



Análise do nível de disclosure voluntário e o custo de capital das empresas brasileiras: no período de 2008 a 2012

Level of voluntary disclosure and the cost of capital of Brazilian companies: 2008 to 2012

Ariana Ballester¹, Igor Vasconcelos Nogueira², Valdir Antonio Vitorino Filho³

RESUMO

O objetivo desta pesquisa é analisar se o nível de *disclosure* voluntário no mercado brasileiro impacta no custo de capital das empresas que compõem o índice Bovespa [Ibovespa] no período de 2008 a 2012. Foram selecionadas 46 empresas brasileiras não financeiras e o estudo foi capaz de prover benefícios acadêmicos quanto à contribuição e complemento de pesquisas já realizadas, tais como Lima, Lima, Favero e Galdi (2007), Murcia e Santos (2009a) e Li and Yang (2013). O Modelo de Regressão com Dados em Painel é utilizado para relacionar as variáveis independentes com as seguintes variáveis dependentes: Custo de Capital Próprio, Custo de Capital de Terceiros e Custo Médio Ponderado de Capital. Os resultados possibilitam concluir que algumas práticas de *disclosure* voluntário impactam nos Custos de Capitais das empresas, ou seja, quando as Companhias optam por divulgar em seus relatórios anuais e/ou da Administração, tais informações podem impactar no custo de captação de recursos próprios ou de terceiros das empresas.

Palavras-chave: *Disclosure* Voluntário; Custo de Capital Próprio; Custo de Capital de Terceiros; Custo Médio Ponderado de Capital.

ABSTRACT

This study analyzed whether the level of voluntary disclosure in the Brazilian market affects the cost of capital of companies listed on Bovespa during the period covering 2008 through 2012. The sample was composed of 46 Brazilian non-financial institutions, building on and complementing previous research such as that carried out by Lima, Lima, Favero and Galdi (2007), Murcia and Santos (2009a), and Li and Yang (2013). The panel data regression model is employed to relate the independent variables with the following dependent variables: Cost of Equity, Cost of Debt and Weighted Average Cost of Capital. Findings permit the conclusion that some voluntary disclosure practices influence the cost of capital, i.e., when a company chooses to voluntarily disclose information in its annual reports, this information can affect its cost of equity and cost of debt.

¹ Universidade Metodista de Piracicaba – UNIMEP – Rodovia do Açúcar, km 156, CEP 13423-170, Piracicaba, São Paulo, Brasil.- abballester@gmail.com

² Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de São Paulo – IFSP – São Paulo, Capivari, Brasil.- igorvasconcelosnogueira@ifsp.edu.br

³ Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia de São Paulo – IFSP – São Paulo, Capivari, Brasil.- valdir.vitorino@ifsp.edu.br

Keywords: *Voluntary Disclosure; Cost of Equity; Cost of Debt; Weighted Average Cost of Capital.*

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro se mostra como um canal fundamental na captação de recursos possibilitando diretamente o crescimento das empresas e indiretamente a criação de empregos e desenvolvimento econômico do país, conforme dados do Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais [IBMEC] (2012). Frente a outros mercados emergentes, o Brasil possui um número consideravelmente inferior de empresas listadas em Bolsa - 366, contra mais de 5.000 empresas listadas na Índia, mais de 1.600 na China e 472 na África do Sul, segundo Milani, Segura, Belli e Poker (2014). Nesse cenário de possibilidades de crescimento, se faz necessário que as empresas brasileiras que já abriram capital e aquelas que almejam obter financiamento de capital próprio por meio de emissão de ações estejam cientes das mudanças que este movimento acarreta em suas práticas de Governança Corporativa.

Carvalho (2002) define Governança Corporativa como o conjunto de princípios que gerencia o processo de tomada de decisão de uma empresa, fazendo com que exista uma sinergia entre o controle de propriedade e o corpo administrativo da companhia. Estes princípios, conforme Lanzana (2004) são considerados fatores importantes nas decisões de *disclosure*.

Disclosure é caracterizado pela divulgação transparente de informações financeiras, obrigatórias ou voluntárias, que influenciam o processo decisório dos investidores. Estas informações são essenciais para os investidores avaliarem as oportunidades de aplicação de seu capital, pois através das mesmas é possível acompanhar a evolução das empresas, as ações realizadas pelas mesmas no passado e as que se cumprirão no futuro (Niyama & Gomes, 1996).

Quando o *disclosure* é voluntário, significa que as informações divulgadas excedem o que é exigido por Lei e se caracterizam como dados adicionais livremente expostos pelas empresas, a fim de auxiliar os usuários das mesmas no processo de tomada de decisão (Murcia & Santos, 2009_b).

De acordo com Bravo, Abad and Trombetta (2008), as demonstrações financeiras são a principal forma de *disclosure* que as empresas utilizam para ministrar suas informações ao mercado. Oliveira, Paulo, Martins e Lucena (2014) afirmam que os relatórios contábeis possibilitam a redução da assimetria informacional, pois contém informações úteis e relevantes que demonstram a real situação econômico-financeira da empresa, auxiliando a administração e o mercado de capitais na tomada de decisões.

Outro fator considerado pelos investidores na aplicação de seus recursos é o custo de capital. Conforme Assaf, Lima e Araújo (2008), o custo de capital é a exigência de retorno médio que as empresas devem oferecer, utilizado como referência para investimentos, análises de desempenho corporativas e estrutura de capital. Qualquer empresa deve ter como princípio fundamental oferecer investimentos que tenham retornos capazes de suprir a expectativa mínima dos ganhos de seus acionistas.

Desta forma, quando os acionistas analisam os riscos de seus investimentos e o retorno que esperam das ações, devem levar em conta as boas práticas de governança corporativa e *disclosure* das empresas, considerados fatores importantes na redução do custo de capital. Quanto maior o *disclosure* da empresa, maior a liquidez das ações e, conseqüentemente,

menor o custo de capital por conta da diminuição no custo das transações e da redução do risco não diversificável (Alencar, 2005).

Diante do exposto, o objetivo geral desta pesquisa é analisar se o nível de *disclosure* voluntário no mercado brasileiro impacta no custo de capital das empresas que compõem o índice Ibovespa, no período de 2008 a 2012. Para objetivos específicos busca-se: a) avaliar a relação causal entre o *disclosure* voluntário das empresas brasileiras que compõem o índice Ibovespa e o custo de capital próprio, no período de 2008 a 2012; b) avaliar a relação causal entre o *disclosure* voluntário das empresas brasileiras que compõem o índice Ibovespa e o custo de capital de terceiros, no período de 2008 a 2012; e c) avaliar a relação causal entre o *disclosure* voluntário das empresas brasileiras que compõem o índice Ibovespa e o custo médio ponderado de capital, no período de 2008 a 2012. Dos resultados podem advir benefícios, como maior evidência das empresas, o que incentiva investidores estrangeiros a aplicarem seu capital no Brasil, buscando maior retorno ou menor risco (Murcia & Santos, 2009_a).

Este artigo está dividido em cinco principais seções, sendo que a primeira seção abordou a introdução, com o tema, problemática da pesquisa e objetivo. Na segunda seção foi exposto o referencial teórico. A terceira seção apresentou o método de pesquisa com a tipologia, coleta de dados, variáveis e o modelo econométrico. A quarta seção relatou os resultados e discussões do estudo. Por fim, a quinta seção teceu as considerações finais, seguida das referências utilizadas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

A partir do atual papel desempenhado pela contabilidade, destaca-se o dever de qualidade e transparência na divulgação das demonstrações financeiras, que devem estar de acordo com as necessidades e exigências dos que delas se utilizam (Soares, 2010).

O Pronunciamento Técnico CPC 26 (2011) define que o objetivo primordial das demonstrações financeiras é fornecer informações úteis acerca da posição patrimonial e financeira, bem como das operações de uma entidade para uma gama de usuários em suas análises e tomadas de decisões econômicas.

Dado ainda a crescente demanda por informações, o mercado passa a exigir das empresas a adoção de boas práticas de Governança Corporativa e *disclosure*. Da mesma forma, muitos investidores passam a ter preferência por empresas que divulgam além do requerido por lei. Através de estudos como o de Welker (1995), descobre-se que o aumento da liquidez das ações é consequência de um maior nível de *disclosure* corporativo.

É neste contexto que o conceito de *disclosure* se torna um assunto chave, discutido pelo corpo administrativo das organizações, uma vez que de acordo com a instrução da Comissão de Valores Mobiliário [CVM] número 480 de 2009, as companhias abertas devem trimestralmente disponibilizar suas demonstrações financeiras para análise dos *stakeholders*.

Segundo Dantas, Zendersky, Santos e Niyama (2005), o *disclosure* fornece ao investidor condições de avaliar a performance da empresa nos negócios, a situação financeira e os riscos oferecidos pela mesma. Desta forma, a evidência deve ser abrangente, transparente e fornecer informações qualitativas e quantitativas que possam influenciar a decisão dos *stakeholders*. Todavia, de acordo com Murcia e Santos (2009_a), muitas vezes a veracidade da divulgação informada voluntariamente é questionada, pois a maioria consiste em informações publicadas em Relatórios de Administração, que não são passíveis de

auditoria. Desta forma, sua credibilidade só será apurada no futuro, caso a informação venha ou não a ocorrer.

Segundo Graham, Harvey and Rajgopal (2005) a divulgação voluntária, que excede o recomendado por lei, busca reduzir o custo e o risco inerente à informação, e também melhorar a imagem administrativa da empresa. Neste contexto, Cruz e Lima (2010) afirmam que a escolha por aumentar a quantidade de informação adicional é motivada pela visão de melhoria na reputação e geração de novos investimentos nas empresas que o fazem.

Lima *et al.* (2007) citam uma pesquisa elaborada pela *Price Waterhouse Coopers* com seus investidores e analistas, que busca identificar os objetivos por trás de uma maior evidenciação de informações por parte das empresas. São citados cinco pontos considerados como os maiores benefícios advindos de uma melhor evidenciação: aumento da credibilidade dos gestores; mais investidores de longo prazo; maior monitoramento por parte dos analistas; melhor acesso a novos capitais e melhor avaliação do preço das ações. Lima *et al.* (2007) destacam o quarto benefício, relacionado ao custo de capital, ao afirmar que a empresa com melhor acesso a novos capitais reduz sua assimetria informacional e consequentemente alcança um menor custo de capital.

2.1 Pesquisas relacionando *disclosure* e custo de capital

Alencar (2005) investiga se o nível de *disclosure* influencia no custo do capital das empresas negociadas no mercado brasileiro. De acordo com a autora, a teoria diz que melhor e maior *disclosure* resulta em menor custo de capital, e existem estudos conduzidos no exterior comprovando a teoria, mas há razões para se crer que o mesmo comportamento não é observado no mercado brasileiro. A pesquisa realizada por Alencar (2005) compreende o exame dos dados de 222 empresas listadas em bolsa, extraídas da base de dados Economática® e com base nos dados pesquisados, a autora conclui que no mercado brasileiro o nível de *disclosure* não afeta o custo de capital para as empresas pesquisadas e período analisado. A autora ressalta que em função das peculiaridades do mercado brasileiro, o resultado não é de todo surpreendente, mas também destaca a necessidade de uma investigação mais detalhada, utilizando-se medidas mais robustas para nível de *disclosure*. Alencar (2005) ainda destaca que é possível verificar adicionalmente outros dois resultados contrários à expectativa alicerçada na teoria: que as maiores empresas oferecem taxa de retorno superior às menores e que a implementação de práticas diferenciadas de governança corporativa não resultou em alteração do custo de capital.

Já os autores Lanzana, Silveira e Famá (2006) investigam a relação entre governança corporativa e o nível de *disclosure* adotado pelas empresas brasileiras de capital aberto. Os autores relatam que de acordo com a literatura, esta relação pode ser complementar ou substituta. No caso de complementar, pode-se entender que empresas com melhor estrutura de governança apresentam um maior nível de *disclosure*. Já se a relação for substituta, intui-se que as empresas com pior estrutura de governança apresentariam maior nível de *disclosure*, como forma de compensar os investidores pelo menor monitoramento interno. São utilizadas cinco variáveis independentes de governança: duas relativas à estrutura de propriedade e três relativas ao conselho de administração, incluindo uma aproximação para independência do órgão. Os autores empregam dois métodos econométricos: regressão múltipla para as 58 empresas cujo índice de *disclosure* pôde ser calculado, e uma regressão utilizando o modelo Tobit para a amostra total de 161 empresas. Como principal resultado, os autores verificam que a variável que mensura a independência do órgão, no teste Tobit, corrobora o efeito de

complementação, sugerindo que o grau de independência do conselho é relevante para que empresas que não praticam *disclosure* voluntário passem a fazê-lo.

Lima *et al.* (2007) investigam a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros. Os autores esperam que o aumento do *disclosure* pelas empresas resulte no aumento da visibilidade e negociabilidade de seus papéis, bem como a quantidade de informação divulgada aos seus *stakeholders*. Os autores utilizam regressões com análise de dados em painel para empresas abertas brasileiras listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. O período utilizado na pesquisa é de 2000 a 2004 para as variáveis de *disclosure* voluntário e de controle; e, para a variável custo de capital de terceiros, é utilizado o período de 2001 a 2005. Os resultados empíricos da pesquisa demonstram que, a partir da utilização do efeito combinado, pelo método dos mínimos quadrados generalizados, cujo R^2 é de aproximadamente 9,44%, o nível de *disclosure* voluntário possui relação inversa com o custo de capital de terceiros. Apesar dos resultados obtidos e das conclusões apresentadas, os autores destacam também algumas limitações da pesquisa, como: as conclusões obtidas ficam restritas à amostra, às variáveis e à ferramenta econométrica utilizadas, podendo, como sugestões para novas pesquisas, utilizar outras ferramentas estatísticas e outras variáveis para, até mesmo, fazer comparações com o estudo apresentado.

Ponte, Oliveira Moura e Carmo (2007) buscam responder à seguinte questão em sua pesquisa: quais as mudanças percebidas na evidenciação de informações obrigatórias, não obrigatórias e avançadas praticadas pelas sociedades anônimas no Brasil? Para isso, analisam as demonstrações contábeis de 95 empresas, referentes ao exercício de 2002 e 119 alusivas ao exercício de 2005. A pesquisa revela a não ocorrência de melhoria das práticas de *disclosure* das empresas estudadas. Com relação às informações contábeis de natureza avançada e não obrigatórias defendidas pelas práticas de governança corporativa verifica-se um avanço na sua evidenciação pelas empresas analisadas, que dispensam atenção especial à divulgação de suas práticas de responsabilidade social e do Balanço Social, das Demonstrações do Fluxo de Caixa [DFC] e do Valor Adicionado [DVA].

Castro, Conceição e Santos (2011) verificam empiricamente a existência de relação significativa entre o nível de *disclosure* voluntário de informações e custo de capital próprio de empresas brasileiras não financeiras, mas sem avaliar a relação entre o *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros ou o custo médio ponderado de capital. Além disso, os autores empregam um questionário desenvolvido para medir o nível de *disclosure* voluntário das empresas enquanto o custo de capital próprio é obtido com base em informações publicamente disponíveis. Encontra-se uma relação negativa e significativa entre as variáveis de interesse, indicando que as empresas com maior divulgação de informações voluntárias conseguem captar capital próprio a uma taxa menor.

Freire, Suzart e Cunha (2012) investigam a relação entre custo de capital próprio e *disclosure* nas empresas brasileiras de capital aberto. Analisam dados de 141 empresas listadas na Bovespa, no período compreendido entre 2005 e 2010. Os autores utilizam como *proxy* para o custo de capital próprio o Beta do CAPM [*Capital Asset Pricing Model*] e o nível de *disclosure* é representado por variável dicotômica para empresas participantes dos níveis 1, 2 e novo mercado da BM&FBOVESPA. Os resultados indicam que o aumento do nível de *disclosure* não diminui o custo de capital das empresas analisadas.

Paralelamente, Li and Yang (2013) desenvolvem um estudo que busca analisar se uma maior divulgação de informações voluntárias reduz o custo de capital das companhias no mercado. Para isto, é calculada a média dos custos de capital implícitos de uma amostra de 38.643 empresas, utilizando as informações divulgadas voluntariamente nos relatórios

financeiros do período de 1994 a 2010. A pesquisa mostra o coeficiente *disclosure* como negativo e estatisticamente significativo, sugerindo que um aumento na divulgação voluntária tem como efeito a redução do custo de capital. Dentre as várias conclusões verifica-se que empresas que passam por mais revisões [*forecast*] são julgadas como detentoras de incertezas, levando a um custo de capital maior. Porém, as evidências empíricas são consistentes com a afirmação de que um aumento da divulgação de informações resulta em uma diminuição do custo de capital ao nível do mercado.

3 MÉTODO

3.1 Tipo de pesquisa

Dado que o objetivo deste trabalho é analisar se o nível de *disclosure* voluntário no mercado brasileiro impacta no custo de capital das empresas que compõem o índice Ibovespa, no período de 2008 a 2012, a pesquisa pode ser caracterizada como exploratória, que conforme Beuren (2012) é uma tipologia aplicada quando se deseja analisar o assunto mais detalhadamente, pois não há dados específicos e conhecimento profundo sobre o mesmo. Quanto à abordagem do problema, a pesquisa pode ser classificada como pesquisa quantitativa, através da tabulação e quantificação dos dados, relacionando as variáveis e empregando a análise estatística para validar os resultados.

3.2 Dados empregados

Os dados empregados para análise foram selecionados no *software* Economática®; utilizando como filtro as empresas brasileiras com cotação ativas na BM&FBOVESPA e com índice Ibovespa diferente de zero. Foram excluídas as empresas do setor Financeiro e Outros, e selecionada apenas uma classe por empresa, ordinárias normativas ou preferenciais normativas [ON/PN], aquela que apresentou maior volume no último mês. O período abrangido foi de 2008 a 2012. Desta forma, foram selecionadas 46 empresas brasileiras.

3.3 Modelo econométrico

Nesta pesquisa é utilizado o modelo de regressão com dados em painel, que de acordo com Wooldridge (2002) caracteriza-se por uma modelagem econométrica com a finalidade de verificar a relação da variável dependente com as variáveis independentes.

Segundo Wooldridge (2002), três abordagens principais se destacam no modelo de regressão com dados em painel:

a) Dados em Painel com Efeito Combinado [*Pooled Ordinary Least Squares – POLS*]: O POLS não considera a existência de efeitos não observáveis característicos das unidades de análise. Assim, tanto o intercepto quanto a inclinação da reta de regressão servem para todas as empresas durante todo o período de tempo. Essa abordagem empilha os dados de interesse e estima o modelo por Mínimos Quadrados Ordinários [MQO].

b) Dados em Painel com Efeitos Fixos [EF]: O modelo de efeitos fixos objetiva controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos e permanecem constantes ao longo do tempo. Para isto, supõe que o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas é constante ao longo do tempo; ao passo que os parâmetros resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo.

c) Dados em Painel com Efeitos Aleatórios [EA]: O modelo de efeitos aleatórios possui as mesmas suposições do modelo de efeitos fixos, isto é, o intercepto varia de um indivíduo para o outro, mas não ao longo do tempo, e os parâmetros resposta são constantes para todos os indivíduos e em todos os períodos de tempo. A diferença entre os dois modelos refere-se ao tratamento do intercepto. No modelo de efeitos fixos os interceptos são tratados como parâmetros fixos. Já o modelo de efeitos aleatórios os interceptos são tratados como variáveis aleatórias. Desta forma o modelo EA considera que os indivíduos sobre os quais se dispõe de dados são amostras aleatórias de uma população maior de indivíduos.

Neste estudo, a abordagem melhor especificada para o Custo de Capital Próprio [ke] e para o Custo Médio Ponderado de Capital [CMPC] é a abordagem com efeitos fixos, enquanto para o Custo de Capital de Terceiros [ki] foi a abordagem dos Mínimos Quadrados Generalizados [MQG].

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{it} + \beta_2 X_{it} + \dots + \beta_k X_{kt} + \varepsilon_{it}$$

Equação 1: Modelo geral de regressão para dados em painel

A equação do modelo é indicada como equação base para o modelo de regressão por mínimos quadrados generalizados ou para o modelo de regressão com efeitos fixos, no qual há evidências que α seja correlacionado com as variáveis explicativas. Assume-se no modelo com efeitos fixos que os interceptos representam partes dependentes de uma população, com efeitos dependentes das perturbações no erro do modelo - ε_{it} (Wooldridge, 2002).

Ressalta-se que foram empregados os testes de validação econométrica para melhor especificação dos modelos apresentados, tais como o teste de verificação de heterocedasticidade (Wald Modificado) para o modelo de regressão com dados em painel com efeitos fixos, o teste de verificação Breusch-Pagan para testar a presença de efeitos aleatórios, além do teste Hausman empregado em caso de dúvida na escolha entre os modelos, para verificar a melhor escolha entre o modelo de regressão com dados em painel com efeitos aleatórios ou com efeitos fixos. Tem-se ainda que a modelagem econométrica empregada nesta pesquisa é realizada com a premissa de ausência de correlação entre as variáveis e a presença de normalidade dos dados.

3.4 Especificação do modelo e descrição das variáveis

Nesta pesquisa, é analisada a relação das variáveis dependentes [Tabela 1] Custo de Capital Próprio [ke], de Terceiros [ki] e Custo Médio Ponderado de Capital [CMPC], com as variáveis independentes, de controle e voluntárias [Tabela 2].

O ke é mensurado pela equação básica do CAPM, levando em consideração o retorno do ativo livre de risco [R_f], o risco sistêmico [β] e o retorno do mercado [R_m]. O ki é mensurado pela razão entre as despesas financeiras [Desp. Financeiras] e a soma dos endividamentos financeiros de curto [Endiv. CP] e longo prazo [Endiv. LP]. O CMPC é mensurado pela equação-padrão que pondera os custos do capital próprio e do capital de terceiros, através das proporções de capital próprio [WPL] e capital de terceiros [WP].

• **Tabela 1 – Variáveis dependentes**

Variável	Equação
k_B	$k_B = R_f + \beta (R_m - R_f)$
k_i	$k_i = \frac{Desp. Financeiras}{Endiv. CP + Endiv. LP}$
$CMPC$	$WACC = (k_B \times WPL) + (k_i \times WP)$

Fonte: Elaborado pelos autores.

Para seleção das variáveis de *disclosure* voluntário e variáveis de controle [Tabela 2], utiliza-se como base os estudos de Alencar (2005); Lanzana *et al.* (2006); Lima *et al.* (2007); Ponte *et al.* (2007); Murcia e Santos (2009_a); Gondrige (2010); Castro *et al.* (2011); Freire *et al.* (2012) e Lan, Wang and Zhang (2013).

• **Tabela 2 – Variáveis de controle e de *disclosure* voluntário**

Variáveis de Controle	Variáveis de <i>Disclosure</i> Voluntário
Tamanho da Empresa [tamempr]	Prêmio ANEFAC [anefac]
Grau de Endividamento [grauendiv]	Perspectivas e Planos para o Exercício Atual e Próximos [persplan]
Valor de Mercado [valmerc]	Média das Ações [meda]
Emissão de ADR [adr]	EBITDA [ebitda]
Governança Corporativa [govcorp]	Existência de Comitê de Auditoria [comitaud]
Sector da Empresa	Demonstração dos Fluxos de Caixa pelo Método Direto [flcxdir]
Alavancagem [alavanc]	Tipo de Auditoria [tipaud]
Índice de Liquidez [indliq]	Pesquisa e Desenvolvimento [pd]
	Resultados por Linha de Produtos [resullinh]

Fonte: Elaborado pelos autores.

A variável de controle Tamanho da Empresa é representada pela *proxy* logaritmo do ativo total das empresas ao final de cada exercício social. A variável Grau de Endividamento representa a relação entre o valor do exigível total e o patrimônio líquido. O Valor de Mercado é calculado pelo número de ações multiplicado pela cotação na data base. A variável Emissão de ADR corresponde se a companhia possui ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova York. Quanto à variável Governança Corporativa, esta indica a adesão das companhias aos níveis 1, 2 e Novo Mercado. A variável Sector da Empresa busca analisar se o sector no qual a empresa se insere é relevante para a maior divulgação de informações. A Alavancagem calcula a dívida financeira total sobre o passivo total, e o Índice de Liquidez corresponde ao ativo circulante sobre o passivo circulante, e demonstra a capacidade da entidade de sanar suas dívidas no curto prazo.

Já para as variáveis de *disclosure* voluntário, Prêmio ANEFAC reflete a quantidade de vezes que a empresa foi indicada para o prêmio transparência da Associação Nacional dos

Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade, durante o período analisado. As Perspectivas e Planos para o Exercício Atual e Próximos, de acordo com Ponte *et al.* (2007) representam a expectativa da administração em relação aos dados contidos nas informações para o ano corrente, não devendo tais informações serem tratadas como projeções, pois não são quantificadas.

A variável Média das Ações apresenta a proporção média das ações da companhia que pertencem a pequenos investidores (pessoa física), e a variável EBITDA [*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*] avalia se a empresa evidenciou em seus relatórios anuais a lucratividade antes dos juros, impostos, depreciação e amortização.

A evidenciação da Demonstração dos Fluxos de Caixa pelo Método Direto é uma prática recomendada pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC] através do Pronunciamento Técnico CPC 03, aprovado pela Deliberação CVM nº 641, de 7 de outubro de 2010. A CVM informa que os fluxos de caixa podem ser apresentados tanto pelo método direto como pelo indireto; no entanto, se o primeiro for escolhido, obrigatoriamente a entidade deverá demonstrar a reconciliação do lucro líquido para as atividades operacionais, o que torna a opção pelo método direto uma divulgação adicional adotada pela administração, que pode aumentar o nível de informações relevantes aos usuários das demonstrações financeiras.

A variável Existência de Comitê de Auditoria é empregada para verificar a existência de comitês de auditoria em instituições financeiras. A principal função do comitê é monitorar as avaliações e recomendações dos auditores independentes, causando a impressão de uma empresa mais sólida e segura dentre os investidores. A variável Tipo de Auditoria, conforme Dantas *et al.* (2005) caracteriza-se pela auditoria realizada por uma das *Big Four*, e se este tipo de auditoria influencia em uma maior divulgação de informações.

Segundo Ponte *et al.* (2007), a variável Pesquisa e Desenvolvimento contempla descrições sucintas dos projetos, recursos alocados, montantes aplicados e situação dos projetos. O Resultado por Linha de Produtos se baseia no Parecer de Orientação CVM nº 24/92, no qual a CVM estimula e recomenda a divulgação de informações de melhor qualidade aos usuários, através do aperfeiçoamento e complemento das informações dos relatórios das empresas.

Em relação às especificações do modelo de regressão são empregados testes comparativos para determinar o melhor modelo especificado para cada regressão [Tabela 3].

• **Tabela 3 - Diagnóstico dos modelos de regressão com dados em painel**

Regressões (Equações)	Testes		
	Chow: <i>pooled</i> x fixo	Breusch-Pagan: <i>pooled</i> x aleatório	Hausman: aleatório x fixo
ke	$\chi^2 = 2,0 \cdot 10^8$ Prob. $\chi^2 = 0,0000^*$	$\chi^2 = 0,88$ Prob. $\chi^2 = 0,3474$	$\chi^2 = 69,83$ Prob. $\chi^2 = 0,0000^*$
ki	$\chi^2 = 84876,10$ Prob. $\chi^2 = 0,0000^*$	$\chi^2 = 24,09$ Prob. $\chi^2 = 0,0000^*$	$\chi^2 = 11,46$ Prob. $\chi^2 = 0,2458$
CMPC	$\chi^2 = 1105,92$ Prob. $\chi^2 = 0,0000^*$	$\chi^2 = 2,54$ Prob. $\chi^2 = 0,1110$	$\chi^2 = 32,79$ Prob. $\chi^2 = 0,0031^*$

Fonte: Dados da pesquisa. * significativo a 1%

Verifica-se que os resultados obtidos para a variável dependente Custo de Capital Próprio [ke] são melhores especificados no modelo econométrico de regressão com dados em

painel com efeitos fixos [E.F], uma vez que o teste Breusch-Pagan não indica a presença de efeitos aleatórios [E.A] e o resultado do teste Hausman corrobora com a escolha do modelo com efeitos fixos [Tabela 3].

O modelo melhor especificado exclui algumas variáveis de controle e algumas variáveis de *disclosure* voluntário, porém as variáveis empíricas necessárias mantiveram-se em conformidade com as teorias adotadas [Tabela 4].

$$ke_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 tamepr_{it} + \beta_2 grauendiv_{it} + \beta_3 valmerc_{it} + \beta_4 adr_{it} + \beta_5 govcorp_{it} \\ + \beta_6 alavanc_{it} + \beta_7 anefac_{it} + \beta_8 perspplan_{it} + \beta_9 meda_{it} + \beta_{10} ebitda_{it} \\ + \beta_{11} comitaud_{it} + \beta_{12} tipaud_{it} + \beta_{13} pd_{it} + \beta_{14} resullinh_{it} + \varepsilon_{it}$$

Equação 2: Modelo de regressão com efeitos fixos para o Custo de Capital Próprio

Os resultados para a variável dependente Custo de Capital de Terceiros [ki] são obtidos através da modelagem econométrica que demonstra como modelo melhor especificado, o modelo econométrico de regressão com dados em painel por mínimos quadrados generalizados - MQG, uma vez que os testes para detectar a presença de efeitos fixos [E.F] ou de efeitos aleatórios [E.A] não evidenciam tais efeitos. Inicialmente, através do teste Breusch-Pagan, há indício de presença de efeitos aleatórios, que é posteriormente descartada pelo teste Wald realizado na modelagem com efeitos aleatórios [E.A] e corroborado com o resultado do teste Hausman [Tabela 3].

$$ki_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 tamepr_{it} + \beta_2 grauendiv_{it} + \beta_3 valmerc_{it} + \beta_4 alavanc_{it} + \beta_5 indliq_{it} \\ + \beta_6 anefac_{it} + \beta_7 perspplan_{it} + \beta_8 ebitda_{it} + \beta_9 pd_{it} + \beta_{10} resullinh_{it}$$

Equação 3: Modelo de regressão por MQG para o Custo de Capital de Terceiros

Já em relação a variável dependente Custo Médio Ponderado de Capital [CMPC], obteve-se após a modelagem econométrica que o modelo melhor especificado é, assim como para o Custo de Capital Próprio, o modelo econométrico de regressão com dados em painel com efeitos fixos, uma vez que o teste Breusch-Pagan não indica a presença de efeitos aleatórios [E.A] e o resultado do teste Hausman corrobora também com a escolha do modelo com efeitos fixos [Tabela 3].

$$wacc_{it} = \alpha_{it} + \beta_1 tamepr_{it} + \beta_2 grauendiv_{it} + \beta_3 valmerc_{it} + \beta_4 adr_{it} + \beta_5 govcorp_{it} \\ + \beta_6 alavanc_{it} + \beta_7 indliq_{it} + \beta_8 anefac_{it} + \beta_9 perspplan_{it} + \beta_{10} meda_{it} \\ + \beta_{11} ebitda_{it} + \beta_{12} comitaud_{it} + \beta_{13} tipaud_{it} + \beta_{14} pd_{it} + \beta_{15} resullinh_{it} \\ + \varepsilon_{it}$$

Equação 4: Modelo de regressão com efeitos fixos para o Custo Médio Ponderado de Capital

A partir desses resultados observa-se que enquanto as variáveis dependentes ke e CMPC possuem como modelo melhor especificado, o modelo econométrico de regressão com dados em painel com efeitos fixos, a variável dependente ki é melhor especificada pelo modelo econométrico de regressão com dados em painel por mínimos quadrados generalizados.

4 RESULTADOS

Ao realizar a estatística descritiva das variáveis desta pesquisa [Tabela 4] observa-se que de um total de 230 observações, a variável dependente Custo de Capital Próprio [ke] possui 118 observações válidas, enquanto a variável Custo de Capital de Terceiros [ki] possui 204 observações válidas e o Custo Médio Ponderado de Capital [CMPC] possui 141 observações. Observa-se ainda que dentre as variáveis independentes somente duas não possuem o total das 203 observações válidas, sendo a variável valor de mercado [valmerc] com 227 observações válidas e a variável alavancagem [alavanc] com 213 observações.

Tabela 4 - Estatística descritiva das variáveis

Variável	Obs.	Média	Desv. Pad.
ke	118	0,3622905	0,4799285
ki	204	0,1847854	0,1611305
wacc	141	0,2307991	0,2765930
tamempr	230	1.616.365	1.228.883
grauendiv	230	12.162	1.704.694
valmerc	227	2,58E+07	5,73E+07
adr	230	0,5478261	0,4987929
govcorp	230	0,7391304	0,4400666
alavanc	213	0,6713048	0,9470631
indliq	230	199.743	2.371.9710
anefac	230	0,2347826	0,4247873
perspplan	230	0,5869565	0,4934544
meda	230	0,6347826	0,4825412
ebitda	230	0,7217391	0,4491200
comitaud	230	0,6347826	0,4825412
flcxdir	230	0,0000253	0,0007249
tipaud	230	0,7869565	0,4103512
pd	230	0,4478261	0,4983550
resullinh	230	0,7217391	0,4491200

Fonte: Dados da pesquisa.

Cabe ressaltar que em relação aos valores médios das variáveis, a única variável que apresenta valores monetários é a valmerc que é calculado pelo número de ações multiplicado pelo preço de fechamento da ação no ano correspondente [Tabela 4].

Em relação às variáveis de controle, com exceção das variáveis adr e govcorp que representam respectivamente se a companhia possui ações negociadas na Bolsa de Valores de

Nova York e a adesão das companhias aos níveis 1, 2 e Novo Mercado, todas as demais são índices, mensuradas conforme descrito anteriormente. Já às variáveis de *disclosure* voluntário representam, assim como as variáveis *adr* e *govcorp*, a presença ou ausência de sua representação, conforme também descrito anteriormente [Tabela 2].

Em relação à estatística descritiva por período das variáveis dependentes [Tabela 5] observa-se que os valores médios e medianos de *ke* apresentam um considerável aumento de 2008 para 2009, no qual em 2008 o *ke* se apresenta negativo, dado o retorno negativo da carteira de mercado (índice Ibovespa), originário da crise no mercado de capitais em 2008. Contudo, em 2009 houve um aumento expressivo do Ibovespa em quase 83% fazendo com que a média e a mediana dos custos de capital próprio das empresas se elevassem. Em 2010 é possível perceber uma redução do *ke* devido, sobretudo, às baixas na taxa da poupança e o crescimento desacelerado do índice Ibovespa. Essa queda se perpetua em 2011, com uma nova redução em quase 20% fazendo com que os valores médios e medianos do *ke* fiquem novamente negativos. Em 2012 devido aos rendimentos da poupança de 6,58% e ao retorno do mercado de 7%, verifica-se um novo aumento dos valores médios e medianos do *ke*.

Ao observar os valores médios e medianos de *ki* tem-se em 2008, ano da crise no mercado de capitais, os seus maiores valores. Neste ano tem-se como exemplo as elevadas despesas financeiras originadas das variações cambiais, como no caso da FIBRIA S.A que teve 88% de sua despesa financeira composta por variação cambial, devido ao aumento de 32% do dólar frente ao real. Como em 2009 houve uma redução das despesas financeiras, também devido às variações cambiais, os valores médios e medianos do *ki* também reduziram em relação a 2008. Nos anos seguintes, 2010 e 2011, é possível observar uma tendência de elevação do *ki*, devido ao impacto da crise de 2008 e a desvalorização do real frente ao dólar. Contudo, por motivos opostos, observa-se uma redução do *ki* em 2012.

Já em relação aos valores médios e medianos do CMPC observa-se em 2008 valores negativos devido as influências dos resultados negativos do *ke*. Tal influência também é verificada em 2009 só que possibilitando uma elevação do CMPC visto que o *ke* apresenta um expressivo aumento, devido ao aumento do retorno do Ibovespa. Em 2010, observa-se uma queda nos valores médios e medianos do CMPC que também foram influenciados pelo *ke*, chegando a apresentar valores médios negativos em 2011. Em 2012 é possível observar uma elevação do CMPC, desta vez influenciado pelos valores do *ki*.

Tabela 5 - Estatística descritiva por período das variáveis dependentes

Variáveis/Período	2008	2009	2010	2011	2012	
<i>ke</i>	Valores Médios	-0,39896	0,92718	0,00321	-0,1891	0,07482
	Valores Medianos	-0,40986	0,84033	0,00943	-0,1805	0,07393
	Desvio Padrão	0,20411	0,40142	0,03032	0,18668	0,00557
<i>ki</i>	Valores Médios	0,2408	0,14991	0,16016	0,19968	0,17403
	Valores Medianos	0,21766	0,13147	0,136	0,15523	0,1219
	Desvio Padrão	0,18015	0,09036	0,14177	0,17025	0,19174
CMPC	Valores Médios	-0,06119	0,59715	0,06227	-0,0159	0,11728
	Valores Medianos	-0,07323	0,55234	0,05262	0,00089	0,09714
	Desvio Padrão	0,17263	0,309	0,05667	0,1543	0,07329

Fonte: Dados da pesquisa.

Os resultados referentes à modelagem econométrica foram obtidos em conformidade com o diagnóstico realizado para melhor especificar o modelo de regressão com dados em painel [Tabela 6].

Tabela 6 - Resultado das Regressões

Variáveis / Regressões	ke [Equação 2]	ki [Equação 3]	CMPC [Equação 4]
constante	16,43635*** (3,072891)	0,3759544* (0,212731)	8,055561*** (1,791991)
tamempr	-1,018047*** (0,1864239)		-0,4858039*** (0,1080544)
grauendiv		0,0657972*** (0,0236882)	
valmerc		6,08*10 ⁻¹⁰ ** (2,48*10 ⁻¹⁰)	
adr	16,43635** (3,072891)		
alavanc	0,5766391* (0,2966671)	-0,1058917*** (0,0397736)	
indliq			0,0280963* (0,0143974)
perspplan	-0,5531599*** (0,1483294)		-0,1427087* (0,082875)
meda	0,3466388** (0,1502747)		
Número de observações	110	202	141
Número de grupos	42	44	42
Teste F	F(14,54) = 5,47 Prob. F = 0,0000***		F(15,84) = 3,03 Prob. F = 0,0006***
Teste F p/ todo $u_{-i}=0$	F(41,54) = 1,84 Prob. F = 0,0177**		F(41,84) = 1,22 Prob. F = 0,2180
Wald		Wald(9) = 22,07 Prob. χ^2 = 0,0087***	
Modelo	Efeitos Fixos	MQG	Efeitos Fixos

Fonte: Dados da pesquisa. * significativo a 10%, ** significativo a 5% e *** significativo a 1%. Erros-padrão entre parênteses.

Em relação ao modelo que emprega a variável dependente ke pode-se verificar que as variáveis tamempr, adr, perspplan e meda apresentam-se estatisticamente significativas com um nível de confiança superior a 95%. Por sua vez, a variável alavanc apresenta um valor de significância ligeiramente superior que 0,05, evidenciando um nível de confiança superior a 90% [Tabela 4].

Assim, observa-se que o Custo de Capital Próprio é impactado, sobre um nível de confiança de 95%, pelo tamanho da empresa, pela emissão de ADRs, pelas perspectivas e planos para o exercício atual e próximos e pela média das ações, que representa a proporção média das ações da companhia que pertencem a pequenos investidores.

Já no modelo que emprega a variável dependente ki é possível verificar que as variáveis grauendiv, valmerc e alavanc apresentam-se estatisticamente significativas com um nível de confiança superior a 95%. Enquanto no modelo que emprega a variável dependente CMPC verifica-se que somente a variável tamempr apresenta-se estatisticamente significativa com um nível de confiança superior a 95%. Por sua vez, as variáveis indliq e perspplan

apresentam um valor de significância ligeiramente superior que 0,05, evidenciando um nível de confiança superior a 90% [Tabela 4].

O Custo Médio Ponderado de Capital é impactado, sobre um nível de confiança de 95%, apenas pelo tamanho da empresa. Contudo, ao analisar as variáveis sobre um nível de confiança de 90%, a alavancagem financeira impacta o Custo de Capital Próprio, enquanto o índice de liquidez e as perspectivas e planos para o exercício atual e próximos impactam o Custo Médio Ponderado de Capital.

Já o Custo de Capital de Terceiros é impactado pelo grau de endividamento, pelo valor de mercado e pela alavancagem financeira, dado um nível de confiança de 95%.

5 DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Analisando o resultado do modelo de regressão k_i [Equação 2] pode-se observar que a variável $tamempr$ é estatisticamente significativa e negativa. Assim, as empresas de maior porte tendem a ter um menor k_i . Este resultado confirma o estudo de Alencar (2005).

De forma similar, a variável $perspplan$ também se mostra estatisticamente significativa e negativa em relação à variável dependente Custo de Capital Próprio, demonstrando que a divulgação da informação de perspectivas e planos para o exercício atual e para os próximos nos relatórios anuais das empresas, promove redução no Custo de Capital Próprio das mesmas.

Já a variável adr apresenta-se positivamente relacionada com a variável dependente Custo de Capital Próprio. Este resultado contradiz a hipótese apresentada por Alencar (2005) que afirma que as empresas globalizadas possuem um risco acionário reduzido, devido à demanda por melhores controles e maior transparência das empresas deste tipo, tornando menor o custo de capital. Uma possível explicação se dá pelo fato de que o modelo de regressão não consegue captar o efeito do *disclosure* das ADR's nos relatórios administrativos das empresas e sim o fato dessas empresas emitirem ou não ADR's, tal emissão gera inevitavelmente um aumento nos gastos com internacionalização, aumentando o Custo de Capital Próprio das empresas.

A variável $meda$ relaciona-se positivamente com a variável dependente Custo de Capital Próprio, demonstrando que quando a empresa opta por divulgar a proporção média das suas ações que pertencem a pequenos investidores [pessoa física], há um aumento no seu Custo de Capital Próprio. Uma possível explicação se dá pelo grau de conservadorismo das empresas brasileiras, no qual os acionistas controladores ainda detêm a maior quantidade de ações da empresa, restando tradicionalmente uma pequena parcela que é negociada aos pequenos investidores.

A variável $alavanc$ não se apresenta estatisticamente significativa [Valor $p > 0,05$]. Contudo, conforme relatado anteriormente, apresenta um valor de significância ligeiramente superior que 0,05, evidenciando um nível de confiança superior a 90%. Já sua relação positiva com o Custo de Capital Próprio, dada pelo sinal positivo do seu coeficiente, demonstra que empresas com maior grau de alavancagem tendem a apresentar um maior Custo de Capital Próprio, devido ao aumento do risco financeiro que a dívida traz às Companhias, ou seja, para empresas com maior nível de endividamento os investidores requerem maior retorno.

Ao analisar o modelo econométrico de regressão com dados em painel por mínimos quadrados generalizados - MQG [Tabela 4], modelo melhor especificado para a variável Custo de Capital de Terceiros, é possível verificar que a variável $grauendiv$ se relaciona positivamente com a variável dependente Custo de Capital de Terceiros, ou seja, as empresas

que possuem maior grau de endividamento têm um maior Custo de Capital de Terceiros. Para as instituições financeiras, as Companhias que possuem maior grau de endividamento apresentam maior risco, logo estas instituições requerem maior taxa de retorno aos empréstimos concedidos.

Por sua vez, a variável *valmerc* também se mostra significativa em relação à variável dependente Custo de Capital de Terceiros, sendo positivamente correlacionada com a mesma, demonstrando que empresas com maior valor de mercado possuem maior Custo de Capital de Terceiros. Uma possível explicação pode ser realizada através de afirmação feita por Perobelli e Famá (2002, p. 37) que justificam a relação positiva entre endividamento e porte da empresa da seguinte forma:

[...] quanto maior o tamanho da empresa, maior sua propensão ao endividamento. A justificativa para tal relação é dada pelo fato de que empresas maiores tendem a apresentar maior acessibilidade aos recursos financeiros e maior diversificação de seus negócios, o que resulta em menor probabilidade de dificuldades financeiras e reduz os custos de falência e o ônus do endividamento.

De forma análoga, empresas brasileiras de maior porte tendem também a apresentar maior valor de mercado, tendo também uma maior propensão ao endividamento e consequentemente um maior Custo de Capital de Terceiros.

Já a variável *alavanc* mostra-se negativamente relacionada com o Custo de Capital de Terceiros, ou seja, quanto maior a alavancagem, menor o Custo de Capital de Terceiros. Porém, esta relação se mostra contrária às teorias que relacionam alavancagem e risco, conforme Brigham, Gapesnki e Ehrardt (2001) a alavancagem financeira normalmente aumenta os retornos esperados dos acionistas, mas, ao mesmo tempo, aumenta seu risco.

Por fim, quando analisado o modelo econométrico de regressão com dados em painel com efeitos fixos [Tabela 4], melhor especificado para a variável dependente Custo Médio Ponderado de Capital, observa-se que a variável *tamempr* se relacionou negativamente com a variável dependente Custo Médio Ponderado de Capital, ou seja, empresas maiores apresentam menor Custo Médio Ponderado de Capital, devido a estas passarem maior confiança aos investidores e credores, por meio de sua estrutura e transparência no mercado. Esta afirmação se apoia no resultado esperado por Alencar (2005) em sua pesquisa, que confirma, conforme já citado anteriormente, que empresas maiores oferecem taxa de retorno superior às menores, contudo diverge da constatação da autora na qual afirma que a implementação de práticas diferenciadas de governança corporativa não resulta na alteração do custo de capital.

As variáveis *indliq* e *perspplan* não se apresentam estatisticamente significativas a 5%. Contudo, apresentam, conforme supracitado, um valor de significância ligeiramente superior que 0,05, evidenciando um nível de confiança superior a 90%.

A variável *indliq* demonstra uma relação positiva com o Custo Médio Ponderado de Capital, representada pelo sinal positivo do seu coeficiente, ou seja, empresas com maior índice de liquidez possuem um maior Custo Médio Ponderado de Capital. O índice de liquidez empregado na mensuração desta variável é a liquidez corrente e esta variável pode apresentar dois efeitos distintos sobre os Custos de Capitais. Primeiro em relação ao Custo de Capital de Terceiros, espera-se que essa variável se apresente positivamente correlacionada, pois quanto maior o índice de liquidez, maior a capacidade de pagamento da empresa, evidenciando aos seus credores um baixo risco na capacidade para saldar suas dívidas de curto prazo.

Já em relação ao Custo de Capital Próprio, espera-se que essa variável indliq se apresente negativamente correlacionada, pois um elevado valor no índice de liquidez pode também evidenciar que a empresa está deixando de aplicar recursos financeiros em suas operações, a fim de demonstrar aos seus credores que possui um baixo risco na capacidade para saldar suas dívidas de curto prazo. Assim, esse montante financeiro alocado nos ativos circulantes da empresa evidenciam um custo de oportunidade aos acionistas, que preferem ver esses recursos alocados na atividade operacional da empresa, propiciando um maior aumento de sua lucratividade.

Como a variável dependente Custo Médio Ponderado de Capital é resultado da combinação de parcelas de Custo de Capital Próprio e de Custo de Capital de Terceiros, pode-se inferir que a parcela de Custo de Capital Próprio apresenta-se mais significativa na variável dependente Custo Médio Ponderado de Capital. Tal fato pode também ser corroborado pelo modelo melhor especificado, modelo de regressão com dados em painel com efeitos fixos, que também foi o modelo melhor especificado em relação à variável dependente Custo de Capital Próprio.

Em relação a variável perspplan, a mesma se mostra negativamente relacionada com a variável dependente Custo Médio Ponderado de Capital, ou seja, a divulgação das perspectivas e planos nos relatórios das empresas leva a uma diminuição no Custo Médio Ponderado de Capital, devido à maior confiança que este nível de transparência leva ao mercado, fazendo com que os investidores e credores exijam menor retorno sobre seus recursos.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crescente demanda por informações leva o mercado a exigir a adoção de boas práticas de Governança Corporativa e transparência na divulgação, o que faz com que muitos investidores passem a ter preferência pelas empresas que divulgam além do requerido por lei, ou seja, pelo *disclosure* voluntário concomitantemente ao obrigatório. Corroborando com este ambiente é proposto o objetivo desta pesquisa: analisar se o nível de *disclosure* voluntário no mercado brasileiro impacta no custo de capital das empresas com cotação na BM&FBOVESPA, de 2008 a 2012 e entende-se que o mesmo foi plenamente alcançado, pois pode-se estabelecer uma relação causal entre as variáveis de *disclosure* voluntário com o custo de capital próprio e o custo médio ponderado de capital.

Destaca-se que o período abrangido pela pesquisa, de 2008 a 2012, foi selecionado objetivando avaliar os resultados no período afetado pela crise financeira de 2008. No ano de 2008 houve uma variação negativa do índice Ibovespa, fato ocorrido também em 2011, quando houve uma queda de quase 20% em relação ao ano anterior.

Neste trabalho, algumas variáveis de controle e voluntárias são selecionadas para testar se havia impacto no Custo de Capital Próprio, no Custo de Capital de Terceiros e no Custo Médio Ponderado de Capital das Companhias selecionadas, dentro do período abrangido. Através dos resultados, é possível verificar que algumas práticas de *disclosure* voluntário, quando relacionadas aos Custos de Capitais, impactam nos resultados das empresas, ou seja, quando as companhias optam por divulgar em seus relatórios anuais e/ou da Administração tais informações, estas impactam no custo de captação de recursos próprio ou de terceiros das empresas.

Mais precisamente, verifica-se que as variáveis de *disclosure* voluntário, perspectivas e planos para o exercício atual e próximos [perspplan] e média das ações [meda], apresentam-

se estatisticamente significativas em relação ao custo de capital próprio, assim como as variáveis de controle tamanho da empresa [tamempr], emissão de ADR [adr] e alavancagem [alavanc]. Em relação ao custo de capital de terceiros observa-se que somente as variáveis de controle Grau de Endividamento [grauendiv], Valor de Mercado [valmerc] e Alavancagem [alavanc]. Já para o custo médio ponderado de capital, verifica-se que a variável de *disclosure* voluntário, perspectivas e planos para o exercício atual e próximos [perspplan] apresenta uma relação causal estatisticamente significativa, ao considerar um nível de significância de 90%, assim como a variável de controle índice de liquidez [indliq], enquanto a variável de controle tamanho da empresa [tamempr] apresenta um nível de significância de 95%.

Como potenciais interessados nos resultados da pesquisa entende-se que o estudo foi capaz de prover benefícios acadêmicos quanto à contribuição e complemento das pesquisas já realizadas, que carecem de informações quanto à divulgação voluntária. Adicionalmente, conforme relatado por Alencar (2007), pesquisas que buscam avaliar os efeitos do *disclosure* estarão contribuindo para agregar valor à teoria da relação entre custo de capital próprio e nível de *disclosure* no mercado brasileiro.

A principal lacuna teórica preenchida pela pesquisa refere-se ao fato de que ainda são incipientes trabalhos quantitativos que mensuram uma relação causal entre os *disclosure* voluntários e o custo de capital das empresas, sobretudo investigando os três principais custos de capital [Custos de Capital Próprio, Custo de Capital de Terceiros e no Custo Médio Ponderado de Capital], em um mesmo período analisado e para as mesmas empresas investigadas.

Desta forma, como limitações deste trabalho, é possível observar que os valores negativos do índice Ibovespa nestes dois anos impactam nos resultados dos Custos de Capital Próprio e no Custo Médio Ponderado de Capital, causando ausência de informações nas análises destes períodos.

Para pesquisas futuras, recomenda-se analisar apenas um segmento definido de empresas, a fim de obter resultados mais significativos, além de utilizar o emprego de mais variáveis para a avaliação dos mesmos. Tem-se ainda a necessidade de definir uma *proxy* para mensurar o retorno da carteira de mercado diferente do índice Bovespa [Ibovespa], pois apesar desta ser a *proxy* tradicionalmente empregada em estudos de finanças, suas variações negativas, sobretudo em períodos de crise econômica, têm causado perturbações nos resultados que fazem uso desta carteira de mercado.

REFERÊNCIAS

- Alencar, R. C. (2005). Custo do capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. *BBR: Brazilian Business Review*, 2(1), 1-12.
- Alencar, R. C. (2007). *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro* (Tese de Doutorado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Assaf, A., Neto, Lima, F. G., & Araujo, A. M. P. (2008). Uma proposta metodológica para o cálculo do custo de capital no Brasil. *Revista de Administração*, 43(1), 72-83.

Beuren, I. M. (2012). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática* (3ª ed.). São Paulo: Atlas.

Bravo, F., Abad, C., & Trombetta, M. (2008). Methodological and empirical analysis of problems in the measurement of voluntary disclosure. *In: European Accounting Association Annual Congress*, Rotterdam, Netherlands, 31.

Brigham, E. F., Gapenski, L. C., & Erhardt, M. C. (2001). *Administração financeira: teoria e prática* (Tradução de Alexandre Loureiro Guimarães Alcântara, José Nicolas Albuja Salajar e Revisão técnica de José Carlos Guimarães Alcântara). São Paulo: Atlas.

Carvalho, A. G. (2002). Governança Corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, 37(3), 19-32.

Castro, F. H. F., Junior, Conceição, P. M., & Santos, D. A. A. (2011). Relação entre o nível voluntário de transparência e o custo de capital próprio das empresas brasileiras não financeiras. *REAd*, 17(3), 617-635.

Cruz, C. V. O. A., & Lima, G. A. S. F. (2010). Reputação corporativa e nível de *disclosure* das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Universo Contábil*, 6(1), 85-101.

Dantas, J. A., Zendersky, H. C., Santos, S. C., & Niyama, J. K. (2005, dezembro). A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. *E & G Economia e Gestão*, 5(11), 56-76.

Deliberação CVM n. 641, de 7 de dezembro de 2009. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 03 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata da evidenciação da Demonstração dos Fluxos de Caixa. Recuperado em 19 de maio 2013, de <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?File=%5Cinst%5Cinst480.htm>.

Freire, M. D. M., Suzart, J. A. S., & Cunha, M. F. (2012). Relação do custo de capital próprio e *disclosure* nas empresas brasileiras de capital aberto. *Anais do XXXVI Encontro da ANPAD* [CD-ROM], Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Gondrige, E. O. (2010). *Fatores explicativos do disclosure voluntário das empresas brasileiras de capital aberto: Um estudo sob a perspectiva de estrutura de governança corporativa e de propriedade* (Dissertação de Mestrado). Universidade Federal do Paraná. Curitiba, PR, Brasil.

Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *The National Bureau of Economic Research*. NBER working paper, (10550).

Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais. (2012). *A História do Mercado de Capitais no Brasil*. Recuperado de <http://ibmec.org.br/historia-mercado-de-capitais-brasil/>.

Instrução CVM n. 480, de 7 de outubro de 2009. Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Recuperado em 19 de maio 2013, de <http://www.cvm.gov.br/legislacao/deli/deli641.html>.

Lan, Y., Wang, L., & Zhang, X. (2013). Determinants and features of voluntary disclosure in the Chinese stock Market. *China Journal of Accounting Research*, 6(4), 265-285.

Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras* (Dissertação de Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, SP, Brasil.

Lanzana, A. P., Silveira, A. D. M., & Famá, R. (2006). Existe relação entre *disclosure* e governança corporativa no Brasil? *Anais do 30º Encontro da ANPAD* [CD-ROM]. Salvador, BA, Brasil.

Li, Y., & Yang, H. (2013). Disclosure and the Cost of Equity Capital: An Analysis at the Market Level. *Social Science Research Network*. Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1965663>.

Lima, G. A. S. F., Lima, I. S., Favero, L. P. L., & Galdi, F. C. (2007). Influência do *disclosure* voluntário no custo de capital de terceiros. *Anais do Congresso USP de Controladoria e Contabilidade*. São Paulo, SP, Brasil, 7. Recuperado de http://www.congressousp.fipecafi.org/web/artigos72007/an_resumo.asp?con=1&cod_trabalho=11&titulo=Influ%EAncia+do+Disclosure+Volunt%EIrio+no+Custo+de+Capital+de+Terceiros.

Milani, M. A. F., Filho, Segura, L. C., Belli, M. M., & Poker, J. H., Junior. (2014, agosto). Bolsas de Valores dos Brics: Uma Análise Comparativa das Informações Financeiras Baseada na Lei de Benford. *Anais do VIII Congresso Anpcont* [CD-ROM]. Rio de Janeiro, RJ, Brasil.

Murcia, F. D., & Santos, A. (2009_a). Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3(2), 72-95.

Murcia, F. D., & Santos, A. (2009_b). Principais práticas de *disclosure* voluntário das 100 maiores empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo. *Revista de Contabilidade e Controladoria*, 1(1), 61-78.

Niyama, J. K., & Gomes, A. L. O. (1996). Contribuição ao aperfeiçoamento dos procedimentos de evidenciação contábil aplicáveis às demonstrações financeiras de bancos e instituições assemelhadas. *Anais do XV Congresso Brasileiro de Contabilidade* [CD-ROM]. Brasília, DF, Brasil.

Oliveira, K. P. S. de, Paulo, E., Martins, O. S., & Lucena, W. G. L. (2014, julho) Governança Corporativa, Assimetria e Qualidade da Informação Contábil no Mercado Brasileiro de Capitais. *Anais do Congresso USP Controladoria e Contabilidade*. São Paulo, SP, Brasil, 14. Recuperado de http://www.congressosp.fipecafi.org/web/artigos142014/an_resumo.asp?con=1&cod_trabalho=387&titulo=Governan%26%23231%3Ba+Corporativa%2C+Assimetria+e+Qualidade+da+Informa%26%23231%3B%26%23227%3Bo+Cont%26%23225%3Bbil+no+Mercado.

Perobelli, F. F. C., & Famá, R. (2002). Determinantes da estrutura de capital: Aplicação a empresas de capital aberto brasileiras. *Revista de Administração*, 37(3), 33-46.

Ponte, V. M. R., Oliveira, M. C., Moura, H., & Carmo, R. C. A. (2007). Análise das práticas de evidenciação de informações obrigatórias, não-obrigatórias e avançadas nas demonstrações contábeis das sociedades anônimas no Brasil. *Revista Contabilidade Financeira - USP*, 18(45), 50-62.

Pronunciamento técnico CPC 26 (R1), de 15 de dezembro de 2011. Apresentação das Demonstrações Contábeis. Recuperado de http://www.cpc.org.br/pdf/CPC26_R1.pdf.

Soares, L. V. (2010). A contribuição da evidenciação de informações nas demonstrações contábeis no âmbito do mercado de ações da BM&FBOVESPA. *VIII Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia*. Universidade Federal do Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, RJ, Brasil. Recuperado de http://www.aedb.br/seget/arquivos/artigos10/491_ArtigoSegetLean_b12010.pdf.

Welker, M. (1995). Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research*, 11, 801-827.

Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric Analysis of cross-section and panel data*. The MIT Press. London, England. UK.