%, o que pode apresentar um possível entendimento em relação às empresas da amostra. Elas entendem por ser o mínimo de informação de capital humano que devam expor ao mercado, principalmente, se observarmos o comportamento idêntico de evidenciação mínima de 7% nos últimos 3 anos.

O máximo de evidenciação voluntária sobre o capital humano das empresas pesquisadas nunca foi inferior a 67%. Os maiores percentuais de evidenciação foram nos anos de 2005, 2008, 2009 e 2010, ficando entre 70% e 77%, coincidentemente, os mesmos anos em que foram registrados os menores percentuais de evidenciação, fato que pode ter ocorrido graças à identificação do quanto essa evidenciação possa ter influência para cada empresa. Isto é, algumas podem identificar como importante a exposição desse capital. Dessa forma, explorar mais em relação às outras empresas da amostra, que pouco têm interesse ou viram resultados com a evidenciação do capital humano.

As médias de evidenciação entre todas as empresas da amostra, nos anos pesquisados, apresentam um comportamento de crescimento, com intervalos de 2 anos, tendo a menor média, em 2004, com 39%. Em 2005, a média de evidenciação sobe para 40% e mantém-se assim, em 2006. Em 2007, há um novo crescimento na média em relação aos dois anos anteriores, atingindo 45%, o maior crescimento das médias entre todos os períodos da amostra, com uma evolução de 5 pontos percentuais e, novamente, mantendo-

se para o anos seguintes de 2008. Repetindo o crescimento bianual observado no Gráfico 1, para 2009, a média de evidenciação subiu para 48% e permaneceu em 2010, sendo essas as maiores médias dentre todas apresentadas na presente pesquisa.

Na Tabela 5, apresenta-se a estatística descritiva da variável dependente, Q Tobin's, utilizada para identificar a percepção de valor das empresas em relação à variável a ser testada "nível de evidenciação do capital humano".

Tabela 5 - Estatística descritiva variável dependente – Q Tobin's

ANO	MÍNIMO	MÁXIMO	MÉDIA	DESVIO PADRÃO
2004	0,49	2,22	1,13	0,50
2005	0,45	2,39	1,19	0,55
2006	0,47	2,48	1,31	0,48
2007	0,41	2,52	1,40	0,63
2008	0,41	1,96	0,87	0,40
2009	0,53	2,67	1,21	0,51
2010	0,48	3,55	1,22	0,66

Fonte: Elaborado pelo autor

O índice de Q de Tobin, na sua origem, representa o valor de mercado das empresas em relação ao custo de reposição dos seus ativos, onde as empresas com índices acima de 1 teriam maior valorização do que custo de reposição dos seus ativos e estariam propensas a efetuar investimentos. Ao contrário, quando o índice for abaixo de 1, representaria que sua valorização no mercado seria inferior aos investimentos feitos até então para que ela exista. Dessa maneira, desencorajando novos investimentos e, inclusive, tornando as empresas propensas a venderem ativos.

Ao analisar os índices mínimos, não foi encontrado um padrão de desempenho, visto que flutuava entre seu índice mais baixo 0,41, nos anos de 2007 e 2008, exatamente no período da crise financeira mundial e atingindo 0,53 em 2009. Índices que, excluindo os anos de 2008 e 2009, ficaram, inclusive, abaixo do desvio padrão da média.

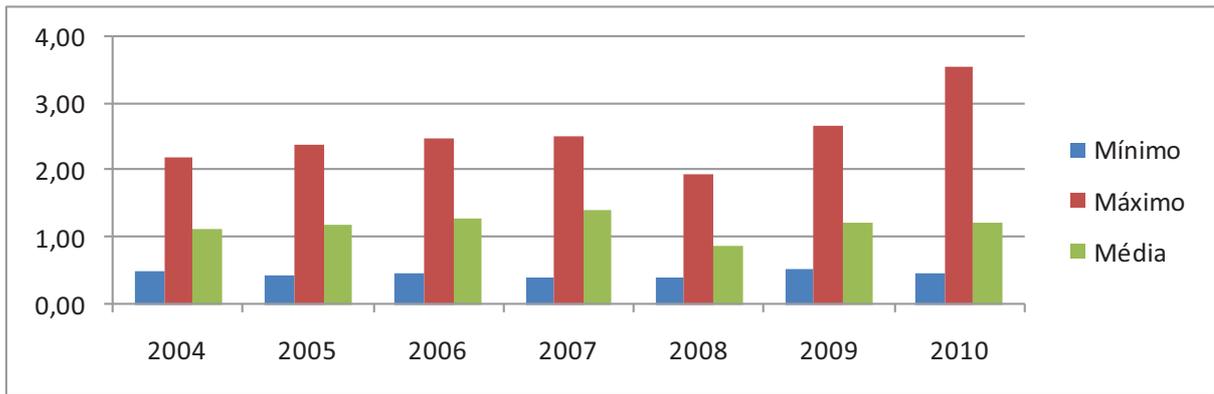
Nos índices máximos de Q Tobin's, pode-se identificar um comportamento simétrico entre os anos da pesquisa, com uma constante evolução desses. Em 2004 foi de 2,22, subindo em 2005 para 2,39, repetindo a boa confiança dos investidores, em 2006, elevando para 2,48 até o número de 2,52, em 2007. O desempenho de 2008 de 1,96 quebra a sequência de elevação dos índices máximos de Q Tobin's, reduzindo-os em 22,22% em relação a 2007, consequência da crise financeira mundial, que teve seu ápice em 2008.

A quebra no crescimento do índice pode facilmente ser vista no Gráfico 2, que também apresenta a retomada da confiança nas empresas, por parte do mercado. No ano seguinte de 2009, com índice de 2,67, identificou-se um crescimento em relação ao ano de 2008 de 36,22%. No ano de 2010, encontra-se o maior índice de Q de Tobin's, dentre os anos da amostra, chegando a 3,55, que é 32,96% maior que 2009, claramente, retomando ao desempenho de crescimento nos índices máximos dos anos da amostra, subtraindo o ano de 2008.

Similarmente ao nível máximo do Q de Tobin's, apresentados na Tabela 6, a média dos índices também apresenta um comportamento de crescimento anual, tendo seu menor índice médio, em 2004, com 1,13. No ano de 2005, registrou-se crescimento para 1,19 na sequência, em 2006, novo crescimento chegando a 1,31. No ano de 2007, encontrou-se a maior média dos índices de Q de Tobin's, dentre os anos da amostra, com 1,40, esse teto também pode ser observado no Gráfico 2, onde também se pode visualizar a queda ocorrida nas médias no ano de 2008, queda essa de 37,86%, em relação ao ano de 2007.

Repetindo o comportamento ocorrido nos níveis máximos de Q de Tobin's, o ano de 2009, com índice de 1,21, registrou a recuperação da média em relação ao ano anterior de uma forma expressiva, com aumento de 39,08%. Apesar da recuperação, o índice aproximou-se ao patamar encontrado somente em 2005, retroagindo 4 anos. Em 2010, onde o índice foi de 1,22, observou-se novo crescimento, porém, modesto, em relação ao ano de 2009.

Gráfico 2 - Comportamento da variável dependente – Q Tobin's



Fonte: Elaborado pelo autor

Na Tabela 6, a seguir, apresenta-se a análise descritiva do nível de evidenciação do capital humano e a variável dependente Q de Tobin's, utilizada para repercutir a influência dessa na percepção de valor das empresas da amostra, conforme Anexo F. Observando a defasagem de um ano, nas evidenciações, por entender que as informações evidenciadas em um ano, apenas podem repercutir ou influenciar o desempenho do período seguinte.

Tabela 6 - Estatística descritiva das variáveis dependente e independente

ANO	VARIÁVEIS DEPENDENTE E INDEPENDENTE	MÍNIMO	MÁXIMO	MÉDIA	DESVIO PADRÃO
2005	Q Tobin's	0,45	2,39	1,19	0,55
2004	Nível Evid. - NE	10%	67%	39%	0,15
2006	Q Tobin's	0,47	2,48	1,31	0,48
2005	Nível Evid. - NE	7%	70%	40%	0,15
2007	Q Tobin's	0,41	2,52	1,40	0,63
2006	Nível Evid. - NE	13%	67%	40%	0,16
2008	Q Tobin's	0,41	1,96	0,87	0,40
2007	Nível Evid. - NE	17%	67%	45%	0,13
2009	Q Tobin's	0,53	2,67	1,21	0,51
2008	Nível Evid. - NE	7%	77%	45%	0,19
2010	Q Tobin's	0,48	3,55	1,22	0,66
2009	Nível Evid. - NE	7%	73%	48%	0,18

Fonte: Elaborado pelo autor

Comparando de forma descritiva os níveis mínimos de evidenciação de um ano e sua possível influência no desempenho do Q de Tobin's, no ano

seguinte, não é possível identificar nenhum padrão de comportamento, visto que nos anos de 2005, 2008 e 2009, foram os de menores percentuais de evidenciação, 7%, entre os níveis mínimos. A repercussão no Q de Tobin's, nos anos posteriores, 2006, 2009 e 2010, flutuam entre os menores e o maior índice mínimo que é 0,53, logo, difícil associação pela estatística descritiva. Principalmente, quando se observa o desempenho de 2007, com o maior nível mínimo de evidenciação, 17%, sendo que sua influência observada pelo Q de Tobin's, do ano de 2008, foi a mais baixa entre todos os índices mínimos. Obviamente, a crise financeira foi quem derrubou o Q de Tobins, comprometendo qualquer análise, utilizando o ano de 2008.

Entre os níveis máximos, a análise não é diferente, isto é, não é possível identificar um padrão de comportamento. Os anos de 2005, 2006 e 2007 que têm o menor percentual de evidenciação, 67%, dentro dos níveis máximos encontrados, apresentam nos anos posteriores, 2006, 2007 e 2008, índices de 2,39, 2,52 e 1,96, respectivamente. Um crescimento no índice, sem alteração no nível de evidenciação, isso, desconsiderando o índice de 2008, que sofre influência da crise financeira mundial. Essa observação poderia significar que não existe uma relação entre o nível de evidenciação e a percepção de valor das empresas.

Já em 2005, com o nível de evidenciação de 70% e, em 2008, com 77%, notou-se a evolução no percentual de evidenciação e também uma evidenciação nos índices de Q de Tobin's com 2,48 e 2,67. Dessa forma, poder-se-ia considerar que uma maior evidenciação pudesse influenciar de forma positiva na percepção de valor da empresa. Contudo, no ano de 2009, encontra-se uma retração no nível de evidenciação, para o percentual de 73%, em relação ao ano anterior, ao mesmo tempo em que o seu reflexo, em 2010, ano posterior, representou o maior índice de Q de Tobin's de toda a amostra com 3,55 com um aumento de 0,88 pontos em relação ao ano anterior, tornando negativa a relação entre o nível de evidenciação e a percepção de valor.

Logo, ao se analisar os níveis máximos de evidenciação e Q de Tobin's, encontram-se relações que validam e refutam a hipótese formulada, reforçando a necessidade de análises mais robustas, como as regressões estatísticas.

Nas análises dos níveis médios de evidenciação, novamente, encontram-se relações que validam e refutam a hipótese a ser testada para a relação entre

a evidenciação e a percepção de valor. Nota-se que existe um aumento, em 2004 e 2005, com 39% e 40% de nível médio de evidenciação, para também um aumento no índice médio de Q de Tobin's, nos anos posteriores de 2005 e 2006, com 1,19 e 1,31, o que mostra uma relação positiva entre os objetos da pesquisa.

No entanto, entre 2005 e 2006, o nível médio de evidenciação é idêntico com 40% e o índice médio de percepção de valor tem um aumento, saindo, em 2006, de 1,19 para 1,31, em 2007, anos posteriores à divulgação das informações, identificando que não existe influência na percepção de valor por parte do nível de evidenciação. Novamente, exclui-se da análise o desempenho de 2008, por influência de problemas na economia mundial como um todo e independentes das empresas da amostra.

Nos anos de 2006 e 2009, os níveis médios de evidenciação, que são respectivamente 40% e 48%, têm nitidamente um grande crescimento com um aumento de 8 pontos percentuais. No entanto, o reflexo na percepção de valor das empresas ocorre de forma inversa, com uma retração no índice médio do Q de Tobin's de 1,40, em 2007, e para 1,22, em 2010. Logo, sugerindo que há uma relação negativa entre os objetos pesquisados, a passo que um aumento no nível médio de evidenciação repercutiu de forma negativa no índice médio de Q de Tobin's.

A seguir, apresentar-se-á a análise da correlação entre a variável explicativa, Nível de Evidenciação do Capital Humano, variáveis de controle e a variável dependente Q de Tobin's.

O principal objetivo da análise da matriz de correlação entre as variáveis envolvidas é medir o grau de associação linear entre elas (GUJARATI, 2006). Na Tabela 7, encontram-se os coeficientes de correlação entre a variável dependente *Q de Tobin's* "q". Este teste é importante antes de iniciar as regressões, para identificar se existem duas variáveis altamente correlacionadas. Dessa forma, evita-se essas variáveis no modelo econométrico, pois elas poderiam causar problemas de multicolinearidade, onde as variáveis independentes possuem relações lineares exatas ou aproximadamente exatas (WOOLDRIDGE, 2010).

Tabela 7 - Matriz de correlação das variáveis do modelo

	q	net1	roe	atln	po	liquidez	beta	abmes
q	1.0000							
net1	-0.0826	1.0000						
roe	0.3893	-0.0582	1.0000					
atln	-0.0308	0.2937	-0.0713	1.0000				
po	0.2198	-0.0598	0.1166	-0.0724	1.0000			
liquidez	0.1282	0.2491	0.2199	0.6447	-0.1917	1.0000		
beta	-0.1277	0.0068	0.0274	0.1440	-0.3646	0.3451	1.0000	
abmes	-0.0233	-0.1344	-0.0639	-0.0344	0.0482	-0.0222	-0.0413	1.0000

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao analisar a matriz de correlação construída, observa-se que todas as variáveis apresentadas têm correlação com a variável dependente, mas nenhuma tem alta correlação a ponto de justificar sua retirada do modelo e, tampouco, com baixa significância que não justificasse sua presença no mesmo. A variável Liquidez e Atln (Ativo logaritimado) têm correlação moderadamente alta com 0,64, o que sugere uma melhor atenção nos modelos de regressões testados.

Deve ser observado que as variáveis Net1 (Nível de Evidenciação ano anterior), atln, beta e abmes apresentam correlação negativa com a variável dependente, isto é, influenciam negativamente no resultado da mesma. O nível de evidenciação também influencia de forma negativa no roe (retorno sobre patrimônio líquido), po (*payout*) e Abmes. Outras, por sua vez, correlacionam-se de forma positiva com a variável dependente, como o roe, po e liquidez.

Feita a análise de correlação entre as variáveis da próxima seção, há de se testar a necessidade da utilização de dados em painel no modelo de regressão que será adotado e o próximo passo é a realização dos testes para definir o efeito mais adequado, isto é, fixo ou aleatório, para o modelo de regressão.

5.2 ANÁLISE DA REGRESSÃO

Para determinar a necessidade de dados em painel ou *pooled* para as regressões, foi realizado o teste de Breusch and Pagan (GUJARATI, 1988). O qual indicou o modelo de dados em painel como o mais adequado, com a estatística do *p-value* de 0,000. Esse se deve pelo fato de existirem variáveis

que não estão no modelo, mas devem ser controladas em nível das empresas da amostra, conforme o Anexo I.

Foi realizado também o teste de Hausman (HAUSMAN, 1978), que é um dos instrumentos que pode ser usado para determinar se existe endogeneidade entre as variáveis. Desse modo, determinar-se-á qual efeito norteará as regressões, isto é, se o efeito deve ser fixo ou aleatório. Com um *p-value* de 0,5371, anexo J, observa-se que o efeito aleatório é o mais apropriado. Esse efeito já era esperado, principalmente, notando o tamanho das observações da amostra.

Com a determinação do modelo principal, contendo dados em painel e efeito aleatório, foi rodada a regressão, de acordo com o modelo teórico proposto no item 4.1:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 NE_{it} + \beta_2 AT_{it} + \beta_3 Roe_{it} + \beta_4 Payout_{it} + \beta_5$$

$$Liquidez_{it} + \beta_6 Beta_{it} + \beta_7 Abmes_{it} + \beta_8 Ano_{it} + \beta_9 Setor_{it} + e_{it} \quad 1$$

O objetivo consistiu em testar a hipótese da presente pesquisa sobre a existência de uma relação entre o nível de evidenciação voluntária do capital humano, publicado nos anos de 2004 a 2009, e a percepção de valor das empresas da amostra, nos anos de 2005 a 2010. A regressão testada e os seus resultados são observados na Tabela 8.

Tabela 8 - Resultados da regressão teórica inicial

Dependent Variable: Q		Periods included: 6		
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)		Total panel (unbalanced) observations: 121		
Sample (adjusted): 2005 2010		Cross-sections included: 21		
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NE(-1)	0.137642	0.351725	0.390	0.696
AT_LN_	-0.078776	0.055483	-1.420	0.156
ROE	1.082863	0.982935	1.100	0.271
PO	0.167632	0.134906	1.240	0.214
LIQUIDEZ	0.011255	0.031170	0.360	0.518
BETA	0.082143	0.130797	0.630	0.530
ABMES	-0.121932	0.113905	-1.070	0.284
C	2.158218	0.783028	2.760	0.006
SETOR="Comércio"	0.277718	0.352349	0.790	0.431
SETOR="Energia Elétrica"	-0.174535	0.168445	-1.040	0.300
SETOR="Mineração"	0.264731	0.399371	0.660	0.407
SETOR="Minerais Não Metais"	1.291093	0.182201	7.090	0.000
SETOR="Outros"	0.028755	0.200725	0.140	0.586
SETOR="Papel e Celulose"	-0.368638	0.345489	-1.070	0.286
SETOR="Petróleo e Gás"	-0.068280	0.195865	-0.350	0.527
SETOR="Química"	-0.395369	0.056920	-6.950	0.000
SETOR="Siderur & Metalurgia"	-0.238435	0.163146	-1.460	0.144
SETOR="Telecomunicações"	0.493812	0.345365	1.430	0.153
SETOR="Têxtil"	-0.248440	0.247096	-1.010	0.315
SETOR="Veículos e Peças"	0.029823	0.220765	0.140	0.593
2005	-0.111986	0.184926	-0.610	0.645
2006	0.111945	0.153019	0.730	0.664
2007	0.219746	0.137532	1.600	0.810
2008	-0.346754	0.123696	-2.800	0.005
2009	0.062277	0.089703	0.690	0.688
2010	0.228564	0.148965	1.265	0.625
R-squared	0.316000	Durbin-Watson stat		2.3564193
Adjusted R-squared	0.295480			

Fonte: Elaborado pelo autor

As análises, a seguir, contemplarão tanto um viés de significância estatística quanto de significância econômica, em relação aos resultados das variações do modelo econométrico.

A Tabela 8 apresenta o modelo econométrico completo, conforme descrito na metodologia, com todas as variáveis: dependente, explicativa de análise e controle. O número de observações foi de 121 e, nesta regressão, com exceção dos setores de Química e Minerais não metais com p-value de 0.000 e o ano de 2008 com p-value de 0.005, nenhuma outra variável teve nível de significância, inclusive, a variável de análise NE_{it} , o que poderia rejeitar a hipótese de que o nível de evidenciação voluntária de capital humano influencia no valor das empresas da amostra. Porém, deve-se observar que nenhuma variável teria significância, seja estatística ou econômica, sugerindo uma melhor observação do modelo.

Desta forma, optou-se em retirar do modelo econométrico teórico a variável de controle Ano, por ser o grupo de variáveis com menor significância dentre as variáveis explicativas. Mesmo que o ano de 2008 tenha apresentado uma significância estatística, optou-se por retirá-lo do modelo junto com os demais anos, pois foi um ano atípico, de uma grave crise econômica e, desta forma, um ano de resultados isolados e não normativos. O fato de 2008 ter sido significativo, simplesmente, está representando o óbvio, ou seja, que, neste ano, ocorreram alterações que implicaram em uma quebra estrutural, ou que a variável ano foi mais significativa que as variáveis do modelo, dando a ele essa significância.

Fica mantida a variável de análise $\beta_1 NE_{it}$, que, mesmo não tendo significância considerada, é o objeto de pesquisa do presente trabalho e por consequência não poderia ser omitida em uma nova regressão. Após, é retirado do modelo teórico a variável de controle Ano e o modelo de regressão para novo teste ficou conforme abaixo:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 NE_{it} + \beta_2 AT_{it} + \beta_3 Roe_{it} + \beta_4 Payout_{it} + \beta_5$$

$$Liquidez_{it} + \beta_6 Beta_{it} + \beta_7 Abmes_{it} + \beta_8 Setor_{it} + e_{it} \quad 2$$

O Modelo 2 da regressão rodado sem a variável Ano, contém 121 observações e a variável $\beta_1 NE_{it}$, com *p-value* de 0,029, aparece como variável altamente significativa para a variável dependente. A variável $\beta_1 NE_{it}$ apresentou coeficiente negativo de -0,570, rejeitada a hipótese de que existe uma relação direta entre o nível de evidenciação voluntária do capital humano, publicado nos anos de 2004 a 2009, e a percepção de valor das empresas da amostra, nos

anos de 2005 a 2010, tendo um maior valor de empresa associado a um maior nível de evidenciação deste capital. Este resultado pode ser considerado economicamente relevante.

A variável *Abmes*, com *p-value* 0,028, mostrou ser altamente significativa para a variável dependente. Também com coeficiente negativo de -0,189, com influência estatística e econômica moderada, alterando o seu resultado no modelo 1, onde não era significativa com a variável dependente *Q* de Tobin.

As demais variáveis de controle utilizadas, assim como no modelo de regressão 1, não mostraram ter significância com a variável dependente *Q* de Tobins: $\beta_2 AT_{it}$ apresentou um *p-value* de 0,177; $\beta_4 Payout_{it}$ com *p-value* 0,336; $\beta_5 Liquidez_{it}$ apresentou o *p-value* em 0,997; e $\beta_6 Beta_{it}$ com um *p-value* de 0,858). Outra variável que não apresentou significância estatística foi $\beta_3 Roe_{it}$ com *p-value* de 0,601; contrariando as teorias onde o mesmo tem relação com o valor da empresa. Uma explicação pode vir do pequeno número de amostra, das peculiaridades dos setores envolvidos e da grave crise econômica de 2008, que ainda repercute no cenário mundial e, conseqüentemente, no brasileiro. A de se levar em consideração ainda que, até o terceiro trimestre de 2008, as empresas apresentavam lucros muito bons, representando inclusive recordes para algumas destas empresas. Por outro lado, com a mudança da percepção de risco do fim de 2008, derrubou-se o valor de mercado das empresas e, conseqüentemente, do *Q* de Tobin, invertendo a correlação tradicional do ROE com o *Q* de Tobin.

Desta forma, estas variáveis que não apresentaram relação significativa serão retiradas do modelo para uma nova regressão, com exceção da variável de controle $\beta_2 AT_{it}$ que apresentou um *p-value* de 0,177, sendo a mais próxima de significância dentre as variáveis não significantes. As variáveis setoriais, que tiveram uma média de *p-value* na casa de 0,3, permanecerão no modelo para um novo teste. Assim, o novo modelo proposto será:

$$Q_{it} = \beta_0 + \beta_1 NE_{it} + \beta_2 AT_{it} + \beta_3 Abmes_{it} + \beta_4 Setor_{it} + e_{it} \quad 3$$

Os resultados encontrados na regressão do modelo 3 podem ser conferidos na Tabela 9.

Tabela 9 - Resultados da regressão final

Dependent Variable: Q		Periods included: 6		
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)		Total panel (unbalanced) observations: 125		
Sample (adjusted): 2005 2010		Cross-sections included: 21		
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
NE(-1)	-0.660778	0.234453	-2.818380	0.0057
AT_LN_	-0.145277	0.046843	-3.101347	0.0025
ABMES	-0.148216	0.060490	-2.450244	0.0159
C	5.327802	0.726291	7.335625	0.0000
SETOR="Comércio"	-1.604103	0.927433	-1.729616	0.0865
SETOR="Energia Elétrica"	-1.212478	0.935241	-1.296433	0.1976
SETOR="Mineração"	-0.451273	1.070980	-0.421364	0.6743
SETOR="Minerais Não Metais"	-2.062304	0.385640	-5.347744	0.0000
SETOR="Outros"	-1.219828	0.865285	-1.409742	0.1615
SETOR="Papel e Celulose"	-1.729499	0.917760	-1.884479	0.0622
SETOR="Petróleo e Gas"	-0.629225	1.216890	-0.517077	0.6062
SETOR="Química"	-1.946848	0.730414	-2.665404	0.0089
SETOR="Siderur & Metalurgia"	-1.593118	0.832993	-1.912524	0.0584
SETOR="Telecomunicações"	-1.568630	1.085204	-1.445470	0.1512
SETOR="Têxtil"	-1.516185	0.904122	-1.676970	0.0964
SETOR="Veículos e Peças"	-1.569068	0.963464	-1.628569	0.1063
R-squared	0.173408	Prob (F-statistic)		0.108819
Adjusted R-squared	0.059657	Durbin-Watson stat		2.255143
F-statistic	1.524450			

Fonte: Elaborado pelo autor

O modelo final da Tabela 10 apresenta a variável a ser testada $\beta_1 NE_{it}$, assim como as variáveis de controle $\beta_2 AT_{it}$, $\beta_3 Abmes_{it}$ e $\beta_4 Setor_{it}$. Dessa forma, a quantidade de observações é de 125. Com significância estatística de 95%, o $\beta_1 NE_{it}$ tem *p-value* de 0.0057, por sua vez, o $\beta_2 AT_{it}$ possui um *p-value* de 0.0025 e a variável $\beta_3 Abmes_{it}$ com *p-value* de 0.0159. Entre as variáveis setoriais, destaque para os setores de Minerais não Metais com alto nível de significância para um *p-value* de 0.0000. Entretanto, há de se observar que, nesta pesquisa, este setor é composto por apenas uma empresa, a ETERNIT, e, portanto, este resultado não pode ser destacado como um resultado deste setor, e, sim, desta empresa. Da mesma forma, acontece com o setor de Química com *p-value* igualmente de 0.0000 e também com apenas 1 empresa, a ULTRAPAR.

A variável explicativa de análise testada $\beta_1 NE_{it}$, novamente voltou a apresentar um coeficiente negativo e altamente significativo economicamente com -0,6607, concordando com o modelo 2 quanto à influência negativa do nível de evidenciação voluntário de capital humano no *Q de Tobin's* das empresas da amostra e dando respaldo à teoria do custo do proprietário.

A variável de controle $\beta_2 AT_{it}$, com um coeficiente de -0,145, de significância econômica moderada, também apresenta influência negativa, confirmando os estudos apresentados na revisão de literatura empírica, conforme Quadro 3, em que o tamanho da empresa tende a ter influência negativa no valor de mercado da mesma.

Outra variável de controle utilizada no modelo o $\beta_3 Abmes_{it}$, com influência negativa no seu coeficiente na ordem de -0,1485, significância econômica moderada, mas contraditória à teoria e revisão dos trabalhos empíricos Quadro 3, uma vez que empresas com baixo endividamento tenderiam a ter mais capacidade de endividamento para novos projetos e maior valorização das ações.

5.3 ANÁLISE DA HIPÓTESE DAS CONSEQUÊNCIAS DO NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO VOLUNTÁRIA DO CAPITAL HUMANO

A hipótese formulada, no capítulo 3, de que o valor de mercado, configurado pelo *Q de Tobin* depende do nível da evidenciação do capital humano (NE) e que essa é uma relação direta, ou seja, o parâmetro estimado será testado por:

$$H_0 : \beta = 0$$

$$H_1 : \beta > 0$$

Sendo testada a aceitação ou rejeição de H_0 .

De acordo com os resultados observados na Tabela 10, podemos afirmar para a referida pesquisa, com base nos dados da mesma, a aceitação de H_0 e a rejeição de H_1 . Constatando que o nível de evidenciação voluntária do capital humano publicado nos anos de 2004 a 2009 não tem impacto direto no valor das

empresas que compõem a amostra, nos anos de 2005 a 2010, contrariando a expectativa da presente pesquisa.

A relação negativa entre o nível de evidenciação voluntária de capital humano e a percepção de valor das empresas foi considerada pela presente pesquisa como plausível, contrariando a teoria da agência e encontrando explicações na teoria do custo do proprietário. Há de se observar que, dependendo da importância do capital humano para determinadas empresas, a evidenciação deste pode expor ao mercado um diferencial competitivo, confirmando a teoria do custo do proprietário. Tendo em vista a estrutura de capital das empresas negociadas na bolsa, em que a gestão e o controle são feitos por um acionista, na maioria das vezes, majoritário, este pode entender que o retorno vindo do mercado por esta informação é menor que o custo de sua possível perda.

Por essa lógica, quanto maior o nível de evidenciação, maiores seriam os custos do proprietário, dentre esses custos a perda de vantagens competitivas ao evidenciar informações de caráter estratégico. Dependendo do setor e da importância do capital humano para este setor ou empresa, a perda deste capital ou a exposição da sua formação poderia contribuir para o desenvolvimento da expertise dos concorrentes, um fator extremamente importante e que pode ter contribuído, para a rejeição da hipótese, onde o nível de evidenciação do capital humano influencia de forma direta no *Q de Tobin's*. O valor da empresa estimado pelo *Q de Tobin* é proporcional ao nível de evidenciação e quanto maior este nível maior o valor da empresa. Encontra embasamento tanto na teoria do custo do proprietário, quanto na fórmula do *Q de Tobin's*.

Além disso, empresas com um ativo total subavaliado, por não contar com o valor do capital humano, querendo limitar ou omitir a existência desse capital nas divulgações voluntárias, criarão empresas com *Q de Tobin's* alto, já que a base de divisão da equação é o ativo total e com um nível baixo de evidenciação de capital humano. Isso leva à dedução de que o setor é um forte responsável pelo nível de evidenciação do capital humano. A seguir, apresentar-se-ão as considerações finais e as sugestões para futuras pesquisas.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa analisou a relação entre o nível de evidenciação voluntária do capital humano e a percepção de valor das empresas, tendo como fundamento os pressupostos das teorias de agência e da teoria do custo do proprietário. As teorias envolvidas na pesquisa destacam que os níveis de evidenciação de uma empresa podem reduzir custos e minimizar conflitos de agência, conforme a teoria de agência ou gerar custos para as mesmas, como perda de mercado competitivo ou custos de produção e divulgação destas informações, de acordo com a teoria do custo dos proprietários. Para testar as teorias envolvidas, após estimar o nível de evidenciação das empresas que compunham a amostra, procurou-se identificar a sua consequência, na percepção de valor dessas configuradas pelo Q de Tobin.

As informações analisadas de caráter voluntário dizem respeito unicamente ao capital humano das empresas da pesquisa e informado nos seus respectivos relatórios anuais. O enfoque foi unicamente quantitativo, não levando em consideração a qualidade das informações, mas se as mesmas existiam ou não, informações essas caracterizadas por serem de recursos intangíveis e, assim, de difícil mensuração e identificação, principalmente, pela contabilidade tradicional. Mas que, por sua vez, podem ser um grande diferencial competitivo e agregador de valor nas empresas e possivelmente justificando a diferença do valor patrimonial contábil para o valor de mercado desta.

Os objetivos propostos foram atingidos ao se verificar a relação entre a evidenciação voluntária dos recursos intangíveis de capital humano e a percepção de valor das empresas listadas na BM&FBOVESPA, durante o período de 2004 a 2010. Nesse período de 7 anos, foram construídos os níveis de evidenciação de 21 empresas dos mais diversos setores, listadas na bolsa de valores BM&FBOVESPA. Além das percepções de valor dessas empresas com base no índice de *Q de Tobin's* e, logo após, por meio de regressões lineares múltiplas com dados em painel, confrontados os níveis encontrados com os índices do ano seguinte.

A partir dos resultados obtidos, por meio dessas regressões, podemos afirmar que:

- a) Não foram encontrados resultados que pudessem confirmar a hipótese de uma relação positiva entre o nível de evidenciação e a percepção de valor das empresas. Ao contrário, houve resultado negativo para essa relação. Logo, considera-se para a presente pesquisa que a hipótese de uma relação positiva entre o nível de evidenciação do capital humano com a percepção de valor das empresas está rejeitada;
- b) A hipótese de uma relação negativa entre a evidenciação do capital humano e a percepção de valor das empresas encontra forte fundamentação nos resultados encontrados nesta pesquisa. Aqui, o modelo de regressão final testado confirmou essa hipótese, isto é, rejeitando H1, com coeficiente negativo de -0,6607. Possivelmente, por influência dos setores que compunham a amostra. Esses setores, onde o capital humano pode ser mais importante, tendem a não querer expor esse diferencial competitivo e até estratégico. Além das questões de normas contábeis tradicionais, esse capital não está presente em sua totalidade no ativo dessas empresas, contribuindo para uma maior diferença entre o valor patrimonial e de mercado delas. Assim, a presente pesquisa entende como plausível a relação negativa entre a evidenciação de capital humano e a percepção de valor na presente pesquisa.

De modo geral, pode-se considerar que o resultado contribui para as teorias desenvolvidas em relação aos custos dos proprietários, pois aponta para uma perda de valor nas empresas que expõem ao mercado seus recursos intangíveis de capital humano e podem ser considerados de caráter estratégico, contrariando as observações destacadas pela teoria de agência, que defende a redução da assimetria informacional como uma ferramenta para redução de custos.

O BRASIL AMPLO, índice composto por 139 empresas, com 99% de negociabilidade na bolsa de valores, contém 60 empresas que não disponibilizaram, em seus *websites*, relatórios anuais, nos anos da pesquisa, ou sequer em qualquer ano. Além de outras 58 que não apresentaram regularidade

na divulgação dos seus relatórios anuais, no período de 2004 a 2010, comprometendo a sua inclusão na amostra.

Isso chama a atenção pela falta de comprometimento com os *stakeholders*, comprometendo a eficiência do mercado na sua forma forte. Entretanto, não podemos deixar de considerar que o relatório anual das empresas, talvez não seja a fonte de coleta de dados mais adequada para medir o nível de evidenciação do capital humano, o que pode ter contribuído para o resultado encontrado na presente pesquisa. Afinal, de 139 empresas da amostra inicial, apenas 21 divulgaram seus relatórios anuais com regularidade, no período de 2004 a 2010.

Por fim, com relação aos novos estudos sobre o tema, recomenda-se que sejam realizadas pesquisas no seguinte sentido:

- a) Para identificar em quais setores o capital humano tem maior importância e para investigar a evidenciação do capital humano nestas empresas em relação às demais, onde o capital humano não tem tanta importância. Desse modo, poder-se-á identificar se a percepção de valor do capital humano pode variar segundo o setor e se pode ser utilizado como diferencial competitivo na valorização das ações, no mercado de capitais brasileiro;
- b) Em futuras pesquisas sobre evidenciação voluntária do capital humano, recomenda-se, também, utilizar toda forma de evidenciação voluntária, como informação tanto do relatório anual, quanto as disponibilizadas nos sites das empresas em qualquer seção, inclusive qualquer relatório, excluindo apenas informações de caráter obrigatório. Assim, um nível diferente de evidenciação voluntária do capital humano poderia ser constatado; e, finalmente:
- c) Testar se o perfil do investidor influencia no nível de evidenciação voluntária, isto é, empresas que tenham uma maior quantidade de investidores fundamentalistas, de longo prazo e que estudem as empresas que irão se tornar sócias, bem como tenham um nível diferente de evidenciação voluntária, quando comparadas com empresas com maior concentração de investidores, adeptos das análises técnicas, ou seja, de curto prazo.

REFERÊNCIAS

ADMATI, A. R.; PFLEIDERER, P.; ZECHNER, J. Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium. **Journal of Political Economy**, n. 102, p. 1097-1129, 1994.

AKERLOF, George A. The market for lemons: quality uncertainty and market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, aug. 1970.

ALBANEZ, Tatiana; VALLE, Mauricio Ribeiro do. Impactos da assimetria de informação na estrutura de capital de empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**. São Paulo, v. 51, n. 20, p. 6-27, 2009.

ALDRIGHI, Dante Mendes; MAZZER NETO, Roberto. Estrutura de propriedade e de controle das empresas de capital Aberto no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 2, p. 115-137, abr./jun. 2005.

ALENCAR, Roberta Carvalho de. Custo do capital próprio e nível de disclosure nas empresas brasileiras. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 01-12, jan./jun., 2005.

_____. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro**. 2007. Tese (Mestrado) - Departamento de Contabilidade e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2007.

ALVES, Cássia Vanessa Olak; LIMA, Gerlando Augusto S. Franco de. Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 1, n. 6, is. 1, p. 85, 2010.

AMATO, Rita de Cássia Fucci. A influência do capital humano e do capital intelectual no desenvolvimento de aglomerações de empresas e redes de cooperação produtiva. **J. Technol. Manag. Innov.**, v. 3, Spec. Is. 1, 2008.

ANDREWS, K. The concept of corporate strategy. **Dow Jones-Irwin**, Homewood, n. 3, 1971.

ANTUNES, Gustavo Amorim; LAMOUNIER, Wagner Moura; BRESSAN, Aurelhano Angel. Análise do efeito tamanho nos retornos das ações das empresas listadas na Bovespa. **Revista Contabilidade e Finanças da USP**, São Paulo, n. 40, p. 87-101, jan./abr. 2006.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa. A controladoria e o capital intelectual: um estudo empírico sobre a sua gestão. **Revista Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, n. 41, p. 21-37, maio/ago. 2006.

ANTUNES, Maria Thereza Pompa. O capital intelectual segundo o entendimento de gestores de empresas brasileiras. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios - FECAP**. São Paulo, a. 7, v. 7, n. 19, p. 9-20, 2005.

_____; COELHO CÉSAR, Ana Maria Roux Valentine. A gestão do capital humano sob o enfoque contábil: um fator de competitividade empresarial. **Revista de Economia & Relações Internacionais**, v. 6, n. 11, jul. 2007.

_____; LEITE, Rafael Soares. Divulgação de informações sobre ativos intangíveis e sua utilidade para analistas de investimentos. **Revista Universo Contábil**. Blumenau, v. 4, n. 4, p. 22-38, out./dez. 2008.

ARVIDSSON, Susanne. **Paper presented at the 4th annual SNEE congress in Möller**, 20-23 May 2003.

BACKES, Rosemary G.; OTT, Ernani; WIETHAEUPER, Daniela. Informações sobre capital intelectual evidenciadas pelas companhias abertas listadas em nível 1 de governança corporativa da BOVESPA. **Congresso USP**, 2005.

BAJAJ, M., CHAN, Y. e DASGUPTA, S. The Relationship Between Ownership, Financing Decisions and Firm Performance: a Signaling Model, **International Economic Review**, Osaka: V.39, n.3, Ago.1998.

BARNEY, J. Firm resources and sustainable competitive advantage. **Journal of Management**, v. 17, n. 1, p. 99-120, 1991.

BECKER, G. S. Investment in human capital: a theoretical analysis. **The Journal of Political Economy**, Chicago, v. 70, n. 5, p. 9-49, Oct. 1962. (Part 2: investment in human beings).

BERLE, A. A.; MEANS, G. C. **The modern corporation and private property**. New York: MacMillan, 1932.

BEST, Joel. **Damned lies and statistics**: untangling the numbers from the media, politicians, and activists. University of California Press: Berkeley, 2001.

BLAUG, M. **Introdução à economia da educação**. Tradução de Leonel Vallandro e Volnei Alves Correia. Porto Alegre: Globo, 1975.

BM&FBOVESPA, Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo. **Empresas listadas**. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 26 abr. 2011.

BOTOSAN, Cristine A. Disclosure Level and the cost of equity capital. **The accounting review**, v. 72, n. 3, p. 323-349, July 1997.

BROOKING, Annie. **Intellectual capital: core asset for the third millennium enterprise**. Boston: Thomson, 1996.

CAMFFERMAN, Kees. **Voluntary annual report disclosure by listed Dutch companies**. New York: Garland Publishing, 1997.

CHEROBIM, A. P. M. S. Estrutura de capital: revisão teórica. In: SAITO, R.; PROCIANOY, J. L. (Orgs). **Captação de recursos de longo prazo**. São Paulo: Atlas, 2008. p. 38-66.

CHUNG, Kee H.; PRUITT, Stephen W. A simple approximation of Tobins Q. **The Journal of The Financial management Association**, v. 23, is. 3, p. 70-74, 5. p., 2 chart., 1994.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC. **Estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis**. 2008. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf>. Acesso em: 02 maio 2011.

_____. Pronunciamento Técnico CPC n. 4 de 03 de outubro de 2008. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/pdf/CPC04_R1.pdf>. Acesso em: 19 jan. 2012.

CUNHA, Jacqueline V. A.; JUNIOR, Edgar B. C.; MARTINS, Gilberto de A. Doutores em Ciências Contábeis: análise sob a óptica da teoria do capital humano. **RAC**, Curitiba, v. 14, n. 3, art. 8, p. 532-557, maio/jun. 2010.

DALMÁCIO, Flávia Zoboli; NOSSA, Valcemiro. A teoria de agência aplicada aos fundos de investimento. XXVII EnANPAD – Encontro Nacional da Associação de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, **Anais**. Atibaia, 24-27 set. 2003.

DAMI, Anamelia B. T. et al. 2006. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos62006/198.pdf>>. Acesso em: 14 jan. 2012.

DARROUGH, Masako; STOUGHTON, Neal. Financial disclosure policy in an entry game. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, p. 219-243, 1990.

DEDMAN, Elisabeth et al. Voluntary disclosure and its impact on share prices: evidence from the UK biotechnology sector. **Journal of Accounting and Public Policy**, n. 27, p. 195-216, 2008.

DIAS JÚNIOR, Armando Lopes; MATAZO, Antoninno Rean Carreiro; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Impacto das disputas entre controladores e minoritários

sobre o preço das ações no Brasil. 9º SEMEAD – Seminários em Administração da USP, **Anais**. São Paulo, 10-11 ago. 2006.

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

_____. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, p. 181-235, 2001.

EDVINSSON, L.; MALONE, M. S. Intellectual capital: realizing your company’s true value by finding its hidden brainpower. **Harper Business**, New York, 1997.

ELLIOTT, R. K.; JACOBSON, P. D. Cost and benefits of business information disclosure. **Accounting Horizons**, v. 8, n. 4, p. 80-96, 1994.

ENSSLIN, Sandra R. et al. Uma metodologia multicritério (MCDA-C) para apoiar o gerenciamento do capital intelectual organizacional. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 7, p. 136-163, 2008.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **The Journal of Finance**, Cambridge, v. 25, p. 383-417, 1970.

_____; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **Journal of Law & Economics**, v. 26, Jun. 1983.

FAMÁ, R.; BARROS, L. Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 7, out./dez. 2000.

FONTANA, Fernando Batista. **Fatores explicativos do nível de evidenciação voluntária sobre recursos intangíveis das empresas listadas na BM&FBOVESPA**. 2011. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2011.

FONTENELE, Raimundo E. S.; MOURA, Heber J. de; LEOCADIO, Aurio Lucio. Capital humano, empreendedorismo e desenvolvimento: evidências empíricas nos municípios do Ceará. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 12, n. 5, p. 182-208, set./out. 2011.

FRANCIS, Jennifer; NANDA, Dhananjay; OLSSON And Per. Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 46, n. 1, Mar. 2008.

GALLON, Alessandra V. et al. Um estudo reflexivo da produção científica em capital intelectual. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 9, n. 4, ed. esp., p. 142-172, 2008.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos e pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. Porto Alegre: Bookman, 2001.

GUJARATI, D. N. **Basic econometrics**. 2. ed. New York: McGraw-Hill, 1988.

_____. **Econometria básica**. 4. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2006.

HAUSMAN, J. A. Specification tests in econometrics. **Econometrica**, v. 46, n. 6, p. 1251–1271, 1978. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/1913827?seq=1>>. Acesso em: 23 abr. 2011.

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.

HELMUTH, J.A. Tobins Q Ratio and Electric Utility Regulation, **Review of Business and Economic Research**, V. xxv, spr. 1990.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDÁ, Michael F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HERNÁNDEZ, Miguel A. Villacorta; Revelación de la Información Voluntaria Sobre el Capital Humano en Los Informes Anuales. **Intangible Capital** – nº 11 – vol. 2 – PP 37 – 71, Enero – Marzo de 2006.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 23 abr. 2011.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, Oct. 1976.

JOIA, Luiz Antonio. Medindo o capital intelectual. **RAE - Revista de Administração de Empresas**, v. 41, n. 2, p. 54-63, abr./jun. 2001.

_____; MALHEIROS, Rodrigo. Evidências empíricas da influência de alianças estratégicas no capital intelectual de empresas. **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, p. 162-177, abr./jun. 2010.

JORDÃO, Ricardo Vinícius Dias; COLAUTO, Romualdo Douglas. Governança corporativa e evidenciação voluntária de ativos intangíveis: um estudo nos setores de telecomunicação e de utilidade pública. **XII SEMEAD – Seminários em Administração da USP**, São Paulo, 27-28 ago. 2009.

KAMMLER, Edson Luis; ALVES, Tiago Wickstrom. Análise da capacidade explicativa do investimento pelo “Q” de Tobin em empresas brasileiras de capital aberto. **ERA-eletrônica**, v. 8, n. 2, jul./dez. 2009.

KARDEC, A.; FLORES, J.; SEIXAS, E. **Gestão estratégica e indicadores de desempenho**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia; ASSAF NETO, Alexandre. Índice de Especulação de Valor Agregado – IEVA. **Revista de Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 13, n. 30, set./dez. 2002.

KLEIN, David A. **A gestão estratégica do capital intelectual**: recursos para economia baseada em conhecimento. Rio de Janeiro: Qualitymark., 1998.

KLUMB, Eduardo M. Motivações para Abrir Capital no Brasil: Uma Análise Empírica entre 1998 a 2007. **Dissertação de Mestrado Profissionalizante em Administração e Finanças**. Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, RJ.2009.

LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei. Corporate ownership around the World. **Journal of Finance**, v. 54, n. 2, p. 471-517, apr. 1999.

LEV, B. Sharpening the intangibles edge. **Harvard Business Review**, p. 109-116, Jun. 2004

LIMA, Adilson Celestino; CARMONA, Charles Ulises. Determinantes da formação do capital intelectual nas empresas produtoras de tecnologia da informação e comunicação. **RAM – Revista de Administração Mackenzie**, v. 12, n. 1, jan./fev. p. 112-138, 2011.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 95-108, jan./abr. 2009.

_____ *et al.* **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LINDENBERG, E.; ROSS, S. Tobin’s Q ratio and industrial organization. **Journal of Business**, v. 54, 1981.

MACAGNAN, C. B. **Condicionantes e implicación de revelar activos intangibles**. Tesis (Doctoral) – Programa de Doctorado en Creación, Estrategia y Gestión de Empresas, Universitat Autònoma de Barcelona, Bellaterra, 2007.

_____. Evidenciação voluntária: fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 20, n. 50, p. 46-61, maio/ago. 2009.

_____. **Factores explicativos de la revelación de información de activos intangibles de empresas que cotizan em españa**. Trabajo de investigación – niversitat Autònoma de Barcelona. Barcelona, jun. 2005.

_____. Recursos intangíveis e sua normatização. **Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul**, Porto Alegre, n. 133, p. 6-15, jul. 2008.

MAIA, Ana Carolina. **Seleção adversa e risco moral no sistema de saúde brasileiro**. 2004. Dissertação (Mestrado) – Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Faculdade de Ciências econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, 2004.

MARCONI, Marina de Andrade, LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MARTINS, Vinícius Aversari; SILVA, Ricardo Luiz Menezes da; NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. Governança corporativa e liquidez das ações. In: XXX Encontro Nacional da ANPAD, **Anais**, Salvador, 23-27 set. 2006.

MARTOS, Maria Susana; JARDON, Carlos M.F.; FIGUEROA, Pedro F. Evaluación y Relaciones entre lãs Dimensiones Del Capital Intelectual – El caso de la cadena de la madera de Oberá (Argentina). **Intangible Capital** – vol. 4 – PP 67 – 101, 2008.

MATOS, Florinda; LOPES, Albino. Gestão do capital intelectual: A nova vantagem competitiva das organizações. **Comportamento Organizacional e Gestão**, v. 14, n. 2, p. 233-245, 2008.

MCCONNELL, J.J. e SERVAES, H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, **Journal of Financial Economics**, v.27. 1990.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; ROVER, Suliani. Influência do disclosure voluntario e econômico socioambiental no custo de capital próprio de empresas brasileiras. IV ANPCONT – Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, **Anais**, Natal, 06-08 jun. 2010.

_____; SANTOS, Ariovaldo dos. Principais práticas de disclosure voluntário das 100 maiores empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo. **9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, São Paulo, 30-31 jul. 2009.

NOGUEIRA, Igor Vasconcelos; LAMOUNIER, Wagner Moura; COLAUTO, Romualdo Douglas. O Q de Tobin e o Setor Siderúrgico: um estudo em companhias abertas brasileiras e norte-americanas. **RBN – Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, São Paulo, v. 12, n. 35, p. 156-170, abr./jun. 2010.

OKIMURA, Rodrigo T.; SILVEIRA, Alexandre Di M.; ROCHA, Keyler C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-Eletrônica**, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, jan./abr. 2007.

PINTO JUNIOR, Helder Q.; PIRES, Melissa Cristina Pinto. **Assimetria de informações e problemas regulatórios**. Disponível em: <<http://www.ppge.ufrgs.br/giacomo/arquivos/eco02036/pintojr-pires-2000.pdf>>. Acesso em: 22 abr. 2011.

PRENCIPE, Analiza. Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: evidence from italian listed companies. **The European Accounting Review**, v. 13, p. 319-340, 2004.

PROCIANOY, J. Dividendos e tributação: o que aconteceu após 1988-1989. **Revista de Administração**, v. 31, n. 2, 7-18, 1996.

PROCIANOY, J.; SNEIDER, H. **Tax changes and dividend payout: is shareholders wealth maximized ind Brazil?**. Working Paper: New York University, 1995.

REINA, Donizete; ENSSLIN, Sandra R. Mapeamento da produção científica em capital intelectual: um estudo epistemológico a partir das perspectivas propostas por Marr (2005). **BASE – Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, p. 58-77, jan./mar. 2011.

REINHART, W. J. **The theoretical development and empirical Investigation of a relative valuation concept**, Ph.D. Dissertation. Chapel Hill: University of North Carolina, 1977.

ROOS, J. *et al.* **Intellectual capital**. London: Macmillan Business, 1997.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração financeira**. Tradução de Antônio Zoratto Sanvicente. 2. ed. 7. reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

ROVER, S.; BORBA, J. A.; MURCIA, F. D. R. Características do disclosure ambiental em empresas brasileiras potencialmente poluidoras: análise das demonstrações financeiras dos relatórios de sustentabilidade do período de 2005

a 2007. **Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão**, v. 7, n. 1, p. 23-36, jan./jun. 2009.

SCHULTZ, Charles Albino; MARQUES, Tatiane de Oliveira; HOFER, Elza. Análise do nível de disclosure voluntário de informações ambientais, econômicas e sociais em cooperativas do setor agropecuário. **10º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, São Paulo, 26-27 jul. 2010.

SCHULTZ, T. W. **O capital humano**: investimento em educação e pesquisa. Tradução de Marco Aurélio de Moura Matos. Rio de Janeiro: Zahar, 1973.

SHIN, H. e STULZ, R. Firm value, Risk And Growth Opportunities, **NGER Technical Working Paper**. Cambridge: National Bureau of Economic Research, n.7808, Jul. 2000.

SILVA, Jonas Ismael da. **Recursos intangíveis e o desempenho econômico-financeiro das empresas com ações listadas Na BOVESPA**. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2010.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SOUSA, Alberto B. **Investigação em Educação**. Lisboa: Editora Livros Horizonte, 2005.

STEINER, T. L. A Reexamination of the Relationships Between Ownership Structure, Firm Diversification, and Tobin'q, **Quarterly Journal of Business and Economics**, v. 35, n4 Aut 1996.

STEWART, T. A. **Intellectual capital**. New York : Doubleday / Currency, 1997.

STIGLITZ, J.E. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 115, n. 4, p. 1441-1478, Nov. 2000.

TINOCO, João Eduardo Prudêncio. Gestão estratégica do capital humano. **Revista Organizações em Contexto**, a. 1, n. 1, jun. 2005.

TOBIN, J. A General equilibrium approach to monetary theory, **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, fev. 1969.

UMPIERRE, Marcia Borges. **Informações contábeis voluntárias e as recomendações de investimento em ações**. Dissertação (Mestrado em

Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2010.

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

VIEIRA, Kelmara Mendes; CERETTA, Paulo Sérgio; FONSECA, Juliara Lopes da. Influência da variação da liquidez na precificação de ativos: análise em painel do mercado brasileiro no período de janeiro de 2000 a junho de 2008. **Brazilian Business Review – BBR**, Vitória, v. 8, n. 3, p. 41-65, jul./set. 2011.

WAGENHOFER, A. Voluntary disclosure with a strategic opponent. **Journal of Accounting and Economics**, v. 12, p. 341-363, 1990.

WERNERFELT, Birger; A resource-based view of the firm. **Strategic Management Journal**, v. 5, n. 2, p. 171-180, 1984.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Introdução à econometria**: uma abordagem moderna. Tradução José Antônio Ferreira. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

WORLD BANK. Disponível em: <<http://www.worldbank.org/en/country/brazil/overview>>. Acesso em: 03 abr. 2012.

YAMAMOTO, Marina Mitio; MALACRIDA, Mara Jane Contrera. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade e Finanças USP**, São Paulo, p. 65-79, set. 2006.

ANEXOS

ANEXO A - Composição da Carteira Teórica do Brasil Amplo

ORDEM	CÓDIGO	EMPRESA	TIPO	QTDE TEÓRICA	PARTICIPAÇÃO %
1	ABCB4	ABC BRASIL	PN N2	44.425.868	0,055
2	AEDU3	ANHANGUERA	ON ED NM	118.807.050	0,379
3	ALLL3	ALL AMER LAT	ON NM	434.880.189	0,515
4	ALPA4	ALPARGATAS	PN N1	125.073.760	0,131
5	ALSC3	ALIANSC	ON ED NM	76.116.719	0,097
6	AMAR3	LOJAS MARISA	ON ED NM	46.707.292	0,127
7	AMBV3	AMBEV	ON ES	154.178.118	0,592
8	AMBV4	AMBEV	PN ES	725.225.336	3,308
9	AMIL3	AMIL	ON NM	110.432.942	0,195
10	BBAS3	BRASIL	ON NM	870.956.679	2,3
11	BBDC3	BRADESCO	ON N1	659.519.911	1,592
12	BBDC4	BRADESCO	PN N1	1.873.215.631	5,36
13	BBRK3	BR BROKERS	ON ED NM	121.550.901	0,096
14	BEEF3	MINERVA	ON NM	33.604.000	0,02
15	BICB4	BICBANCO	PN N1	68.945.303	0,071
16	BISA3	BROOKFIELD	ON ED NM	207.148.249	0,161
17	BPNM4	PANAMERICANO	PN N1	63.038.340	0,032
18	BRAP4	BRADESPAR	PN EDJ N1	222.626.892	0,825
19	BRFS3	BRF FOODS	ON NM	554.304.145	1,592
20	BRKM5	BRASKEM	PNA ED N1	264.365.692	0,531
21	BRML3	BR MALLS PAR	ON ED NM	379.892.000	0,567
22	BRPR3	BR PROPERT	ON ED NM	129.857.742	0,224
23	BRSR6	BANRISUL	PNB ED N1	174.194.774	0,299
24	BRTO3	BRASIL TELEC	ON ED	41.433.002	0,064
25	BRTO4	BRASIL TELEC	PN ED	257.628.086	0,343
26	BTOW3	B2W VAREJO	ON NM	47.710.204	0,094
27	BVMF3	BMFBOVESPA	ON NM	1.958.590.957	2,107
28	CCRO3	CCR SA	ON ED NM	215.320.689	0,961
29	CESP6	CESP	PNB N1	181.287.096	0,503
30	CIEL3	CIELO	ON EB NM	694.084.902	0,767
31	CMIG3	CEMIG	ON ED N1	146.233.847	0,316
32	CMIG4	CEMIG	PN ED N1	376.794.855	1,045
33	CNFB4	CONFAB	PN EB N1	212.691.372	0,085
34	COCE5	COELCE	PNA ED	26.398.812	0,073
35	CPFE3	CPFL ENERGIA	ON NM	147.819.765	0,613
36	CPLE6	COPEL	PNB EDJ N1	100.938.719	0,395
37	CRUZ3	SOUZA CRUZ	ON	378.068.610	0,609
38	CSAN3	COSAN	ON NM	106.950.726	0,236
39	CSMG3	COPASA	ON NM	53.739.837	0,14
40	CSNA3	SID NACIONAL	ON EDJ	702.051.416	1,483
41	CTAX4	CONTAX	PN	32.789.934	0,071
42	CTIP3	CETIP	ON NM	247.081.183	0,587
43	CYRE3	CYRELA REALT	ON ED NM	285.181.547	0,42
44	DASA3	DASA	ON NM	303.608.951	0,582
45	DROG3	DROGASIL	ON NM	100.278.216	0,103
46	DTEX3	DURATEX	ON EB NM	229.322.242	0,283
47	ECOD3	ECODIESEL	ON NM	998.145.168	0,075
48	ECOR3	ECORODOVIAS	ON ED NM	143.926.724	0,182
49	ELET3	ELETRORAS	ON N1	216.943.730	0,453

ORDEM	CÓDIGO	EMPRESA	TIPO	QTDE TEÓRICA	PARTICIPAÇÃO %
50	ELET6	ELETROBRAS	PNB N1	218.723.778	0,57
51	ELPL4	ELETROPAULO	PN ED N2	90.200.756	0,272
52	EMBR3	EMBRAER	ON NM	721.722.403	0,813
53	ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM	55.622.847	0,198
54	EQTL3	EQUATORIAL	ON ED NM	50.159.028	0,053
55	ESTC3	ESTACIO PART	ON ED NM	63.031.476	0,132
56	ETER3	ETERNIT	ON NM	70.190.668	0,069
57	EVEN3	EVEN	ON ED NM	170.593.655	0,13
58	EZTC3	EZTEC	ON ED NM	40.307.811	0,059
59	FESA4	FERBASA	PN ED N1	43.712.610	0,049
60	FFTL4	VALEFERT	PN	88.242.124	0,131
61	FHER3	FER HERINGER	ON NM	15.626.827	0,015
62	FIBR3	FIBRIA	ON ED NM	187.952.873	0,423
63	FLRY3	FLEURY	ON NM	41.792.510	0,089
64	GETI3	AES TIETE	ON ED	56.427.768	0,118
65	GETI4	AES TIETE	PN ED	94.237.502	0,219
66	GFA3	GAFISA	ON ED NM	425.506.096	0,364
67	GGBR3	GERDAU	ON N1	165.297.363	0,231
68	GGBR4	GERDAU	PN N1	787.474.084	1,356
69	GOAU4	GERDAU MET	PN N1	264.104.255	0,552
70	GOLL4	GOL	PN N2	94.916.406	0,188
71	GRND3	GRENDENE	ON NM	75.369.617	0,065
72	HGTX3	CIA HERING	ON ED NM	124.667.459	0,387
73	HTRP3	HRT PETROLEO	ON ES NM	4.212.599	0,618
74	HYPE3	HYPERMARCAS	ON ED NM	367.034.442	0,701
75	IGTA3	IGUATEMI	ON ED NM	36.526.740	0,135
76	INEP4	INEPAR	PN N1	58.478.810	0,027
77	INPR3	INPAR S/A	ON NM	131.023.469	0,036
78	ITSA4	ITAUSA	PN ES N1	2.234.222.260	2,469
79	ITUB3	ITAUUNIBANCO	ON ED N1	215.180.206	0,617
80	ITUB4	ITAUUNIBANCO	PN ED N1	2.238.313.805	7,562
81	JBSS3	JBS	ON NM	1.092.851.258	0,535
82	JHSF3	JHSF PART	ON ED NM	79.468.574	0,029
83	KEPL3	KEPLER WEBER	ON	848.628.335	0,021
84	KLBN4	KLABIN S/A	PN N1	453.463.861	0,253
85	KROT11	KROTON	UNT N2	29.795.278	0,056
86	LAME3	LOJAS AMERIC	ON	97.399.009	0,108
87	LAME4	LOJAS AMERIC	PN	254.484.399	0,325
88	LIGT3	LIGHT S/A	ON ED NM	97.629.463	0,236
89	LLXL3	LLX LOG	ON NM	308.574.323	0,128
90	LPSB3	LOPES BRASIL	ON ED NM	40.978.759	0,157
91	LREN3	LOJAS RENNER	ON NM	122.055.832	0,645
92	LUPA3	LUPATECH	ON NM	33.610.752	0,036
93	MAGG3	MAGNESITA SA	ON NM	166.207.171	0,126
94	MDIA3	M.DIASBRANCO	ON NM	28.406.196	0,106
95	MILS3	MILLS	ON ED NM	71.741.796	0,141
96	MMXM3	MMX MINER	ON NM	359.083.083	0,331
97	MNDL4	MUNDIAL	PN	21.491.912	0,006
98	MPLU3	MULTIPLUS	ON NM	43.251.982	0,127
99	MPXE3	MPX ENERGIA	ON NM	34.515.590	0,117
100	MRFG3	MARFRIG	ON NM	195.550.765	0,289

ORDEM	CÓDIGO	EMPRESA	TIPO	QTDE TEÓRICA	PARTICIPAÇÃO %
101	MRVE3	MRV	ON NM	306.724.314	0,38
102	MULT3	MULTIPLAN	ON ED N2	69.238.845	0,203
103	MYPK3	IOCHP-MAXION	ON NM	63.076.758	0,128
104	NATU3	NATURA	ON NM	170.544.968	0,688
105	ODPV3	ODONTOPREV	ON NM	84.230.259	0,195
106	OGXP3	OGX PETROLEO	ON NM	1.235.026.050	1,9
107	OHLB3	OHL BRASIL	ON ED NM	27.555.553	0,168
108	OSXB3	OSX BRASIL	ON NM	2.368.890	0,095
109	PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN N1	113.598.751	0,724
110	PDGR3	PDG REALT	ON ED NM	1.099.573.912	0,925
111	PETR3	PETROBRAS	ON ED	2.718.033.112	7,153
112	PETR4	PETROBRAS	PN ED	4.034.336.422	9,408
113	PLAS3	PLASCAR PART	ON	72.356.307	0,016
114	PMAM3	PARANAPANEMA	ON ED N1	317.582.313	0,145
115	POMO4	MARCOPOLO	PN N2	248.928.022	0,16
116	POSI3	POSITIVO INF	ON ED NM	23.989.939	0,015
117	PRTX3	PORTX	ON NM	321.391.323	0,101
118	PSSA3	PORTO SEGURO	ON NM	98.056.644	0,237
119	RAPT4	RANDON PART	PN ED N1	121.109.576	0,129
120	RDCD3	REDECARD	ON ED NM	336.257.265	0,697
121	RENT3	LOCALIZA	ON ED NM	128.328.580	0,314
122	RSID3	ROSSI RESID	ON ED NM	166.349.649	0,219
123	SANB11	SANTANDER BR	UNT N2	693.289.983	1,143
124	SBSP3	SABESP	ON NM	113.323.330	0,47
125	SLCE3	SLC AGRICOLA	ON ED NM	47.172.124	0,085
126	SLED4	SARAIVA LIVR	PN N2	18.530.411	0,066
127	SMTO3	SAO MARTINHO	ON NM	39.827.860	0,088
128	SULA11	SUL AMERICA	UNT N2	106.551.090	0,196
129	SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA ED N1	185.560.042	0,26
130	TAMM4	TAM S/A	PN N2	74.981.361	0,221
131	TBLE3	TRACTEBEL	ON ED NM	204.090.924	0,508
132	TCSA3	TECNISA	ON ED NM	95.389.492	0,107
133	TCSL3	TIM PART S/A	ON	192.744.359	0,151
134	TCSL4	TIM PART S/A	PN	642.332.664	0,422
135	TEKA4	TEKA	PN	25.573.174	0,003
136	TEMP3	TEMPO PART	ON NM	68.196.535	0,026
137	TERI3	TEREOS	ON NM	72.027.862	0,022
138	TGMA3	TEGMA	ON NM	22.638.304	0,056
139	TLPP4	TELESP	PN	36.482.238	0,138
140	TMAR5	TELEMAR N L	PNA ED	28.277.659	0,14
141	TNLP3	TELEMAR	ON ED	50.581.365	0,157
142	TNLP4	TELEMAR	PN ED	212.860.460	0,509
143	TOTS3	TOTVS	ON NM	102.380.666	0,28
144	TRPL4	TRAN PAULIST	PN EDS N1	78.625.336	0,364
145	UGPA4	ULTRAPAR	PN N1	335.966.311	0,84
146	UNIP6	UNIPAR	PNB N1	517.211.566	0,021
147	USIM3	USIMINAS	ON N1	173.352.562	0,407
148	USIM5	USIMINAS	PNA N1	481.234.430	0,708
149	VALE3	VALE	ON N1	1.163.502.836	5,489
150	VALE5	VALE	PNA N1	1.841.072.780	7,726
151	VIVO4	VIVO	PN	146.272.761	0,847
152	VLID3	VALID	ON EDJ NM	49.939.193	0,098
153	WEGE3	WEG	ON NM	209.807.459	0,376

ANEXO B - Empresas que Compõem a Amostra

ORDEM	CODIGO	EMPRESA	TIPO
1	ALPA4	ALPARGATAS	PN N1
2	AMBV4	AMBEV	PN ES
3	BRAP4	BRADSPAR	PN EDJ N1
4	CNFB4	CONFAB	PN N1 EB
5	CPFE3	CPFL ENERGIAS	ON NM
6	DTEX3	DURATEX	ON NM EB
7	ELET3	ELETROBRAS	ON N1
8	EMBR3	EMBRAER	ON NM
9	ENBR3	ENERGIAS BR	ON NM
10	ETER3	ETERNIT	ON NM
11	GGBR4	GERDAU	PN N1
12	KLBN4	KLABIN S.A.	PN N1
13	PCAR4	P.ACUCAR-CBD	PN N1
14	PETR4	PETROBRAS	PN ED
15	SUZB5	SUZANO PAPEL	PNA N1 ED
16	TNLP4	TELEMAR	PN ED
17	TCSL4	TIM PART S/A	PN
18	TBLE3	TRACTEBEL	ON ED NM
19	UGPA4	ULTRAPAR	PN N1
20	USIM5	USIMINAS	PNA N1
21	VALE5	VALE	PNA N1

ANEXO C - Indicadores Representativos dos Recursos Intangíveis

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

ANEXO D - Construção dos Níveis de Evidenciação do Capital Humano por Empresa

ALPARGATAS								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	0	0	1	0	1	1	0	42,9
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	0	1	0	0	0	0	0	14,3
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1	1	0	1	1	85,7
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	0	0	0	0	0	0	0	0,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	0	1	1	85,7
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	0	0	0	57,1
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	0	1	0	71,4
13 Pessoal segmentado por região	0	0	0	0	0	0	1	14,3
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
15 Horas em atividades de formação	1	1	1	1	1	0	1	85,7
16 Gastos em formação	0	0	0	0	0	0	0	0,0
17 Empregados com acesso a formação	0	1	1	1	1	1	0	71,4
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	1	1	1	0	42,9
19 Política e sistema de remuneração	0	1	0	0	0	1	0	28,6
20 Plano de carreira	1	0	0	0	1	1	1	57,1
21 Programa de incentivos	1	1	0	1	1	0	1	71,4
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	0	1	1	85,7
23 Política de segurança e higiene	1	1	1	1	1	1	1	100,0
24 Informações sobre convênio coletivos	1	1	0	1	0	0	1	57,1
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	1	1	0	1	0	42,9
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	1	0	0	0	0	14,3
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	40	46,7	43,3	46,7	30	43,3	36,7	41

AMBEV									
CAPITAL HUMANO		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1	Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2	Evolução do número de empregados nos últimos anos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
3	Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4	Novas contratações	0	0	0	0	0	0	0	0,0
5	Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6	Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7	rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8	Pessoal segmentado por antiguidade	0	0	0	0	0	0	0	0,0
9	Pessoal segmentado por função de trabalho	1	0	0	0	0	0	0	14,3
10	Pessoal segmentado por idade	1	1	0	0	0	0	0	28,6
11	Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	0	0	0	0	1	42,9
12	Pessoal segmentado por gênero	0	0	0	0	0	0	0	0,0
13	Pessoal segmentado por região	0	1	1	1	1	1	1	85,7
14	Descrição das atividades de formação desenvolvidas	1	0	0	1	1	1	0	57,1
15	Horas em atividades de formação	0	1	1	1	1	0	1	71,4
16	Gastos em formação	0	1	1	1	1	1	1	85,7
17	Empregados com acesso a formação	0	1	1	1	1	1	1	85,7
18	Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	0	0	0	0,0
19	Política e sistema de remuneração	1	1	1	1	1	1	1	100,0
20	Plano de carreira	0	0	1	1	1	1	1	71,4
21	Programa de incentivos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
22	Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
23	Política de segurança e higiene	1	0	0	0	0	1	0	28,6
24	Informações sobre convênio coletivos	0	0	0	0	1	1	1	42,9
25	Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26	Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27	Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28	Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29	Formação dos altos executivos	0	0	0	0	1	0	0	14,3
30	Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO		30	33	30	33	40	37	37	34

BRADESPAR								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados								0,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos								0,0
3 Número de rescisões								0,0
4 Novas contratações								0,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário								0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários								0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários				1				14,3
8 Pessoal segmentado por antiguidade								0,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho								0,0
10 Pessoal segmentado por idade								0,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino								0,0
12 Pessoal segmentado por gênero								0,0
13 Pessoal segmentado por região								0,0
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas								0,0
15 Horas em atividades de formação								0,0
16 Gastos em formação								0,0
17 Empregados com acesso a formação								0,0
18 Política de contratação/recrutamento								0,0
19 Política e sistema de remuneração					1	1	1	42,9
20 Plano de carreira								0,0
21 Programa de incentivos								0,0
22 Benefícios e programas sociais da empresas					1	1	1	42,9
23 Política de segurança e higiene								0,0
24 Informações sobre convênio coletivos								0,0
25 Medidas de satisfação dos empregados								0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	1	1	1					42,9
27 Renda por empregado								0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas								0,0
29 Formação dos altos executivos								0,0
30 Novas contratações de executivos								0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	3,33	3,33	3,33	3,33	6,67	6,67	6,67	4,8

CPFL ENERGIA								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	0	0	0	0	0	0	0	0,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	1	1	1	1	1	1	1	100,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	1	1	1	100,0
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13 Pessoal segmentado por região	0	1	1	1	1	1	0	71,4
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	1	1	1	0	1	1	1	85,7
15 Horas em atividades de formação	1	1	0	0	1	1	1	71,4
16 Gastos em formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
17 Empregados com acesso a formação	0	0	0	0	0	0	0	0,0
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	1	1	1	42,9
19 Política e sistema de remuneração	0	0	0	0	0	0	0	0,0
20 Plano de carreira	1	1	0	0	0	0	1	42,9
21 Programa de incentivos	1	1	1	1	0	1	1	85,7
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	0	1	1	1	85,7
23 Política de segurança e higiene	1	1	0	0	1	1	0	57,1
24 Informações sobre convênio coletivos	1	1	0	0	1	1	1	71,4
25 Medidas de satisfação dos empregados	1	0	0	0	1	1	1	57,1
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	53,3	53,3	40	33,3	53,3	56,7	53,3	49,0

DURATEX								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos		1	1	1	1	1	1	85,7
3 Número de rescisões					1	1	1	42,9
4 Novas contratações			1		1	1	1	57,1
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário								0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários								0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários				1				14,3
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1					42,9
9 Pessoal segmentado por função de trabalho			1	1	1	1	1	71,4
10 Pessoal segmentado por idade		1	1	1	1	1	1	85,7
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	1	1	1	100,0
12 Pessoal segmentado por gênero		1	1	1	1	1	1	85,7
13 Pessoal segmentado por região		1	1	1	1	1	1	85,7
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas		1	1	1	1			57,1
15 Horas em atividades de formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
16 Gastos em formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
17 Empregados com acesso a formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
18 Política de contratação/recrutamento								0,0
19 Política e sistema de remuneração				1	1	1	1	57,1
20 Plano de carreira						1	1	28,6
21 Programa de incentivos			1	1	1	1	1	71,4
22 Benefícios e programas sociais da empresas		1	1	1	1	1	1	85,7
23 Política de segurança e higiene	1	1	1	1	1	1	1	100,0
24 Informações sobre convênio coletivos		1	1			1	1	57,1
25 Medidas de satisfação dos empregados					1			14,3
26 Produção ou produtividade por empregado			1	1				28,6
27 Renda por empregado				1	1	1	1	57,1
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	1		1	1				42,9
29 Formação dos altos executivos	1		1	1				42,9
30 Novas contratações de executivos								0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	30	46,7	66,7	66,7	63,3	63,3	63,3	57,1

ELETROBRAS								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	1	1	1	1	1	1	1	100,0
4 Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário								0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários								0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários			1	1			1	42,9
8 Pessoal segmentado por antiguidade								0,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	1	1	1					42,9
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1			1	71,4
11 Pessoal segmentado por nível de ensino			1	1		1		42,9
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13 Pessoal segmentado por região							1	14,3
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
15 Horas em atividades de formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
16 Gastos em formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
17 Empregados com acesso a formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
18 Política de contratação/recrutamento								0,0
19 Política e sistema de remuneração								0,0
20 Plano de carreira						1	1	28,6
21 Programa de incentivos								0,0
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
23 Política de segurança e higiene			1	1	1	1	1	71,4
24 Informações sobre convênio coletivos			1	1	1	1	1	71,4
25 Medidas de satisfação dos empregados								0,0
26 Produção ou produtividade por empregado								0,0
27 Renda por empregado			1			1	1	42,9
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas								0,0
29 Formação dos altos executivos								0,0
30 Novas contratações de executivos								0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	40	40	56,7	50	40	50	56,7	47,6

EMBRAER								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões								0,0
4 Novas contratações				1		1	1	42,9
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário								0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários								0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários							1	14,3
8 Pessoal segmentado por antiguidade								0,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho					1	1		28,6
10 Pessoal segmentado por idade						1	1	28,6
11 Pessoal segmentado por nível de ensino				1	1	1	1	57,1
12 Pessoal segmentado por gênero						1	1	28,6
13 Pessoal segmentado por região				1	1	1		42,9
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas				1	1	1	1	57,1
15 Horas em atividades de formação				1	1	1	1	57,1
16 Gastos em formação	1					1	1	42,9
17 Empregados com acesso a formação				1	1	1	1	57,1
18 Política de contratação/recrutamento								0,0
19 Política e sistema de remuneração								0,0
20 Plano de carreira								0,0
21 Programa de incentivos	1		1	1	1	1		71,4
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1		1	1	1	1	1	85,7
23 Política de segurança e higiene						1	1	28,6
24 Informações sobre convênio coletivos				1	1	1		42,9
25 Medidas de satisfação dos empregados						1		14,3
26 Produção ou produtividade por empregado								0,0
27 Renda por empregado							1	14,3
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas								0,0
29 Formação dos altos executivos								0,0
30 Novas contratações de executivos								0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	16,7	6,67	13,3	36,7	36,7	56,7	46,7	30,48

ENERGIAS BR								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	0	0	0	0	0	0	0	0,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	1	1	1	100,0
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13 Pessoal segmentado por região	1	1	1	1	1	1	1	100,0
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
15 Horas em atividades de formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
16 Gastos em formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
17 Empregados com acesso a formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
18 Política de contratação/recrutamento	1	1	1	1	1	1	1	100,0
19 Política e sistema de remuneração	1	1	1	1	1	1	1	100,0
20 Plano de carreira	1	1	1	1	1	1	1	100,0
21 Programa de incentivos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
23 Política de segurança e higiene	1	1	1	1	1	1	1	100,0
24 Informações sobre convênio coletivos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	1	0	0	14,3
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	1	1	0	28,6
27 Renda por empregado	1	1	1	1	1	1	1	100,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29 Formação dos altos executivos	0	1	0	0	1	1	1	57,1
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	66,7	70	66,7	66,7	76,7	73,3	70	70,00

ETERNIT								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	1	1	1	1	1	1	1	100,0
4 Novas contratações	0	0	0	0	0	0	0	0,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	1	1	1	1	1	1	1	100,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	0	0	0	0	0	0	0	0,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	0	0	0	0	0	0	0	0,0
10 Pessoal segmentado por idade	0	0	0	0	0	0	0	0,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	0	0	0	0	0	0	0	0,0
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13 Pessoal segmentado por região	1	1	1	1	1	1	1	100,0
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
15 Horas em atividades de formação	0	0	0	0	0	0	0	0,0
16 Gastos em formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
17 Empregados com acesso a formação	0	0	0	0	0	0	0	0,0
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	0	0	0	0,0
19 Política e sistema de remuneração	0	0	0	0	0	0	0	0,0
20 Plano de carreira	0	0	0	0	0	0	0	0,0
21 Programa de incentivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
23 Política de segurança e higiene	0	0	0	0	1	0	1	33,3
24 Informações sobre convênio coletivos	0	0	0	1	1	0	1	50,0
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	26,67	26,7	26,7	30	33,3	26,7	33,3	29,4

GERDAU								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	0	0	0	0	0	0	0	0,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	1	1	1	100,0
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13 Pessoal segmentado por região	1	1	1	1	1	1	1	100,0
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
15 Horas em atividades de formação	1	0	1	1	1	1	1	85,7
16 Gastos em formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
17 Empregados com acesso a formação	1	1	1	0	1	0	0	57,1
18 Política de contratação/recrutamento	1	1	1	1	1	1	1	100,0
19 Política e sistema de remuneração	0	0	0	0	1	1	1	42,9
20 Plano de carreira	1	1	1	1	1	1	1	100,0
21 Programa de incentivos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
23 Política de segurança e higiene	0	0	0	0	0	0	0	0,0
24 Informações sobre convênio coletivos	0	0	1	1	1	1	1	71,4
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	1	0	0	14,3
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	50	46,7	53,3	50	60	53,3	53,3	52,4

KLABIN								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	0	0	0	0	1	1	1	42,9
3 Número de rescisões	0	0	0	0	1	0	1	28,6
4 Novas contratações	1	1	0	0	1	1	1	71,4
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	1	1	1	1	57,1
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	1	1	1	42,9
8 Pessoal segmentado por antiguidade	0	0	0	1	0	0	0	14,3
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	0	0	0	0	1	1	1	42,9
10 Pessoal segmentado por idade	0	0	0	1	1	1	1	57,1
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	0	0	0	1	0	0	0	14,3
12 Pessoal segmentado por gênero	0	0	0	1	1	1	1	57,1
13 Pessoal segmentado por região	0	0	0	0	0	1	1	28,6
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	0	0	1	1	1	1	1	71,4
15 Horas em atividades de formação	0	0	1	1	1	1	1	71,4
16 Gastos em formação	1	0	1	1	1	1	1	85,7
17 Empregados com acesso a formação	0	0	1	1	1	1	1	71,4
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	0	0	1	14,3
19 Política e sistema de remuneração	0	0	0	0	0	0	1	14,3
20 Plano de carreira	0	0	0	0	0	0	0	0,0
21 Programa de incentivos	0	0	1	1	1	0	0	42,9
22 Benefícios e programas sociais da empresas	0	0	1	1	1	1	1	71,4
23 Política de segurança e higiene	0	0	1	1	0	1	1	57,1
24 Informações sobre convênio coletivos	0	0	0	1	1	1	1	57,1
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	1	1	0	1	42,9
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	10	6,67	26,7	50	56,7	53,3	66,7	38,6

P.AÇUCAR.CBD								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	1	1	1	1	1	1	1	100,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	0	1	1	85,7
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	0	1	1	85,7
13 Pessoal segmentado por região	1	1	1	1	0	1	1	85,7
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
15 Horas em atividades de formação	1	1	0	1	0	1	1	71,4
16 Gastos em formação	1	1	1	1	0	1	1	85,7
17 Empregados com acesso a formação	1	1	1	1	0	1	1	85,7
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	0	0	0	0,0
19 Política e sistema de remuneração	1	1	0	0	0	1	1	57,1
20 Plano de carreira	0	0	0	0	0	0	0	0,0
21 Programa de incentivos	1	1	0	1	0	1	1	71,4
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	0	1	1	85,7
23 Política de segurança e higiene	0	0	0	0	0	0	0	0,0
24 Informações sobre convênio coletivos	0	1	0	1	0	1	1	57,1
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	1	0	1	0	0	0	28,6
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	50	56,7	40	53,3	20	53,3	53,3	46,7

PETROBRAS								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	0	0	0	0	0	0	0	0,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	1	1	1	100,0
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13 Pessoal segmentado por região	1	1	1	1	1	1	1	100,0
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
15 Horas em atividades de formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
16 Gastos em formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
17 Empregados com acesso a formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
18 Política de contratação/recrutamento	1	0	1	0	1	1	1	71,4
19 Política e sistema de remuneração	1	1	1	1	1	1	1	100,0
20 Plano de carreira	0	0	0	0	0	1	0	14,3
21 Programa de incentivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
23 Política de segurança e higiene	0	0	0	0	0	0	0	0,0
24 Informações sobre convênio coletivos	1	0	1	0	1	1	1	71,4
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	1	0	1	0	1	1	1	71,4
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	56,7	46,7	56,7	46,7	56,7	60	56,7	54,3

SUZANO PAPEL								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	0	0	1	1	1	71,4
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	1	1	1	1	1	1	1	100,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	1	1	1	100,0
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13 Pessoal segmentado por região	1	1	0	0	1	1	1	71,4
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	1	0	0	0	1	1	1	57,1
15 Horas em atividades de formação	0	0	0	0	1	1	1	42,9
16 Gastos em formação	0	0	0	0	1	1	1	42,9
17 Empregados com acesso a formação	0	0	0	1	1	1	1	57,1
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	1	0	1	28,6
19 Política e sistema de remuneração	0	0	0	1	1	1	1	57,1
20 Plano de carreira	0	0	0	1	1	1	1	57,1
21 Programa de incentivos	0	0	0	1	1	1	1	57,1
22 Benefícios e programas sociais da empresas	0	0	0	1	1	1	1	57,1
23 Política de segurança e higiene	0	0	0	0	1	1	1	42,9
24 Informações sobre convênio coletivos	0	0	0	0	1	1	1	42,9
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	1	0	1	28,6
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	1	1	0	28,6
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	1	1	0	28,6
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	33,3	30	23,3	40	76,7	70	70	49,0

TELEMAR								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	1	1	1	1	1	1	1	100,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	1	1	1	100,0
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13 Pessoal segmentado por região	1	1	1	0	0	1	1	71,4
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
15 Horas em atividades de formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
16 Gastos em formação	1	1	1	0	0	1	0	57,1
17 Empregados com acesso a formação	0	0	0	0	0	0	0	0,0
18 Política de contratação/recrutamento	1	1	1	1	1	1	1	100,0
19 Política e sistema de remuneração	1	1	1	0	0	0	0	42,9
20 Plano de carreira	1	1	1	0	0	0	0	42,9
21 Programa de incentivos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
23 Política de segurança e higiene	1	1	1	0	0	0	0	42,9
24 Informações sobre convênio coletivos	0	1	0	0	0	0	1	28,6
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	56,7	60	56,7	40	40	46,7	46,7	49,5

TIM								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	0	0	71,4
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	1	1	1	0	0	0	0	42,9
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	1	1	1	1	0	0	0	57,1
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	0	0	0	0	0	0	0	0,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	0	0	0	0	0	0	0	0,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	0	0	1	1	1	1	1	71,4
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	0	1	0	0	57,1
13 Pessoal segmentado por região	0	0	0	0	0	0	0	0,0
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
15 Horas em atividades de formação	1	1	0	1	1	1	1	85,7
16 Gastos em formação	1	0	0	1	0	1	1	57,1
17 Empregados com acesso a formação	1	1	0	1	1	1	1	85,7
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	1	0	0	0	14,3
19 Política e sistema de remuneração	0	0	0	1	0	0	0	14,3
20 Plano de carreira	0	0	0	0	0	0	0	0,0
21 Programa de incentivos	0	0	0	1	0	0	0	14,3
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	1	1	0	85,7
23 Política de segurança e higiene	0	1	0	1	0	0	0	28,6
24 Informações sobre convênio coletivos	0	1	1	0	0	1	1	57,1
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	1	0	1	0	0	0	0	28,6
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	1	0	0	1	0	0	0	28,6
29 Formação dos altos executivos	1	0	0	1	0	0	0	28,6
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	43,3	36,7	33,3	50	26,7	26,7	23,3	34,3

TRACTEBEL								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	1	1	1	1	57,1
4 Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	1	1	1	1	57,1
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	1	1	1	1	1	71,4
8 Pessoal segmentado por antiguidade	0	0	1	1	1	1	1	71,4
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	0	0	1	1	1	1	1	71,4
10 Pessoal segmentado por idade	0	0	1	1	1	1	1	71,4
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	0	1	1	1	1	1	85,7
12 Pessoal segmentado por gênero	1	0	1	1	1	1	1	85,7
13 Pessoal segmentado por região	1	1	1	1	1	1	1	100,0
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
15 Horas em atividades de formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
16 Gastos em formação	0	0	0		1	1	1	42,9
17 Empregados com acesso a formação	0	1	0	0	0	1	0	28,6
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	0	0	0	0,0
19 Política e sistema de remuneração	1	1	1	1	1	1	1	100,0
20 Plano de carreira	0	0	0	0	0	0	0	0,0
21 Programa de incentivos	1	0	1	1	1	1	1	85,7
22 Benefícios e programas sociais da empresas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
23 Política de segurança e higiene	0	0	1	1	1	1	1	71,4
24 Informações sobre convênio coletivos	1	0	1	1	1	1	1	85,7
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	1	1	1	1	1	71,4
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	40	30	60	66,7	70	73,3	70	58,6

ULTRAPAR								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	0	0	0	0	0	0	0	0,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	0	0	0	0	0	0	0	0,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	0	0	0	0	0	0	0	0,0
10 Pessoal segmentado por idade	0	0	0	0	0	0	0	0,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	0	0	0	0	0	0	0	0,0
12 Pessoal segmentado por gênero	0	0	0	0	0	0	0	0,0
13 Pessoal segmentado por região	0	0	0	0	1	1	1	42,9
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	0	0	1	1	1	1	1	71,4
15 Horas em atividades de formação	0	0	0	0	0	0	0	0,0
16 Gastos em formação	1	1	0	0	1	1	1	71,4
17 Empregados com acesso a formação	0	0	1	1	1	1	1	71,4
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	0	0	0	0,0
19 Política e sistema de remuneração	0	0	0	0	0	0	0	0,0
20 Plano de carreira	0	0	0	0	0	0	0	0,0
21 Programa de incentivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
22 Benefícios e programas sociais da empresas	0	0	0	0	1	0	0	14,3
23 Política de segurança e higiene	1	1	0	0	1	0	0	42,9
24 Informações sobre convênio coletivos	1	1	1	1	1	0	0	71,4
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	16,7	16,7	16,7	16,7	30	20	20	19,5

USIMINAS								
CAPITAL HUMANO	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1 Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2 Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3 Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4 Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5 Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6 Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7 rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8 Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
9 Pessoal segmentado por função de trabalho	1	1	1	1	1	1	1	100,0
10 Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11 Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	1	1	1	100,0
12 Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13 Pessoal segmentado por região	1	1	1	1	1	1	1	100,0
14 Descrição das atividades de formação desenvolvidas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
15 Horas em atividades de formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
16 Gastos em formação	1	0	1	1	1	1	1	85,7
17 Empregados com acesso a formação	1	0	1	1	1	1	1	85,7
18 Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	0	0	0	0,0
19 Política e sistema de remuneração	0	0	0	0	0	0	0	0,0
20 Plano de carreira	0	0	0	0	0	1	1	28,6
21 Programa de incentivos	0	0	0	0	0	1	1	28,6
22 Benefícios e programas sociais da empresas	0	0	0	0	0	1	1	28,6
23 Política de segurança e higiene	0	0	0	1	0	1	1	42,9
24 Informações sobre convênio coletivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
25 Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26 Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27 Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28 Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	0	0	0	0,0
29 Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30 Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO	40	33,3	40	43,3	40	53,3	53,3	43,3

		VALE							
CAPITAL HUMANO		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	TOTAL %
1	Número de empregados	1	1	1	1	1	1	1	100,0
2	Evolução do número de empregados nos últimos anos	1	1	1	1	1	1	1	100,0
3	Número de rescisões	0	0	0	0	0	0	0	0,0
4	Novas contratações	1	1	1	1	1	1	1	100,0
5	Ausência ou faltas do quadro de funcionário	0	0	0	0	0	0	0	0,0
6	Rotação externa do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
7	rotação interna do quadro de funcionários	0	0	0	0	0	0	0	0,0
8	Pessoal segmentado por antiguidade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
9	Pessoal segmentado por função de trabalho	1	1	1	1	1	1	1	100,0
10	Pessoal segmentado por idade	1	1	1	1	1	1	1	100,0
11	Pessoal segmentado por nível de ensino	1	1	1	1	1	1	1	100,0
12	Pessoal segmentado por gênero	1	1	1	1	1	1	1	100,0
13	Pessoal segmentado por região	1	1	1	1	1	1	1	100,0
14	Descrição das atividades de formação desenvolvidas	1	1	1	1	1	1	1	100,0
15	Horas em atividades de formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
16	Gastos em formação	1	1	1	1	1	1	1	100,0
17	Empregados com acesso a formação	0	0	0	1	1	1	1	57,1
18	Política de contratação/recrutamento	0	0	0	0	0	0	0	0,0
19	Política e sistema de remuneração	0	0	0	0	1	1	1	42,9
20	Plano de carreira	1	1	1	1	1	1	1	100,0
21	Programa de incentivos	0	0	1	1	1	1	1	71,4
22	Benefícios e programas sociais da empresas	0	0	0	0	1	1	1	42,9
23	Política de segurança e higiene	0	0	0	0	0	0	0	0,0
24	Informações sobre convênio coletivos	0	0	0	0	1	1	1	42,9
25	Medidas de satisfação dos empregados	0	0	0	0	0	0	0	0,0
26	Produção ou produtividade por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
27	Renda por empregado	0	0	0	0	0	0	0	0,0
28	Experiência de trabalho dos altos executivos de outras empresas	0	0	0	0	1	0	0	14,3
29	Formação dos altos executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
30	Novas contratações de executivos	0	0	0	0	0	0	0	0,0
NIVEL DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DO CAPITAL HUMANO		43,3	43,3	46,7	50	63,3	60	60	52,4

ANEXO E - Nível de Evidenciação do Capital Humano das Empresas Analisadas

CODIGO	EMPRESA	ANO	% Capital Humano
ALPA4	ALPARGATAS	2004	40,0
		2005	46,7
		2006	43,3
		2007	46,7
		2008	30,0
		2009	43,3
		2010	36,7
AMBV4	AMBEV	2004	40,0
		2005	46,7
		2006	46,7
		2007	43,3
		2008	56,7
		2009	43,3
		2010	46,7
BRAP4	BRADESPAR	2004	3,3
		2005	3,3
		2006	3,3
		2007	3,3
		2008	6,7
		2009	6,7
		2010	6,7
CNFB4	CONFAB	2004	30,0
		2005	26,7
		2006	26,7
		2007	26,7
		2008	26,7
		2009	26,7
		2010	26,7
CPFE3	CPFL ENERGIAS	2004	53,3
		2005	53,3
		2006	40,0
		2007	33,3
		2008	53,3
		2009	56,7
		2010	53,3
DTEX3	DURATEX	2004	30,0
		2005	46,7
		2006	66,7
		2007	66,7
		2008	63,3
		2009	63,3
		2010	63,3
ELET3	ELETROBRAS	2004	40,0
		2005	40,0
		2006	56,7
		2007	50,0
		2008	40,0
		2009	50,0
		2010	56,7

CODIGO	EMPRESA	ANO	% Capital Humano
EMBR3	EMBRAER	2004	16,7
		2005	6,7
		2006	13,3
		2007	36,7
		2008	36,7
		2009	56,7
		2010	46,7
ENBR3	ENERGIAS BR	2004	66,7
		2005	70,0
		2006	66,7
		2007	66,7
		2008	76,7
		2009	73,3
		2010	70,0
ETER3	ETERNIT	2004	26,7
		2005	26,7
		2006	26,7
		2007	30,0
		2008	33,3
		2009	26,7
		2010	33,3
GGBR4	GERDAU	2004	50,0
		2005	46,7
		2006	53,3
		2007	50,0
		2008	60,0
		2009	53,3
		2010	53,3
KLBN4	KLABIN S.A.	2004	10,0
		2005	6,7
		2006	26,7
		2007	50,0
		2008	56,7
		2009	53,3
		2010	66,7
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	2004	50,0
		2005	56,7
		2006	40,0
		2007	53,3
		2008	20,0
		2009	53,3
		2010	53,3
PETR4	PETROBRAS	2004	56,7
		2005	46,7
		2006	56,7
		2007	46,7
		2008	56,7
		2009	60,0
		2010	56,7
SUZB5	SUZANO PAPEL	2004	33,3
		2005	30,0
		2006	23,3
		2007	40,0
		2008	76,7
		2009	70,0
		2010	70,0

CODIGO	EMPRESA	ANO	% Capital Humano
TNLP4	TELEMAR	2004	56,7
		2005	60,0
		2006	56,7
		2007	40,0
		2008	40,0
		2009	46,7
		2010	46,7
TCSL4	TIM PART S/A	2004	43,3
		2005	36,7
		2006	33,3
		2007	50,0
		2008	26,7
		2009	26,7
		2010	23,3
TBLE3	TRACTEBEL	2004	40,0
		2005	30,0
		2006	60,0
		2007	66,7
		2008	70,0
		2009	73,3
		2010	70,0
UGPA4	ULTRAPAR	2004	16,7
		2005	16,7
		2006	16,7
		2007	16,7
		2008	30,0
		2009	20,0
		2010	20,0
USIM5	USIMINAS	2004	40,0
		2005	33,3
		2006	40,0
		2007	43,3
		2008	40,0
		2009	53,3
		2010	53,3
VALE5	VALE	2004	43,3
		2005	43,3
		2006	46,7
		2007	50,0
		2008	63,3
		2009	60,0
		2010	60,0

ANEXO F - Indicadores Estimados do Q de Tobins das Empresas da Amostra

CODIGO	EMPRESA	ANO	Q'Tobins
ALPA4	ALPARGATAS	2004	0,58
		2005	1,05
		2006	1,92
		2007	1,91
		2008	0,45
		2009	1,10
		2010	1,51
AMBV4	AMBEV	2004	2,03
		2005	1,89
		2006	2,07
		2007	2,52
		2008	1,84
		2009	2,67
		2010	3,55
BRAP4	BRADESPAR	2004	1,04
		2005	1,16
		2006	1,47
		2007	2,42
		2008	0,85
		2009	1,55
		2010	1,30
CNFB4	CONFAB	2004	1,07
		2005	0,97
		2006	1,27
		2007	1,25
		2008	0,54
		2009	0,88
		2010	1,13
CPFE3	CPFL ENERGIAS	2004	1,05
		2005	1,35
		2006	1,42
		2007	1,45
		2008	1,35
		2009	1,45
		2010	1,46
DTEX3	DURATEX	2004	2,14
		2005	2,39
		2006	1,50
		2007	1,50
		2008	0,70
		2009	1,94
		2010	1,55
ELET3	ELETROBRAS	2004	0,49
		2005	0,45
		2006	0,47
		2007	0,41
		2008	0,41
		2009	0,53
		2010	0,48

CODIGO	EMPRESA	ANO	Q'Tobins
EMBR3	EMBRAER	2004	1,25
		2005	1,18
		2006	1,32
		2007	1,24
		2008	0,67
		2009	0,74
		2010	0,91
ENBR3	ENERGIAS BR	2004	0,65
		2005	0,80
		2006	0,82
		2007	0,72
		2008	0,60
		2009	0,69
		2010	0,75
ETER3	ETERNIT	2004	0,62
		2005	0,55
		2006	1,26
		2007	1,37
		2008	0,98
		2009	0,95
		2010	1,64
GGBR4	GERDAU	2004	1,03
		2005	0,89
		2006	1,00
		2007	1,15
		2008	0,74
		2009	1,17
		2010	1,11
KLBN4	KLABIN S.A.	2004	1,18
		2005	1,29
		2006	1,05
		2007	1,50
		2008	0,82
		2009	0,93
		2010	0,71
PCAR4	P.ACUCAR-CBD	2004	1,10
		2005	1,04
		2006	1,00
		2007	0,93
		2008	0,83
		2009	1,23
		2010	0,95
PETR4	PETROBRAS	2004	1,07
		2005	1,21
		2006	1,34
		2007	2,18
		2008	1,13
		2009	1,38
		2010	0,97
SUZB5	SUZANO PAPEL	2004	0,89
		2005	0,77
		2006	1,02
		2007	1,20
		2008	0,73
		2009	0,87
		2010	0,60

CODIGO	EMPRESA	ANO	Q'Tobins
TNLP4	TELEMAR	2004	0,88
		2005	0,92
		2006	0,77
		2007	0,68
		2008	0,62
		2009	0,70
		2010	0,58
TCSL4	TIM PART S/A	2004	0,63
		2005	1,06
		2006	1,65
		2007	1,23
		2008	0,72
		2009	0,98
		2010	0,91
TBLE3	TRACTEBEL	2004	1,29
		2005	2,10
		2006	2,48
		2007	2,50
		2008	1,96
		2009	1,88
		2010	1,85
UGPA4	ULTRAPAR	2004	1,34
		2005	0,76
		2006	1,11
		2007	0,50
		2008	0,79
		2009	1,13
		2010	1,28
USIM5	USIMINAS	2004	1,05
		2005	0,92
		2006	1,19
		2007	1,40
		2008	0,67
		2009	1,11
		2010	0,80
VALE5	VALE	2004	2,22
		2005	2,28
		2006	1,64
		2007	2,47
		2008	0,93
		2009	1,62
		2010	1,52

ANEXO G - Média de Endividamento do Setor em Índice

MÉDIA DE ENDIVIDAMENTO DO SETOR - ÍNDICE							
Setor	DL/PL - 2004	DL/PL - 2005	DL/PL - 2006	DL/PL - 2007	DL/PL - 2008	DL/PL - 2009	DL/PL - 2010
Comércio	0,21	0,18	0,16	0,42	0,27	0,25	0,26
Energia Elétrica	1,47	0,99	0,96	0,96	1,06	1,08	0,95
Minerais não Met	0,33	0,16	0,15	0,16	0,12	0,18	0,15
Mineração	0,35	0,34	0,90	0,56	0,22	0,33	0,29
Outros	1,04	1,17	0,89	1,13	1,29	0,85	1,56
Papel e Celulose	0,47	0,54	0,56	0,63	1,24	0,71	0,38
Petróleo e Gás	0,43	0,47	0,56	0,79	0,61	0,64	0,52
Química	0,10	0,17	0,20	0,25	0,31	0,15	0,20
Siderur & Metalur	0,32	0,38	0,36	0,36	0,45	0,48	0,51
Telecomunicações	0,56	0,51	0,57	0,35	0,65	1,00	0,55
Têxtil	0,34	0,42	0,42	0,35	0,43	0,36	0,36
Veículos e peças	0,43	0,48	0,37	0,46	0,64	0,54	0,51

ANEXO H - Classificação das Empresas por Setor

ORDEM	CÓDIGO	EMPRESA	Setor
1	ALPA4	ALPARGATAS	Têxtil
2	AMBV4	AMBEV	Outros
3	BRAP4	BRADESPAR	Outros
4	CNFB4	CONFAB	Siderurgia e Metalurgia
5	CPFE3	CPFL ENERGIAS	Energia Elétrica
6	DTEX3	DURATEX	Outros
7	ELET3	ELETROBRAS	Energia Elétrica
8	EMBR3	EMBRAER	Veículos e Peças
9	ENBR3	ENERGIAS BR	Energia Elétrica
10	ETER3	ETERNIT	Minerais Não Metais
11	GGBR4	GERDAU	Siderurgia e Metalurgia
12	KLBN4	KLABIN S.A.	Papel e Celulose
13	PCAR4	P.ACUCAR-CBD	Comércio
14	PETR4	PETROBRAS	Petróleo e Gás
15	SUZB5	SUZANO PAPEL	Papel e Celulose
16	TNLP4	TELEMAR	Telecomunicação
17	TCSL4	TIM PART S/A	Telecomunicação
18	TBLE3	TRACTEBEL	Energia Elétrica
19	UGPA4	ULTRAPAR	Química
20	USIM5	USIMINAS	Siderurgia e Metalurgia
21	VALE5	VALE	Mineração

ANEXO I - Teste de Verificação da Necessidade de Dados em Painel

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$q[\text{firma},t] = \text{xb} + u[\text{firma}] + e[\text{firma},t]$$

Estimated results:

	var	sd = sqrt(var)
q	.3250937	.5701698
e	.1276362	.3572621
u	.1912903	.4373675

Test: var(u) = 0

chi2(1) = 57.80
Prob > chi2 = 0.0000

ANEXO J - Escolha do Efeito Fixo ou Aleatório

	---- Coefficients ----		(b-B) difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
net1	-.6934077	-.6267337	-.066674	.1558303
atln	-.1158534	-.042658	-.0731954	.091621
roe	.2698749	.6537632	-.3838883	.2154686
po	.0820536	.1019202	-.0198666	.0500696
liquidez	-.0038382	.0346495	-.0384877	.0330848
beta	.0371968	-.057311	.0945078	.0641213
acmes	.1908872	.1596264	.0312608	.0500858

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

$\chi^2(7) = (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B)$
 = 6.02
 Prob>chi2 = 0.5371

UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
NÍVEL MESTRADO

AUTORIZAÇÃO

Eu LEANDRO LUMBIERI CPF 739.646.620-20 autorizo o Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da UNISINOS a disponibilizar a Dissertação de minha autoria sob o título NÍVEL DE EVIDENCIAÇÃO DE INFORMAÇÕES SOBRE O CAPITAL HUMANO E A PERCEPÇÃO DE VALOR DAS EMPRESAS DA BM&FBOVESPA, orientada pelo(a) professor(a) doutor(a) CLEA BEATRIZ MACAGNAN , para:

Consulta Sim Não

Empréstimo Sim Não

Reprodução:

Parcial Sim Não

Total Sim Não

Divulgar e disponibilizar na Internet gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, o texto integral da minha Dissertação citada acima, no *site* do Programa, para fins de leitura e/ou impressão pela Internet

Parcial Sim Não

Total Sim Não

Em caso afirmativo, especifique:

Sumário: Sim Não

Resumo: Sim Não

Capítulos: Sim Não

Quais _____

Bibliografia: Sim Não

Anexos: Sim Não

São Leopoldo, 26/09/2012

Assinatura do(a) Autor(a)

Visto do(a) Orientador(a)