

Associação entre nível de evidenciação e custo de capital para empresas brasileiras

Rodrigo Fernandes Malaquias (UFU) - rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

Luciano Ferreira Carvalho (UFU) - lucianofc@netsite.com.br

Marcelo Tavares (UFU) - mtavares@ufu.br

Resumo:

As informações fornecidas pelas empresas em seus relatórios contábeis apresentam-se como temas relevantes para pesquisas acadêmicas. Assim, este trabalho foi desenvolvido com o objetivo geral de investigar, considerando-se empresas brasileiras com ações listadas no mercado de capitais norte-americano, se o custo de capital apresenta associação com o seu nível de evidenciação de instrumentos financeiros. Baseando-se na literatura prévia, estabeleceu-se a hipótese de que a associação existente entre as duas variáveis seria negativa e estatisticamente significativa. O nível de evidenciação foi medido em dois diferentes relatórios contábeis: nos Form_20F (relatórios contábeis que seguem os princípios de contabilidade geralmente aceitos nos Estados Unidos) e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (relatórios contábeis que seguem os princípios de contabilidade geralmente aceitos no Brasil). Como o período de análise compreendeu cinco exercícios contábeis, foram coletados e analisados 240 diferentes relatórios, resultado na obtenção de 240 índices de disclosure. Após os testes de diferença entre médias e cálculos dos coeficientes de correlação entre o nível de evidenciação e custo de capital, os resultados apontaram para a rejeição da hipótese previamente estabelecida, mostrando que, para as empresas estudadas, independentemente do tipo de relatório analisado, o custo de capital e o nível de evidenciação não se comportaram como duas variáveis negativamente associadas.

Palavras-chave: *Evidenciação. Custo de capital. Índice de disclosure.*

Área temática: *Novas Tendências Aplicadas na Gestão de Custos*

Associação entre nível de evidenciação e custo de capital para empresas brasileiras

Resumo

As informações fornecidas pelas empresas em seus relatórios contábeis apresentam-se como temas relevantes para pesquisas acadêmicas. Assim, este trabalho foi desenvolvido com o objetivo geral de investigar, considerando-se empresas brasileiras com ações listadas no mercado de capitais norte-americano, se o custo de capital apresenta associação com o seu nível de evidenciação de instrumentos financeiros. Baseando-se na literatura prévia, estabeleceu-se a hipótese de que a associação existente entre as duas variáveis seria negativa e estatisticamente significativa. O nível de evidenciação foi medido em dois diferentes relatórios contábeis: nos Form_20F (relatórios contábeis que seguem os princípios de contabilidade geralmente aceitos nos Estados Unidos) e nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (relatórios contábeis que seguem os princípios de contabilidade geralmente aceitos no Brasil). Como o período de análise compreendeu cinco exercícios contábeis, foram coletados e analisados 240 diferentes relatórios, resultado na obtenção de 240 índices de *disclosure*. Após os testes de diferença entre médias e cálculos dos coeficientes de correlação entre o nível de evidenciação e custo de capital, os resultados apontaram para a rejeição da hipótese previamente estabelecida, mostrando que, para as empresas estudadas, independentemente do tipo de relatório analisado, o custo de capital e o nível de evidenciação não se comportaram como duas variáveis negativamente associadas.

Palavras-chave: Evidenciação. Custo de capital. Índice de *disclosure*.

Área Temática: Novas tendências aplicadas na gestão de custos

1 Introdução

As informações fornecidas pelas empresas em seus relatórios contábeis apresentam-se como temas relevantes para pesquisas acadêmicas. Para Akhtaruddin (2005, p. 400), “o efetivo funcionamento do mercado de capitais significativamente depende do fluxo efetivo de informações entre a companhia e seus investidores”. Esta pesquisa se encaixa na linha que busca a associação entre o índice de *disclosure* (ou índice de evidenciação) e o custo de capital apresentado pelas empresas. Outros estudos (como KRISTANDL e BONTIS, 2007) sustentam a hipótese de essa associação existir e se apresentar como negativa, ou seja, quanto maior o nível de evidenciação, menor o custo de capital das empresas. No contexto brasileiro, existem pesquisas que também já confirmaram essa hipótese (como LIMA *et. all.*, 2007; ALENCAR, 2007).

Observando-se outras linhas de pesquisas acadêmicas, tem-se que operações com instrumentos financeiros já apresentaram sérios prejuízos financeiros no cenário econômico internacional (por exemplo, ver: HERNANDEZ, 2003; AGUIAR e HIRANO, 2003), fato que mostra relevante o nível de informações fornecidas pelas empresas em seus relatórios contábeis, em relação a tais operações.

Neste contexto, desenvolveu-se essa pesquisa, que teve por objetivo geral analisar a associação entre o nível de evidenciação de instrumentos financeiros, fornecido nos relatórios contábeis de empresas brasileiras, e o custo de capital apresentado por essas mesmas empresas. Para tanto, foram analisados dois tipos de relatórios contábeis divulgados pelas

citadas empresas: os Form_20F e as Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), tomando-se por base que o conteúdo informacional desses dois tipos de relatórios é diferente (DARÓS e BORBA, 2005).

O problema geral que se buscou responder foi o seguinte: o custo de capital e o nível de evidenciação de instrumentos financeiros apresentam associação negativa para empresas brasileiras? Baseando-se na literatura prévia, estabeleceu-se a hipótese de que a associação existente entre as duas citadas variáveis apresenta-se como negativa e estatisticamente significativa, ou seja, quanto maior o valor de uma variável, menor o da outra.

2 Referencial teórico

Dado que ação de evidenciar, segundo Aquino e Santana (1992), significa divulgação com clareza, e o fornecimento de informações completas e confiáveis sobre a situação financeira e os resultados de uma companhia deve ser garantido pela emissão das demonstrações contábeis, sendo este um dos objetivos da contabilidade (IUDÍCIBUS, MARTINS e GELBCKE, 2006; SANTOS *et. al.*, 2006), tem-se que a evidenciação é um meio que permite à contabilidade cumprir com seus objetivos.

Segundo Botosan (1997), existem duas correntes diferentes e que defendem a associação negativa entre custo de capital e nível de evidenciação. Na primeira corrente, coloca-se que um maior nível de evidenciação aumenta a liquidez dos ativos negociados em bolsa pelas empresas, fato que provoca a redução do custo de capital tanto pela redução nos custos de transação quanto por meio do aumento na demanda pelas ações da companhia. Amihud e Mendelson (1991) consideram que o nível de *disclosure* apresenta reflexos inclusive na liquidez das ações das empresas, onde recomenda-se que elas se engajem nas práticas de evidenciação. Para Young e Guenter (2003, p. 554), “uma barreira potencial para a mobilidade internacional de capitais é a diferença entre investidores domésticos e estrangeiros nos custos para tornarem-se informados”.

Na segunda linha, ainda de acordo com Botosan (1997), argumenta-se que um maior nível de evidenciação reduz a estimativa do risco proveniente das projeções realizadas pelos investidores. Conforme Handa e Linn (1993, p. 82), “investidores atribuem maior risco sistemático para um ativo com poucas informações que para um ativo com muitas informações”. Barry e Brown (1985, p. 407) também consideram que “ativos para os quais existe relativamente um menor nível de informações apresentam relativamente um maior risco sistemático”.

Na parte empírica de seu estudo, em uma amostra composta por 122 empresas, Botosan (1997) encontrou que, para empresas que atraem um baixo número de analistas as acompanhando (*analyst following*), os resultados indicam que um maior nível de *disclosure* está associado com um menor custo de capital próprio. Já para as empresas com um alto número de analistas as acompanhando, os resultados não mostram tal associação.

Kristandl e Bontis (2007), investigando a associação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo do capital próprio em 95 companhias listadas nos mercados da Áustria, Alemanha, Suécia e Dinamarca, encontraram uma relação negativa entre o nível de informações orientadas para o futuro e o custo de capital próprio das empresas; encontraram também, por outro lado, uma relação positiva entre o nível de informações passadas e o custo de capital próprio.

Analizando a relação entre nível de evidenciação e volatilidade no preço de ações, em uma amostra com 600 bancos, distribuídos entre 31 países, no período de 1993 a 2000, Baumann e Nier (2004) encontraram que bancos com maior nível de *disclosure* apresentam menor volatilidade no preço de suas ações; com isso, os autores sugerem que uma menor volatilidade no preço de ações pode resultar em um menor custo de capital para as empresas.

No contexto de empresas brasileiras, pesquisas como as de Lima *et. al.* (2007) e Alencar (2007) indicam que existe uma relação negativa e estatisticamente significativa entre custo de capital e nível de *disclosure*. Já os resultados obtidos por Nakamura *et. al.* (2006) apresentam que o modelo escolhido para o cálculo do custo de capital interfere nos resultados dos testes empíricos, podendo-se observar uma relação significativa em um modelo e não significativa em outro.

Mazer (2007), analisando as empresas componentes do índice Bovespa de dezembro de 2005, encontrou resultados que não sustentam a afirmação de que um maior nível de transparência implica em uma redução significativa do custo de capital das empresas estudadas.

As constatações divergentes presentes em alguns dos estudos apresentados variam tanto em razão do instrumento utilizado para a mensuração do nível de evidenciação quanto em função do método utilizado para mensurar o custo de capital. O instrumento adotado para esta pesquisa se relaciona com o *disclosure* de instrumentos financeiros, dado à sua polêmica discussão no meio acadêmico (ver, por exemplo: DARÓS e BORBA, 2005); ao se observar a literatura financeira mundial, verificam-se sérios prejuízos financeiros com operações ligadas aos instrumentos financeiros, particularmente os derivativos, envolvendo casos tradicionais tais como o Banco Barings, Metallgesellschaft, Procter & Gamble, Daiwa Securities, Orange County, entre outros (HERNANDEZ, 2003; AGUIAR e HIRANO, 2003).

Acreditando-se que uma medida do nível de evidenciação baseada no fornecimento de informações sobre instrumentos financeiros é uma variável relevante, com este trabalho será verificada a sua associação com o custo de capital apresentado pelas empresas brasileiras.

3 Aspectos metodológicos

Quanto ao tipo de pesquisa, realizou-se um estudo descritivo que, segundo Santos (2002) e Andrade (2004), apresenta as características de uma determinada situação sem que o pesquisador nela interfira, permitindo sua observação sistemática, registro, análise e interpretação. Como o objetivo do trabalho é analisar a associação entre o nível de evidenciação e o custo de capital das empresas brasileiras, em relação ao nível de informações presentes em dois diferentes tipos de relatórios contábeis, selecionaram-se para o trabalho empresas brasileiras e que, ao mesmo tempo, estivessem listadas na NYSE (Bolsa de Valores de Nova York) e na BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo).

3.1 Seleção das empresas e obtenção dos relatórios

As empresas brasileiras listadas na BOVESPA e na NYSE e que estão sujeitas à emissão de dois diferentes tipos de relatórios contábeis são aquelas que, nessa última bolsa, emitam ADR (Recibos de Depósito Americanos) nos níveis II e III. Exige-se de todas as empresas que negociam ADR níveis II e III na Bolsa de Valores de Nova York o depósito de seus relatórios, junto à citada bolsa, seguindo as normas de contabilidade norte-americanas (USGAAP – Princípios de Contabilidade Geralmente Aceitos nos Estados Unidos). Tais relatórios são os Form_20F e têm o prazo de até 30 de junho do exercício subsequente para serem enviados à SEC (*Security and Exchange Commission*). Devido ao fato de esta pesquisa ter-se iniciado em janeiro de 2008, os relatórios contábeis no padrão USGAAP mais recentes disponíveis foram os do exercício de 2006. O período de análise refere-se aos cinco últimos exercícios contábeis, assim os relatórios analisados fazem parte dos exercícios de 2002 a 2006.

Com uma pesquisa junto à base de dados da CVM (2008), identificaram-se 102 registros de empresas que negociam algum tipo de título no mercado norte-americano. Um filtro nesses registros englobou a exclusão de empresas financeiras, exclusão de empresas que

não negociassem ADR níveis II ou III e exclusão de empresas com relatórios contábeis não disponíveis para os exercícios contábeis de 2002 a 2006. As empresas financeiras foram excluídas em razão da utilização de instrumentos financeiros já fazer parte de seu contexto operacional. Para empresas não-financeiras, a divulgação de operações com estes instrumentos deve estar presente em seus relatórios contábeis (mesmo procedimento adotado por DARÓS e BORBA, 2005). Com isso, obteve-se uma seleção de 24 empresas, conforme se pode conferir no Apêndice B.

Os Form_20F foram coletados junto ao cadastro da NYSE (2008); já as DFP foram obtidas junto ao sítio da BOVESPA (2008). Quando mais de um relatório estava disponível para *download*, optou-se por aquele que inicialmente foi publicado pela empresa. Estes procedimentos resultaram na coleta de 240 relatórios: 120 DFP, sendo uma para cada um dos cinco exercícios contábeis, para cada uma das 24 empresas; e 120 Form_20F, sendo novamente um para cada um dos cinco exercícios contábeis, para cada uma das 24 empresas selecionadas.

3.2 Índice de *disclosure* e tratamento dos dados

Para se conseguir o índice de evidenciação, procedeu-se à aplicação de um instrumento de coleta de dados nos relatórios contábeis, que permite a quantificação do nível de *disclosure* presente em tais relatórios. O instrumento utilizado é uma adaptação de um anteriormente utilizado por Lopes e Rodrigues (2007), que teve por objetivo mensurar o nível de evidenciação de instrumentos financeiros para empresas portuguesas, em relação aos requerimentos dispostos pelo IASB (*International Accounting Standards Board*). O instrumento original foi elaborado com base nos IAS 32 e 39 (*International Accounting Standards* nº 32 e nº 39), sendo composto por 54 questões. No entanto, atualmente (ano de 2008), tais requerimentos foram transferidos para o IFRS 7 (*International Financial Reporting Standards* nº 7), o que mostrou a necessidade de atualização do instrumento de coleta de dados. Assim, partiu-se para a atualização do questionário segundo os requerimentos do IFRS 7 (IASB, 2006c), o que resultou em um novo questionário, composto por 45 questões, disponível no Apêndice A desta pesquisa.

Este novo questionário apresenta as mesmas características que o anteriormente utilizado por Lopes e Rodrigues (2007), sendo todas as variáveis dicotômicas, com peso igual e ajustado por itens não-aplicáveis. A adoção de pesos diferenciados poderia causar um viés e tornar irreais as considerações a serem obtidas com este estudo; o ajuste para itens não-aplicáveis é um procedimento que objetiva não prejudicar as empresas por não apresentarem necessidade em evidenciar algum tipo de informação.

A aplicação do questionário se dá por meio de uma análise de conteúdo (BAUER, 2002), que é utilizada como uma técnica para a coleta de dados. Feita a análise de conteúdo com base no instrumento de coleta de dados, constroem-se então os *scores*. Estes *scores* “são, desta forma, uma avaliação quantitativa das práticas de *disclosure* das empresas. Eles não são um indicador qualitativo do valor destas informações” (KHANNA, PALEPU e SRINIVASAN, 2004, p. 482). Como todas as variáveis são dicotômicas, quando o relatório atender determinado item, o valor da variável será 1; quando não atender, será 0. A Equação (1) mostra como os *scores* são medidos para cada empresa.

$$S = \sum_{i=1}^n d_i \quad (1)$$

Onde:

S: *score* total para cada empresa, de acordo com o relatório analisado;

i: número de início para as questões do instrumento a serem verificadas;

n : número limite (45, para este caso) para a variação do somatório;

d_i : o *disclosure* de cada item do instrumento (1, se realizado; 0, se não mostrado).

A pontuação referente a cada questão (se “0”, “1” ou não aplicável), foi anotada em uma planilha impressa, onde também se anotaram os números das páginas em que se encontravam as afirmações que sustentavam tal pontuação. Este procedimento foi adotado para que, se surgisse alguma dúvida após a análise do relatório de alguma empresa, fosse possível retornar e consultar o contexto que fundamentou a pontuação. Buscando obter consistência na aplicação do questionário, elaborou-se um papel de trabalho, que paralelamente foi consultado juntamente com a aplicação do questionário. Tal papel de trabalho é composto por um esclarecimento do que deveria constar em cada item analisado.

Em relação ao total de questões aplicáveis, este cálculo é feito conforme a Equação (2), a seguir.

$$T = \sum_{i=1}^n q_i \quad (2)$$

Onde:

T : total do número de questões aplicáveis a cada empresa;

i : número de início para as questões do instrumento a serem verificadas;

n : número limite (45, para este caso) para a variação do somatório;

q_i : cada pergunta que deverá ser aplicada (1, se a variável for aplicável; 0, se não).

Obtido este total de itens a serem aplicados, este valor deverá compor o denominador da equação que irá retornar o valor do índice de *disclosure* por empresa, conforme demonstrado pela Equação (3).

$$Indice = \frac{S}{T} \times 100 \quad (3)$$

Onde:

S : *score* total para cada empresa (vide Equação (1) deste trabalho);

T : total do número de questões aplicáveis (vide Equação (2) deste trabalho).

Os cálculos para os índices de *disclosure* foram realizados por meio da utilização de planilhas eletrônicas, e os índices resultantes estão presentes no Apêndice B. A medida para o custo de capital das empresas foi obtida junto ao banco de dados Economatica (2008). Destaca-se que não se procedeu a algum ajuste nos dados obtidos junto à citada base de dados, configurando-se neste ponto um dos limites deste trabalho.

Obtidas as variáveis quantitativas, foram realizados testes estatísticos, calculando-se o coeficiente de correlação de Pearson, juntamente com a comparação entre médias, em que foi utilizado o teste t de *Student* (BUSSAB e MORETIN, 2003). Os resultados foram testados considerando-se uma significância de 5%. O *software* utilizado para os cálculos estatísticos foi o SPSS (*Statistical Package for the Social Sciences*). Para as análises quantitativas, considerou-se que o reflexo do nível de evidenciação fornecido pelas empresas em seus relatórios contábeis se daria no custo de seu capital no exercício seguinte àquele em que foi divulgado o relatório. Por exemplo: o nível de evidenciação do exercício contábil de 2002 foi associado com o custo de capital do exercício de 2003, e assim por diante.

4 Análise dos resultados

A primeira parte do tratamento quantitativo dos dados consistiu-se no cálculo do valor médio do Patrimônio Líquido (PL) de cada empresa durante os cinco exercícios contábeis estudados (valores coletados junto ao banco de dados ECONOMÁTICA, 2008). Posteriormente, procedeu-se a uma classificação das empresas segundo o valor médio de seu PL, objetivando-se com isso a segregação da amostra em dois diferentes grupos: um grupo com as 12 empresas que apresentassem os maiores valores de PL médio (grupo PL_12_G) e outro grupo com o restante das empresas (grupo PL_12_P), conforme pode-se conferir no Apêndice B.

Com o auxílio do *software* SPSS, partiu-se para uma comparação entre as médias das três variáveis quantitativas estudadas (índice de *disclosure* dos Form_20F, índice de *disclosure* das DFP e custo de capital), de acordo com o critério de segregação anteriormente explicado (valor do PL). Os resultados estão presentes na Tabela 1, a seguir.

Tabela 1: Comparação entre as médias dos grupos por meio do teste t de *Student* a um nível de significância de 0,05, para as três variáveis quantitativas selecionadas

Tamanho da Empresa	n	Disclosure Form_20F			Disclosure DFP			Custo de Capital		
		Média	Desvio Padrão	Signif.	Média	Desvio Padrão	Signif.	Média	Desvio Padrão	Signif.
PL_12_G	60	54,86	5,76	0,000	40,94	7,92	0,000	15,47	8,08	0,230
PL_12_P	60	50,03	8,12		34,96	8,68		27,36	75,89	
Total	120	52,44	7,41	-	37,95	8,80	-	21,41	54,07	-

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Conforme se pode conferir na Tabela 1, o custo de capital das empresas não se apresenta como estatisticamente diferente quando se segregam tais empresas em relação ao tamanho de seu PL. Já as outras duas variáveis quantitativas mostram-se estatisticamente diferentes em relação ao tamanho das empresas; assim, empresas com um maior valor de PL apresentam um maior nível de *disclosure* para os dois tipos de relatórios analisados, e empresas com menor valor de PL apresentam um menor nível de evidenciação fornecido nos relatórios contábeis.

O próximo passo da pesquisa compreendeu o cálculo do coeficiente de correlação entre o custo de capital e o nível de evidenciação presente nos dois relatórios. Esse passo rendeu a construção de três tabelas, que permitem a observação dessa associação sobre diferentes óticas. A primeira observação está presente na Tabela 2, que mostra a associação com base na segregação da amostra por tamanho da empresa.

Tabela 2: Coeficiente de correlação entre custo de capital e *disclosure*, empresas segregadas por tamanho

Tamanho	n	Form_20F		DFP	
		Coef. Corr.	Signif.	Coef. Corr.	Signif.
PL_12_G	60	0,35	0,006	0,15	0,259
PL_12_P	60	-0,02	0,860	0,08	0,533

Fonte: Elaborado pelos Autores.

A Tabela 2 indica que, no caso dos Form_20F, para empresas com um valor do PL acima da média, existe uma associação positiva e significativa entre o custo de capital e o nível de evidenciação; já em relação às outras observações, as constatações podem ser tomadas como fruto do acaso, pois não apresentam significância estatística. Os resultados encontrados até o momento indicam a rejeição da hipótese previamente estabelecida, pois não

se observou uma associação negativa e significativa entre o nível de *disclosure* e o custo de capital. Observando-se os resultados segundo a segregação das empresas por exercício contábil, construiu-se a Tabela 3, a seguir.

Tabela 3: Coeficiente de correlação entre custo de capital e *disclosure*, empresas segregadas por exercício contábil

Ano	n	Form_20F		DFP	
		Coef. Corr.	Signif.	Coef. Corr.	Signif.
2002	24	0,08	0,718	0,10	0,642
2003	24	-0,14	0,517	-0,15	0,486
2004	24	-0,18	0,390	-0,14	0,523
2005	24	-0,17	0,429	0,05	0,812
2006	24	0,16	0,465	-0,07	0,748

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Conforme se observa na Tabela 3, em relação aos exercícios contábeis analisados, tem-se que, em alguns deles (exercícios de 2003, 2004 e 2005), o coeficiente de correlação entre as duas variáveis se apresentou como negativo. Porém, em nenhuma das observações os resultados apresentaram significância estatística e, com isso, novamente aponta-se para a rejeição de H0. Finalmente, elaborou-se a Tabela 4, conforme a seguir, mostrando a associação entre as variáveis por empresa, durante os cinco exercícios analisados.

Tabela 4: Coeficiente de correlação entre custo de capital e *disclosure*, segregado por empresa

Empresa	n	Form_20F		DFP	
		Coef. Corr.	Signif.	Coef. Corr.	Signif.
AMBEV	5	0,69	0,195	0,76	0,138
ARACR	5	0,21	0,729	0,16	0,793
BRASK	5	-0,83	0,079	-0,64	0,249
BRTEL	5	-0,09	0,883	-0,20	0,751
BRTPR	5	0,49	0,406	0,25	0,685
CBDIS	5	-0,35	0,567	-0,43	0,470
CEMIG	5	0,56	0,325	0,53	0,361
COPEL	5	0,97	0,005	-0,88	0,049
EMBRR	5	0,61	0,270	0,69	0,198
GRDAU	5	-0,89	0,044	-0,64	0,247
PERDG	5	-0,26	0,677	-0,31	0,607
PETRO	5	0,45	0,444	0,51	0,378
SADIA	5	0,31	0,609	0,82	0,086
SBESP	5	0,53	0,353	0,24	0,700
SDNAC	5	-0,35	0,559	0,40	0,501
TELSA	5	0,47	0,421	0,47	0,421
TIMPR	5	-0,53	0,360	-0,24	0,694
TLMIG	5	0,35	0,566	0,59	0,290
TNCEL	5	0,52	0,372	0,53	0,360
TNLES	5	-0,83	0,079	0,50	0,389
ULTRA	5	-0,59	0,300	-0,31	0,614
VIVOP	5	0,92	0,025	0,74	0,151
VOTOT	5	0,44	0,457	0,95	0,014
VRIOD	5	0,77	0,131	0,53	0,361

Fonte: Elaborado pelos Autores.

Observando-se o coeficiente de correlação existente entre o nível de evidenciação e o custo de capital, empresa a empresa, tem-se que somente para um caso, na Bovespa, essa relação se mostrou como negativa e estatisticamente significativa (empresa COPEL); para a NYSE ocorreu a mesma situação (empresa GRDAU), o que não é suficiente para sustentar H0. Assim, tem-se que para as empresas brasileiras com ações listadas no mercado norte-americano, o nível de evidenciação de instrumentos financeiros fornecido em seus relatórios contábeis, sejam eles os Form_20F ou as DFP, não apresenta associação negativa com o custo de capital dessas empresas. Com isso, rejeita-se H0. Destaca-se que em alguns casos, como a AMBEV, nas DFP encontraram-se estimativas de magnitude elevada para o coeficiente de correlação, entretanto não significativas. Provavelmente, esta não significância deve estar associada ao tamanho da amostra utilizada ser relativamente pequeno (5 exercícios contábeis).

Os resultados encontrados têm o potencial de indicar que o mercado pode não ter percebido o nível de evidenciação de instrumentos financeiros presentes nos relatórios contábeis. Tal fato levaria a duas implicações: a liquidez das ações continuaria a mesma e não haveria redução do risco. Consequentemente, não haveria uma correlação negativa entre o nível de evidenciação de instrumentos financeiros e o custo de capital.

Além disso, um dos motivos que poderiam explicar os resultados encontrados está ligado ao limite desta pesquisa, em relação ao instrumento de coleta de dados utilizado. Uma medida para o nível de evidenciação que envolva outros fatores além do *disclosure* de instrumentos financeiros poderia apontar resultados mais consistentes com a teoria existente sobre o assunto. Outro fator que explicaria os resultados encontrados está ligado também ao tipo de medida fornecido pelo instrumento de coleta de dados adotado, pois ele quantifica o nível de evidenciação sem nenhuma medida qualitativa; com isso, se as informações divulgadas nos relatórios foram positivas ou negativas, este fato não é captado, conforme a metodologia descrita anteriormente.

5 Considerações finais

Este trabalho foi desenvolvido com o objetivo geral de investigar, para empresas brasileiras com ações listadas no mercado de capitais norte-americano, se o custo de capital apresenta associação com o seu nível de evidenciação de instrumentos financeiros. Baseando-se na literatura prévia, elaborou-se a hipótese de que a associação existente entre as duas variáveis seria negativa, ou seja, quanto maior o nível de evidenciação promovido nos relatórios contábeis, menor o custo de capital, e vice-versa.

O nível de evidenciação foi medido em dois diferentes relatórios contábeis: nos Form_20F, sendo estes os relatórios contábeis que as empresas devem encaminhar à NYSE, e seguem os princípios de contabilidade geralmente aceitos nos Estados Unidos; e nas DFP, sendo estas as demonstrações que as empresas listadas na Bovespa devem fornecer ao mercado de capitais brasileiro, e seguem os princípios de contabilidade geralmente aceitos no Brasil. Como o período de análise compreendeu cinco exercícios contábeis, e a amostra englobou 24 empresas não-financeiras, foram coletados e analisados 240 diferentes relatórios contábeis, resultado na obtenção de 240 índices de *disclosure*.

As medidas para a variável custo de capital foram obtidas junto ao banco de dados Económica (2008). Após os testes de diferença entre médias e cálculos dos coeficientes de correlação entre o nível de evidenciação e custo de capital, os resultados apontaram para a rejeição da hipótese previamente estabelecida, mostrando que, para as empresas estudadas, o custo de capital e o nível de evidenciação não apresentaram correlação negativa.

Os limites deste estudo estão presentes em quatro pontos, sendo o primeiro relacionado com as medidas para o custo de capital, que representam dados brutos coletados do banco de dados Económica (2008). O segundo limite se dá em razão da utilização de um

instrumento de coleta de dados que mede o nível de evidenciação somente de instrumentos financeiros, e o terceiro limite está na utilização de um instrumento de coleta que mede o nível de evidenciação quantitativamente, não capturando se informações positivas ou negativas foram divulgadas nos relatórios contábeis. O quarto limite refere-se ao tamanho amostral que, em algumas situações, pode ter causado a não significância dos resultados, principalmente na estimação das correlações entre custo de capital e nível de *disclosure*, segregado por empresa.

Para pesquisas futuras, sugere-se a elaboração de uma análise semelhante, porém utilizando-se de um instrumento de coleta de dados que quantifique o nível de evidenciação em relação a outros assuntos, que não somente ao *disclosure* de instrumentos financeiros. Destaca-se que esta pesquisa fez parte de um outro estudo previamente desenvolvido, em que o mesmo fato foi verificado somente para o mercado de capitais norte-americano, e os resultados foram consistentes com os apresentados por este estudo.

Referências

- AGUIAR, A. B.; HIRANO, A. Os Impactos do *Fair Value* como Base de Valor para Instrumentos Financeiros Derivativos na Atual Estrutura da Contabilidade – Um Enfoque Normativo. In: XXVII ENANPAD, 2003, Atibaia, SP. **Anais do XXIX ENANPAD**. Atibaia: ANPAD, 2003. 1 CD-ROM.
- AKHTARUDDIN, M. Corporate Mandatory Disclosure Practices in Bangladesh. **The International Journal of Accounting**. v. 40. p. 399-422. 2005.
- ALENCAR, R. C. **Nível de Disclosure e Custo de Capital Próprio no Mercado Brasileiro**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis). São Paulo: FEA/USP, 2007.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Liquidily, Asset Prices and Financial Policy. **Financial Analysis Journal**. v. 47. n. 6. p. 56-66. Nov./Dec. 1991.
- ANDRADE, M. M. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação: noções práticas**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- AQUINO, W.; SANTANA, A. C. Evidenciação. **Caderno de Estudos**. FIPECAFI. n. 5. jun. 1992.
- BARRY, C. B; BROWN, S. J. *Differential Information and Security Market Equilibrium*. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 20. n. 4. p. 407-423. 1985.
- BAUER, M. W. Análise de Conteúdo Clássica: uma revisão. In: BAUER, M. V.; GASKELL, G. (Orgs.). **Pesquisa Qualitativa com Texto, Imagem e Som: um manual prático**. (Tradução de Pedrinho A. Guareschi). Petrópolis: Vozes, 2002. Cap. 8. p. 189-217.
- BAUMANN, U.; NIER, E. Disclosure, Volatility, and Transparency: an empirical investigation into the value of bank disclosure. **Economic Policy Review** – Federal Reserve Bank of New York. vol. 10. n. 2. p. 31-45. sep. 2004.
- BOTOSAN, C. A. Disclosure Level and The Cost of Equity Capital. **The Accounting Review**. v. 72. n. 3. p. 323-349. Jul. 1997.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Empresas / Para Investidores / Empresas Listadas. Disponível em <www.bovespa.com.br>. Acesso em 01 de maio de 2008b.

BUSSAB, W. O.; MORETIN, P. A. **Estatística Básica**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. ITR, DFP, IAN, IPE e Outras Informações / Programas de DR Aprovados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 01 de março de 2008.

DARÓS, L. L.; BORBA, J. A. Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos nas Demonstrações Contábeis: uma análise das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**. n. 39. p. 68-80. set./dez. 2005.

ECONOMÁTICA - BANCO DE DADOS ECONOMÁTICA. **Economatica**: tools for investment analysis. Número de série: 8900510565. Versão: 2007Apr03. Acesso em 01 de março de 2008.

HANDA, P.; LINN, S. C. Arbitrage Pricing with Estimation Risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 28. n. 1. p. 81-100. Mar. 1993.

HERNANDEZ, F. G. H. Derivatives and The FASB: visibility and transparency? **Critical Perspectives on Accounting**. vol. 14. p. 777-789. 2003.

IASB – International Accounting Standards Board. **IAS 32 – Financial Instruments: presentation**. dec. 2006a.

IASB – International Accounting Standards Board. **IAS 39 – Financial Instruments: recognition and mensurament**. dec. 2006b.

IASB – International Accounting Standards Board. **IFRS 7 – Financial Instruments: disclosure**. dec. 2006c.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**: aplicável às demais sociedades. 6. ed. rev. e atual. 9. reimp. São Paulo: Atlas, 2006.

KHANNA, T.; PALEPU, K. G.; SRINIVASAN, S. Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting With U.S. Markets. **Journal of Accounting Research**. v. 42. n. 2. may, 2004.

KRISTANDL, G.; BONTIS, N. The Impact of Voluntary Disclosure on Cost of Equity Capital Estimates in a Temporal Setting. **Journal of Intellectual Capital**. vol. 48. n. 4. p. 577-594. 2007.

LIMA, G. A. S. F.; SALOTTI, B. M.; CARVALHO, L. N. G.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa. In: LIMA, I. S.; LIMA, G. A. S. F.; PIMENTEL, R. C. **Curso de Mercado Financeiro**: tópicos especiais. São Paulo: Atlas, 2006. Cap. 16. p. 536-551.

LOPES, P. T.; RODRIGUES, L. L. Accounting for Financial Instruments: an analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. **The Journal of Accounting**. v. 42. p. 25-56. 2007.

MAZER, L. P. **O Impacto do Nível de Transparência no Custo de Capital Próprio das Empresas do Ibovespa**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade). Ribeirão Preto: FEARP/USP, 2007.

NAKAMURA, W. T.; GOMES, E. A.; ANTUNES, M. T. P.; MARÇAL, E. F. Estudo sobre os Níveis de *Disclosure* Adotados pelas Empresas Brasileiras e seu Impacto no Custo de Capital. In: XXX ENANPAD, 2006, Salvador – BA. **Anais do XXX ENANPAD**. Salvador: ANPAD, 2006. 1 CD-ROM.

NYSE – New York Stock Exchange. Listings Directory / Latin America / Brazil. Disponível em <<http://www.nyse.com/>>. Acesso em 01 de março de 2008.

SANTOS, A. R. **Metodologia científica**: a construção do conhecimento. 5. ed. Rio de Janeiro: DP&A, 2002.

SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P.; GOMES, J. M. M.; FERNANDES, L. A. **Contabilidade Geral**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

YOUNG, D.; GUENTHER, D. A. Financial Reporting Enviroments and International Capital Mobility. **Journal or Accounting Research**. v. 41. n. 3. p. 553-579. Jun. 2003.

Apêndice A: Instrumento de coleta de dados, para mensurar o índice de *disclosure*

	Score (if disclosed and applicable)
Financial Instruments - Accounting policies	
1 Held for trading assets/liabilities	1
2 Held-to-maturity assets	1
3 Loans and receivables originated by the enterprise	1
4 Available-for-sale financial assets	1
5 Other financial liabilities	1
6 Trade date or settlement date	1
Financial Instruments - Fair Value	
7 Fair value of assets and liabilities (grouped by classes)	1
8 Measurement method	1
9 Significant assumptions	1
Financial Instruments - Risks	
10 Risk management policy	1
11 Monitoring and controlling policy	1
12 Segregation by risk types	1
13 Description of how those risks arises	1
14 Exposure to risk	1
15 Methods used to measure the risk	1
Derivatives - Accounting Policies	
16 Objectives of holding or issuing derivatives	1
17 Accounting policies and methods adopted	1
Derivatives - Hedging	
18 Hedging description	1
19 Financial instruments designated as hedging instruments	1
20 Fair values of those financial instruments	1
21 Nature of the risks being hedged	1
22 If hedge accounting is applicable	1
23 Type of hedge relationship adopted	1
Derivatives - Fair value	
24 Measurement method	1
25 Significant assumptions	1
Interest Rate Risk	
26 Sensitivity analysis	1
27 Methods and assumptions used in the sensitivity analysis	1
Currency Rate Risk	
28 Sensitivity analysis	1
29 Methods and assumptions used in the sensitivity analysis	1
Other Prices Risk	
30 Sensitivity analysis	1
31 Methods and assumptions used in the sensitivity analysis	1
Credit risk	
32 Counterparties identification	1
33 Maximum amount of credit risk exposure (by class)	1
34 Analysis of the age of financial assets	1
35 Criteria used to determine allowance	1

Continua na próxima página

	Continuação da página anterior	
36	<i>Significant concentration of credit risk</i>	1
37	<i>Description of the collateral policies</i>	1
38	<i>Information about the credit quality</i>	1
Collateral		
39	<i>Terms and conditions (relative to its pledge or associated with its use)</i>	1
40	<i>Carrying amount (if pledged) or fair value (if held)</i>	1
Liquidity risk		
41	<i>A maturity analyze, showing the remaining contractual maturities (time bands)</i>	1
42	<i>Description of how manages the liquidity risk</i>	1
Other		
43	<i>Impairment losses</i>	1
44	<i>Criteria to determine that there is objective evidence that an impairment loss has occurred</i>	1
45	<i>Total interest income and total interest expense (separately)</i>	1

Fonte: Lopes e Rodrigues (2007), com adaptações.

Apêndice B: Identificação das empresas, índices de *disclosure* e valor do custo de capital

nº	Cód.	Empresa	Tamanho	Disclosure Form_20F					Disclosure DFP					Custo de Capital				
				2002	2003	2004	2005	2006	2002	2003	2004	2005	2006	2003	2004	2005	2006	2007
1	AMBEV	Cia. de Bebidas das Américas	PL_12_G	47,73	56,82	61,36	61,36	61,36	24,44	37,78	40,00	40,00	40,00	11,30	18,70	20,60	17,30	14,40
2	ARACR	Aracruz Celulose S.A.	PL_12_P	31,82	29,55	38,64	38,64	36,36	20,00	20,00	26,67	28,89	31,11	-5,40	2,10	-0,80	4,20	-3,20
3	BRASK	Braskem S.A.	PL_12_P	37,78	46,67	44,44	51,11	55,56	26,67	37,78	37,78	37,78	44,44	22,60	23,10	23,90	17,80	13,00
4	BRTTEL	Brasil Telecom S.A.	PL_12_G	48,89	56,82	61,36	61,36	56,82	44,44	48,89	48,89	48,89	48,89	24,10	26,80	26,30	19,40	15,10
5	BRTPR	Brasil Telecom Part. S.A.	PL_12_G	48,89	54,55	61,36	61,36	54,55	42,22	48,89	48,89	48,89	48,89	8,90	16,50	11,30	20,50	2,70
6	CBDIS	Cia. Brasileira de Distribuição	PL_12_P	43,18	43,18	47,73	52,27	56,82	22,22	22,22	26,67	31,11	37,78	26,10	25,00	25,30	29,30	20,80
7	CEMIG	Cia. Energética de Minas Gerais	PL_12_G	51,11	59,09	59,09	59,09	63,64	35,56	51,11	48,89	46,67	53,33	15,60	22,00	25,50	29,20	21,50
8	COPEL	Cia. Paranaense de Energia	PL_12_G	50,00	54,55	56,82	56,82	53,49	36,11	28,89	26,67	24,44	38,10	7,90	21,40	25,90	23,90	14,50
9	EMBRR	Empresa Bras. de Aeronáutica	PL_12_P	50,00	59,09	56,82	56,82	54,55	46,67	46,67	48,89	48,89	48,89	-26,80	-2,40	-6,90	16,60	9,70
10	GRDAU	Gerdau S.A.	PL_12_G	43,18	48,89	48,89	48,89	48,89	40,00	44,44	44,44	44,44	46,67	20,60	6,20	7,60	7,30	13,30
11	PERDG	Perdigão S.A.	PL_12_P	36,36	38,64	54,55	52,27	54,55	26,67	28,89	26,67	40,00	40,00	8,50	12,60	10,50	11,30	6,30
12	PETRO	Petróleo Brasileiro S.A.	PL_12_G	47,73	48,89	55,56	55,56	55,56	33,33	35,56	40,00	40,00	37,78	4,30	18,60	26,50	8,80	18,00
13	SADIA	Sadia S.A.	PL_12_P	53,33	44,44	70,45	65,91	65,91	31,11	37,78	44,44	53,33	53,33	8,10	8,80	8,00	10,30	11,00
14	SBESP	SABESP	PL_12_G	50,00	55,56	55,56	55,56	52,78	22,22	41,67	44,44	44,44	47,22	0,00	11,00	4,60	0,00	0,90
15	SDNAC	Cia. Siderúrgica Nacional	PL_12_G	52,27	52,27	52,27	54,55	61,36	35,56	40,00	40,00	42,22	42,22	3,70	9,90	15,20	10,10	6,00
16	TELSP	Telecomunicações de São Paulo	PL_12_G	54,55	57,78	57,78	57,78	57,78	33,33	37,78	37,78	37,78	37,78	11,20	15,40	10,90	26,20	30,90
17	TIMPR	Tim Part. S.A.	PL_12_P	44,44	48,89	48,89	48,89	53,49	33,33	33,33	33,33	33,33	40,00	44,00	29,00	42,90	36,30	34,70
18	TLMIG	Telemig Celular Part. S.A.	PL_12_P	42,22	42,22	45,45	50,00	52,27	24,44	28,89	33,33	42,22	40,00	30,20	118,00	91,50	581,10	21,80
19	TNCEL	Tele Norte Celular Part. S.A.	PL_12_P	42,22	44,44	45,45	50,00	52,27	20,00	31,11	33,33	37,78	40,00	13,30	15,80	15,40	27,10	15,70
20	TNLES	Tele Norte Leste Part. S.A.	PL_12_G	61,36	61,36	63,64	61,36	68,18	51,11	53,33	53,33	53,33	48,89	24,80	19,90	21,00	20,50	14,50
21	ULTRA	Ultrapar Part. S.A.	PL_12_P	46,67	51,11	53,33	57,78	57,78	17,78	24,44	26,67	28,89	26,67	10,40	9,70	12,30	8,30	7,50
22	VIVOP	Vivo Part. S.A.	PL_12_P	52,27	55,56	55,56	55,56	55,56	33,33	40,00	37,78	37,78	40,00	-23,90	3,80	8,00	20,80	8,50
23	VOTOT	Votorantim Celulose e Papel	PL_12_P	57,78	55,56	55,56	57,78	55,56	44,44	40,00	42,22	40,00	40,00	55,30	27,20	32,80	19,90	14,80
24	VRIOD	Cia. Vale do Rio Doce	PL_12_G	40,91	45,45	45,45	47,73	47,73	31,11	31,11	31,11	26,67	35,56	6,70	11,30	12,80	17,10	30,80

Fonte: Elaborado pelos autores (Custo de Capital: ECONOMÁTICA, 2008).