



DETERMINANTES DO NÍVEL DE DISCLOSURE OBRIGATÓRIO DE COMPANHIAS DE CAPITAL FECHADO

Adelzira Souza Afonso, Mestre

Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFES
adelzira@yahoo.com.br

Patrícia Maria Bortolon, Doutora

Professora do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFES
p.m.bortolon@gmail.com

Eduardo José Zanoteli, Doutor

Professor do Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da UFES
edujz@hotmail.com

Jorge Luiz dos Santos Junior, Doutor

Professor do Departamento de Engenharia de Produção da UFES
jjunioran@yahoo.com.br

RESUMO

A evidenciação das informações contábeis consiste em um processo estratégico da gestão empresarial. A produção e a divulgação dessas informações refletem os aspectos normativos que regem a contabilidade das empresas, bem como os objetivos dos gestores responsáveis pelo processo contábil. As companhias de Capital Fechado são obrigadas a divulgar um conjunto de informações, entretanto, a verificação do cumprimento dessas obrigações é bastante diferente do que ocorre com as companhias de Capital Aberto. O objetivo deste estudo é identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* obrigatório das companhias de Capital Fechado com sede no Estado do Espírito Santo. Para tanto, foram analisadas as companhias que publicaram suas demonstrações no Diário Oficial do Estado no período 2012 a 2014. Foi desenvolvido um índice de *disclosure* obrigatório e o cumprimento ou não dos quesitos levou em consideração os diferentes níveis de obrigação a que as empresas estão sujeitas pela legislação. Foram utilizados modelos de regressão linear múltipla. O Relatório da Administração foi o relatório com menor índice de divulgação pelas empresas obrigadas a fazê-lo. Com relação aos determinantes do *disclosure*, os resultados são semelhantes aos relatados na literatura sobre *disclosure* voluntário para as companhias de Capital Aberto quando observado o endividamento, presença de firma de auditoria Big Four e idade. Entretanto, não se observou a usual relação significativa do *disclosure* obrigatório com tamanho.

Palavras-chave: Capital Fechado; Evidenciação; *Disclosure*.

Área Temática do evento: Contabilidade para Usuários Externos.

1 INTRODUÇÃO

Este estudo trata das divulgações (*disclosure*) obrigatórias das Sociedades por Ações (Companhias) de Capital Fechado, requeridas pelo sistema normativo brasileiro. Portanto, seu objeto é a disponibilização de informações para os diversos usuários. A disponibilidade da informação contábil é um importante fator para a tomada de decisões, seja para usuários internos ou externos. Sua divulgação se faz por meio de relatórios e demonstrativos contábeis



e financeiros, o que possibilita aos diversos interessados conhecer a trajetória da empresa num determinado exercício fiscal, possibilitando o delineamento de uma tendência. Todavia, a decisão sobre o que e como divulgar está concentrado no arbítrio de poucos agentes (ou atores), e são as instituições normativas e o aparato legal que agem no sentido de garantir que determinadas informações sejam divulgadas.

As decisões que envolvem os conteúdos a serem divulgados são estratégicas, pois tem o potencial de impactar inúmeros indicadores da empresa, como por exemplo, a interpretação dos analistas que tendem a influenciar o valor de mercado da empresa, ou mesmo pode determinar sua capacidade de pagamento, incidindo diretamente sobre as taxas de juros cobradas pelo sistema financeiro. Dessa perspectiva emanam algumas questões intrigantes, como: quais são os motivadores para que a informação contábil seja revelada e reflita de fato a situação econômica da empresa? Tratam-se mais de motivações ligadas aos aspectos normativos, ou existem ganhos nesse processo derivado das reações do complexo sistema que envolve o ambiente empresarial? A resposta para essas questões passa pelo entendimento do sistema de leis e normas existente e praticado no país, seu reflexo na formação do processo contábil e a percepção do contexto histórico e ambiental em que a contabilidade se desenvolveu no país. Logo, o sistema normativo influencia o processo contábil de geração de informações (Ball, Kothari & Robin, 2000; Bushman & Piotroski, 2005).

Quando se trata de companhias de Capital Aberto que operam em bolsas de valores, existem inúmeros mecanismos legais e incentivos tácitos para que essas empresas divulguem seus relatórios financeiros com níveis importantes de detalhamento. Isso ocorre, dentre outras coisas, pelo fato de que essas informações constituem a base para a formação da opinião dos analistas de mercado (Healy & Papelu, 2001; Martinez, 2004). Contudo, no âmbito das empresas de Capital Fechado, as motivações para o volume de informações divulgadas não são tão claras, carecendo de mais estudos que possam observar e analisar esse fenômeno de particular.

Diante do exposto, a questão-chave que consubstancia o problema de pesquisa desse estudo é: **Quais são os fatores determinantes do nível de *disclosure* obrigatório das companhias de Capital Fechado com sede no Estado do Espírito Santo?** Com vistas a uma solução para o problema apresentado, o objetivo deste trabalho é identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* das companhias de Capital Fechado com sede no Estado do Espírito Santo, relacionando-o com as características contábeis e financeiras e os possíveis incentivos e obrigações econômicos e/ou requisitos de auditoria existentes.

É necessário ressaltar que esse é o primeiro estudo que considera o nível de *disclosure* das companhias de Capital Fechado com sede no Espírito Santo. Tal como explicitado por Dantas, Zendersky e Niyama (2005), de maneira geral os estudos sobre *disclosure* privilegiam as companhias de Capital Aberto, o que faz com que um grupo de interessados na divulgação das Demonstrações Contábeis de companhias de Capital Fechado (credores, empregados, pesquisadores) fique alheio às discussões. Isso a despeito de o universo de companhias de Capital Fechado ser bastante superior ao de companhias de Capital Aberto. Nesse sentido, o trabalho apresenta uma contribuição original ao revelar aspectos desse conjunto de empresas, como também contribui ao fornecer um retrato sobre as companhias de Capital Fechado que operam no Espírito Santo, sobretudo no que concerne às suas políticas de divulgação, o que pode fomentar as discussões dentro dos fóruns de debate sobre o ambiente empresarial capixaba.

Para atingir aos fins propostos, a seção seguinte traz as questões teóricas e uma revisão da literatura pertinente ao objeto do estudo, em especial a Literatura do *Disclosure* e os princípios normativos que regem as Sociedades por Ações de Capital Fechado. Na terceira seção, são detalhados os aspectos metodológicos percorridos no levantamento de dados, o



índice de *disclosure* utilizado como referência de análise, bem como os modelos que serviram aos testes econométricos. A quarta seção apresenta e discute os principais achados do estudo que sustentam as conclusões apresentadas na quinta seção.

2. REVISÃO DA LITERATURA E HIPÓTESES

2.1. Aspectos Normativos da Divulgação da Informação Contábil no Brasil

Num contexto de Assimetria Informacional como observou Akerlof (1970), as normas têm a função de contribuir para uma maior transparência das ações das empresas, e o faz por meio de divulgações obrigatórias. Lopes e Alencar (2010) destacam que a divulgação institucional, ou obrigatória, é aquela em que as firmas e praticantes da Contabilidade se esforçam para cumprir as leis e as normas dos órgãos reguladores (CFC, CVM, BACEN, dentre outros), as quais se tornam amplamente utilizadas pelo mercado.

Dessa forma, a compreensão de como o arcabouço legal repercute na Contabilidade passa pelo entendimento dos códigos de leis observados nos países, o que permite a sua classificação em dois sistemas: *Code Law* e *Common Law*. Enquanto o primeiro tem como característica o apego às normas, que são geradas por meio de um processo legal formal que direciona e delimita a ação das entidades a ele submetido, o segundo é caracterizado por ser um sistema em que a legislação se baseia nos costumes, usos e tradição local, em que a aplicação das leis leva em conta o entendimento dos fatos.

Somente a partir da adoção das IFRS (Normas Internacionais de Contabilidade) no Brasil, iniciada com o advento da Lei nº 11.638/2007, a qual foi complementada pela Lei nº 11.941/2009 e regulamentada pela Lei nº 12.973/2014, é que o processo de divulgação ganhou notoriedade e passou a receber maior atenção tanto no meio contábil quanto no mercado de capitais. Até 2006, as normas para a divulgação obrigatória das informações contábeis (Demonstrações Contábeis e Notas Explicativas) se resumiam ao capítulo XV, artigos 176 a 188, da Lei nº 6.404/1976, o qual sempre contemplou um escopo muito limitado para a divulgação dessas informações, exigindo que a CVM e o IBRACON emitissem normas complementares para suprir, pelo menos em parte, as necessidades do mercado de capitais.

Como observaram Gomes et al (2014), esse processo de convergência gerou um forte choque cultural, pois se de um lado o sistema jurídico brasileiro continua *Code Law*, o novo modelo contábil brasileiro, totalmente alinhado às IFRS, é, em essência, *Common Law*. O que levou a uma perda de referência, pois se até 2006 bastava seguir à risca as regras do Regulamento do Imposto de Renda (RIR/1999) e o Capítulo XV da Lei nº 6.404/1976, a partir de 2007 deveria ser observado um conjunto amplo de Pronunciamentos Contábeis, chamados no Brasil de CPC, que exigiam conhecimentos para além das questões contábeis e legais, como por exemplo, finanças e estatística.

Nesse sentido, os praticantes da Contabilidade que por séculos foram orientados a fazer somente o que o fisco determinava, se viram em condições de fazer escolhas, estimativas e deviam se orientar agora por um conjunto de cerca de 46 CPC, sendo que as Pequenas e Médias Empresas (PME) tiveram todo esse conteúdo simplificado e resumido em único pronunciamento, o CPC PME. Todavia, os CPC não são normas, são pronunciamentos técnicos, emitidos por um órgão que não tem poder de legislar, necessitando, portanto, da ação do Conselho Federal de Contabilidade (CFC), que ao ratificar, em toda a sua essência, os CPC por meio de Resoluções, transformou-os em Normas Brasileiras de Contabilidade.

Em fim, a divulgação obrigatória das informações contábeis no Brasil, é determinada pela Lei nº 6.404/1976 ou pelo CFC? A Lei nº 12.249/2010, responde a essa pergunta na medida em que determina no seu artigo 76 que somente o CFC deve “editar Normas Brasileiras de Contabilidade de natureza técnica e profissional”. A perda de referência mencionada no parágrafo anterior deve ser então restabelecida a partir da Lei nº 12.249/2010,



que, coerentemente, transfere a referência contábil anteriormente estabelecida pelo Capítulo XV da Lei nº 6.404/1976 para as NBC-T (Normas Brasileiras de Contabilidade-Técnica) determinadas pelo CFC, as quais se encontram totalmente alinhadas aos CPC, que por sua vez estão totalmente alinhadas às Normas Internacionais de Contabilidade, como determinou a Lei nº 11.638/2007.

Dessa forma, a NBC-TG 26 (R3) em seu item 10 determina que o conjunto completo de Demonstrações Contábeis a ser divulgado deve incluir: (1) Balanço Patrimonial (BP), (2) Demonstração do Resultado (DRE), (3) Demonstração do Resultado Abrangente (DRA), (4) Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL), (5) Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC), (6) Demonstração do Valor Adicionado (DVA), e (7) Notas Explicativas. Contudo, o item 3.17 da NBC-TG 1000, dispensa a divulgação obrigatória da Demonstração do Valor Adicionado para as PME, as quais, segundo o item 1.2 da NBC-TG 1000 são aquelas empresas que: (a) não têm obrigação pública de prestação de contas, e (b) elaboram demonstrações contábeis para fins gerais para usuários externos. Todavia, o parágrafo único do artigo 3º da Lei nº 11.638/2007, considera Empresas de Grande Porte todas aquelas que possuam Ativo Total superior a R\$240.000.000,00 ou Receita Bruta Anual superior a R\$300.000.000,00, logo, sujeitando-as ao conjunto completo conforme previsto no item 10 da NBC-TG 26 (R3).

2.2. Obrigatoriedade de Publicação das Informações Contábeis no Brasil

Como demonstrado, o processo de divulgação obrigatória das informações contábeis no Brasil deve respeitar em termos de conteúdo as NBC-T emitidas pelo CFC, todavia, em termos de obrigatoriedade de publicação, devem respeitar os prazos e condições estabelecidos pela Lei nº 6.404/1976, se Sociedade por Ações de Capital Aberto ou Fechado, e pela Lei nº 10.406/2002, se Sociedade Limitada e outros tipos societários, as quais devem observar adicionalmente o critério de tamanho definido pela Lei nº 11.638/2007. Como nem a Lei nº 10.406/2002 nem a Lei nº 11.638/2007 obrigam a publicação de Demonstrações Contábeis, somente a Lei nº 6.404/1976 deve ser observada em termos de obrigatoriedade de publicação.

Todavia, é importante destacar que para além da legislação específica, algumas juntas comerciais, como por exemplo, as de São Paulo, Rio de Janeiro e Minas Gerais, expediram deliberações obrigando a publicação de Demonstrações Contábeis por parte das Empresas de Grande Porte (vide Deliberação nº 02 da JUCESP). Além disso, uma ação ajuizada pela Associação Brasileira de Imprensa Oficial também busca obrigar as Empresas de Grande Porte a publicarem suas Demonstrações Contábeis, o que também objetivam os projetos de Lei nº 243/08, nº 1.572/11 e nº 4.493/2012.

O Quadro 1 a seguir procura ilustrar, por tipo societário e tamanho, qual modelo contábil deve ser adotado pelas empresas, bem como quais delas estão obrigadas ou não à publicação de suas Demonstrações Contábeis e se essas demonstrações estão sujeitas ou não à Auditoria Independente.

Quadro 1 – Modelo Contábil e Obrigatoriedade de Publicação e Auditoria

Tipo de Empresa	Adoção das NBC-T Completas	Adoção da NBC-TG 1000	Publicação das Demonstrações Contábeis	Auditoria
SA aberta	Sim	Não	Sim	Sim
SA fechada GP ⁽¹⁾	Sim	Não	Sim	Sim
SA fechada PME ⁽²⁾	Não	Sim	Sim ⁽³⁾	Não
Ltda GP	Sim	Não	Não	Sim
Ltda PME	Não	Sim	Não	Não



Fonte: Elaborado pelos autores a partir das NBC-T, da Lei nº 6.404/1976 e da Lei nº 11.638/2007. (1) Grande Porte. (2) Pequeno e Médio Porte. (3) Exceto para as companhias com menos de 20 acionistas e PL inferior a R\$ 1 milhão.

Cabe destacar que, segundo o parágrafo 3º do artigo 133 da Lei nº 6.404/1976, as Demonstrações Contábeis publicadas devem ser acompanhadas do Relatório da Administração e do Relatório dos Auditores Independentes, as quais, segundo o artigo 289 da mesma lei, devem ser publicadas “no órgão oficial da União ou do Estado ou do Distrito Federal, conforme o lugar em que esteja situada a sede da companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade em que está situada a sede da companhia”. Contudo, o artigo 294 da Lei nº 6.404/1976, dispensa a publicação por parte das companhias fechadas que tiverem menos de vinte acionistas, com patrimônio líquido inferior a R\$1.000.000,00.

Outro aspecto importante a ser destacado é que a Lei nº 6.404/1976, em seu artigo 176 contraria algumas das determinações da NBC-TG 26 (R3) apresentadas acima, quais sejam: (a) O inciso II determina a publicação da Demonstração dos Lucros ou Prejuízos Acumulados (DLPA) em detrimento da DMPL; (b) o inciso V dispensa a publicação da DVA pelas companhias de Capital Fechado; (c) o parágrafo V apresenta um escopo excessivamente limitado para as Notas Explicativas; e (d) o parágrafo VI dispensa a publicação da DFC pelas companhias de Capital Fechado com patrimônio líquido, na data do balanço, inferior a R\$2.000.000,00. Entretanto, esse tipo de situação não deveria trazer nenhum desconforto ou dúvida quanto a qual instrumento normativo deve ser seguido, primeiro, porque é natural que num processo de convergência da magnitude que o Brasil está vivendo, seja necessário algum tempo para que toda a legislação esteja devidamente alinhada, segundo, porque a Lei nº 12.249/2010 deixou claro, e isso foi demonstrado na seção anterior, que o conteúdo das Demonstrações Contábeis deve ser normatizado pelo CFC.

2.3. Teoria (Literatura) do *Disclosure*

Reconhecendo a divulgação (*disclosure*) das informações contábeis como sendo motivada por questões diversas e, ao mesmo tempo, resultante de inúmeras alterações da rotina das empresas, desenvolveu-se a partir dos anos 1980, um conjunto de estudos (Grossman & Hart, 1980; Milgrom, 1981; Verrecchia, 1983; Dye, 1985) que tinham a divulgação como objeto de análise, os quais foram reconhecidos por Verrecchia (2001) como a Teoria do *Disclosure*. Todavia, como observou Dye (2001) parece prematuro concluir pela existência de uma Teoria do *Disclosure*, simplesmente porque toda teoria deve apresentar principais centrais agregadores que sejam utilizados de forma consistente por diversos pesquisadores, o que não acontece com os estudos sobre *Disclosure*, daí concluindo que é mais adequado se referenciar a esses estudos como a Literatura do *Disclosure* do que como a Teoria do *Disclosure*.

Em um trabalho seminal Verrecchia (1983) analisou os aspectos motivadores para a divulgação de informações por parte da gerência das empresas, oportunidade em que demonstrou que até mesmo as informações não divulgadas são interpretadas pelos usuários e repercutem sobre as expectativas que se formam em relação à empresa. Nesse sentido, não somente a qualidade ou o volume de informações divulgadas influenciam o mercado, mas também a sua ausência. Assim, se a divulgação de informações possui custos, sua retenção também, pois enquanto a divulgação possui custos que podem ser cobertos com os ganhos da divulgação, os custos relacionados ao enclausuramento das informações são sempre negativos. Isso porque existe uma gama de possibilidades interpretativas sobre o porquê de não se divulgar informações. Essa perspectiva de custo da informação retida vai de encontro às proposições de Grossman e Hart (1980) que, ao não considerarem tais custos de retenção, esperavam sempre menor eficácia das normas. Nesse sentido, a ausência de informações não



justificadas pode ocasionar repulsa por parte de investidores, aumento do custo de capital das empresas, refletindo-se em perda de valor da empresa (Haly & Papelu, 2001; Verrechia, 2001).

Verrechia (2001) analisando a Literatura de *Disclosure* até então disponível, identifica três tendências de estudos que envolvem os processos de divulgação, são elas: (a) *Divulgação baseada em associação*: estudos que analisam a relação entre o nível de divulgação de informações e sua repercussão no comportamento dos investidores; (b) *Divulgação baseada em discricionariedades ou julgamento (disclosure voluntário)*: estudos que tentam identificar os fatores endógenos às empresas que servem de motivadores para a divulgação; e (c) *Divulgação baseada em eficiência*: estudos que tentam determinar modelos ótimos para divulgação de informações ainda não realizadas pela empresa.

Para Dye (2001) é importante desenvolver o *disclosure* voluntário, onde os gestores escolhem as informações a serem divulgadas buscando sempre algum tipo de retorno. Por esse motivo, tenderiam a divulgar informações capazes de aumentar a apreciação dos usuários da informação, ou seja, informações positivas. Pois, somente há divulgação se os benefícios gerados forem maiores que os custos associados ao processo. Assim, o que se tem em mente é que o processo de divulgação se trata de um jogo, em que a informação seria um insumo capaz de aumentar os ganhos.

Verrechia (2001) explica que num processo de divulgação discricionária, são disponibilizadas apenas as informações capazes de aumentar o valor da empresa, reconhecendo que o resultado não necessariamente será positivo. Pois, a ausência de informações poderia levar ao problema da seleção adversa, em que o usuário da informação interpretaria automaticamente a ausência de informação como um indicador de redução dos ativos da empresa. Nesse sentido, como explicam Salotti e Yamamoto (2005), no processo de avaliação endógena sobre o que divulgar, seria plausível até mesmo a divulgação de informações não tão favoráveis à empresa, desde que isso reduzisse a desconfiança dos usuários externos levando a ganhos marginais positivos.

Para além do *disclosure* voluntário, alguns estudos vêm chamando a atenção para a importância do *disclosure* obrigatório, isso porque, conforme ressalta Santos, Ponte e Mapurunga (2014), citando Dye (1990), a informação contábil é considerada uma “externalidade governável”, ou seja, é possível criar mecanismos de governança tanto para a qualidade, quanto para a quantidade de informações. Healy e Papelu (2001), por exemplo, destacam a possibilidade de os sistemas normativos e reguladores criarem obrigatoriedades em torno das evidenciações financeiras, a fim de proporcionar a redução dos problemas de agência entre gestores e usuários da informação. Assim, a partir de Leftwich (1980), Watts e Zimmerman (1990), Beaver (1998), Healy e Papelu (2001), é possível afirmar que a criação de alguns mecanismos de *disclosure* obrigatório tem como função reduzir a lacuna entre informados e desinformados.

2.4. Determinantes do *Disclosure* (Obrigatório e Voluntário)

Ao longo das últimas décadas um grande número de estudos trouxeram diversos índices de *disclosure* que se adaptam aos objetivos de cada pesquisa. No Brasil destacam-se os trabalhos de Alencar e Lopes (2005), Lima (2007), Maia e Formigoni (2012), Santos et al (2014), enquanto no exterior destacam-se trabalhos como os de Botosan (2007), Bushman, Piotroski e Smith (2004), entre outros. Todavia, é importante ressaltar que o conjunto desses trabalhos geralmente focam as companhias de Capital Aberto, haja vista a completude e o acesso às informações desse grupo de empresas são facilitados, tendo em vista os requerimentos legais exigidos para a negociação das ações e a existência de banco de dados eletrônicos organizados.



Como será demonstrado a seguir, pode-se verificar que as motivações (determinantes) para a variação do *disclosure* são muitas, sendo possível testar essas relações a partir de diversos modelos e técnicas. No entanto, para o caso específico das companhias de Capital Fechado que operam no Brasil, as limitações para o estudo se referem justamente à disponibilidade das informações necessárias aos testes. Por exemplo, no caso das companhias que compõem a amostra dessa pesquisa, muitas não publicam informações sobre custo de capital, enquanto para outras não se consegue obter dados sobre estrutura de propriedade.

O que remete à necessidade de que a literatura aqui apresentada seja tratada com parcimônia, haja vista a possibilidade de surgimento de novos elementos interpretativos quando se trata do universo das companhias de Capital Fechado. Todavia, pode-se esperar que muitos dos fatores que determinam o *disclosure* das companhias de Capital Aberto, também o sejam para as companhias de Capital Fechado. Isso porque essas últimas também são reguladas e muitas possuem tamanho e estrutura gerencial muito próximas daquelas de Capital Aberto, inclusive possuindo elevado número de acionistas.

Conforme Baums (2002), vários podem ser os elementos motivadores para um maior nível de evidenciação das informações contábil-financeiras, muitos deles ligados aos benefícios esperados pelo próprio gestor. As motivações comumente listadas nos estudos sobre o tema referem-se à adoção de padrões internacionais de contabilidade (IFRS); busca de melhor interação com clientes e fornecedores; questões estratégicas específicas ligadas ao negócio e ao setor em que a empresa se insere, regulação setorial, redução do custo de capital, redução de assimetria informacional, estrutura de propriedade, desempenho, estratégias de governança corporativa, tamanho entre outros. Todavia, ainda de acordo com Baums (2002), o fato que sumariza esses motivos é o auxílio que a maior transparência fornece às decisões tomadas pelos usuários.

Jensen e Meckling (1976) relacionam nível de *disclosure* com a adoção de mecanismos de governança corporativa, os quais podem introduzir maior monitoramento e reduzir o comportamento oportunista. Nessa linha, Oda (2011) explica que o maior *disclosure* pode levar a uma redução das assimetrias de informações, reduzindo os conflitos de agência.

Outra motivação passaria pelo custo de capital (próprio e de terceiros), entre os estudos que se debruçaram sobre esse tema destacam-se: Botosan (1997), Glosten e Milgrom (1985), Diamond e Verrecchia; (1991), Baiman e Verrecchia (1996), entre outros. Nesses trabalhos, percebe-se que as empresas com maiores divulgações sobre seus resultados, operações e ações diversas, ou seja, que possuem um maior nível de transparência tendem a diminuir o problema da seleção adversa, o que leva a redução da cobrança de prêmios de risco por parte dos credores. Nesse sentido, haveria uma relação negativa entre *disclosure* e custo de capital.

Roberts e Dowling (2002) e Chajet (1997) destacam como motivador a questão da reputação. Aqui estaria explícita uma estratégia empresarial de manutenção ou aumento da reputação dentro do mercado onde a empresa opera. O aumento do *disclosure* seria uma forma de manter o diálogo com os usuários da informação, buscando transparência das ações da empresa.

Estudos como Patten (1991), Raffournier (1995), Depoers (2000) e Lanzana (2004) apresentam como um dos principais motivadores para o *disclosure* voluntário o tamanho da companhia, encontrando relação positiva entre as duas variáveis. A explicação desse fenômeno passa pelo fato de as companhias maiores possuírem estruturas administrativas mais adequadas à produção de informações úteis e de possível divulgação. Além disso, quanto maior a companhia maior é o acesso a mercados de capitais robustos e organizados, os quais podem requerer melhor nível de evidenciação. Nesse sentido, a primeira hipótese desta pesquisa é:



H₁: Maiores níveis de *disclosure* estão positivamente relacionados com o tamanho.

Yamamoto e Salotti (2006) destacam como motivador o desempenho da empresa e a internacionalização. Verrechia (2001) já havia proposto a relação positiva entre desempenho da empresa e o *disclosure*, isso porque as empresas com bom desempenho esperam que os benefícios da divulgação junto aos seus usuários superem os custos da divulgação. No entanto, autores como Stocken (2000) e Skinner (1997) consideram a possibilidade de um aumento no nível de *disclosure* justamente em momentos em que a organização passa por dificuldades. Essa seria uma forma de os gestores apresentarem justificativas aos usuários sobre o baixo desempenho e manter adequado o relacionamento. Dessa forma, a segunda hipótese a ser testada é:

H₂: Maiores níveis de *disclosure* estão positivamente relacionados com o desempenho.

Uma característica marcante do mercado Capixaba é que muitas empresas constituídas sob a forma de Sociedade por Ações o são por possuírem financiamentos e linhas de crédito junto ao BANDES (Banco de Desenvolvimento do Espírito Santo), o qual além dos recursos próprios também capitaliza recursos de outras instituições, como por exemplo, do BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social). É característico das companhias que possuem financiamentos do BANDES possuírem Capital Fechado, mas são equiparadas às de Capital Aberto, por possuírem debentures conversíveis em ações emitidas em favor do BANDES. Logo, parece razoável testar se seria ou não a obtenção de crédito um motivador do *disclosure* das companhias de Capital Fechado do Espírito Santo, o que nos remete à terceira e última hipótese desta pesquisa:

H₃: Maiores níveis de *disclosure* são motivados por maiores necessidades de obtenção de crédito.

3. MÉTODO E DADOS

3.1 Processo de coleta de dados e a definição da amostra

A fonte de busca das Demonstrações Contábeis das companhias de Capital Fechado foi o Diário Oficial do Estado do Espírito Santo, no período compreendido entre os anos 2012 e 2014. Essa fonte se justifica pela indisponibilidade de edições anteriores pelos jornais do estado do Espírito Santo de grande circulação como o jornal “A Gazeta”. Apenas o jornal “A Tribuna” disponibiliza em seu sitio eletrônico acervo desde o ano de 2002, mas a qualidade dos arquivos em PDF é muito baixa o que impossibilita a consulta das informações.

Todas as empresas que publicaram suas Demonstrações Contábeis foram listadas e organizadas sob a forma de banco de dados no software Excel®. Nesse processo foram coletadas as informações contábeis e financeiras utilizadas neste estudo. Na sequência foram identificadas as companhias de Capital Fechado, notando a natureza jurídica de todas as companhias listadas. Isso foi feito por meio de consulta ao sitio da Receita Federal onde foi possível listar a situação cadastral, se Ativa, Baixada ou Liquidada, a atividade econômica principal (CNAE) para identificar o setor econômico, e o ano de constituição para determinar a idade da empresa. Além disso, foi obtida por meio de consulta oficial na Junta Comercial do Espírito Santo uma listagem das companhias de Capital Fechado sediadas no Estado, dessa forma foi possível conhecer o tamanho da população estudada.

Após a coleta de dados e tratamento da base, chegou-se a 307 companhias de Capital Fechado que publicaram suas Demonstrações Contábeis. Vale lembrar que esse conjunto de empresas refere-se àquelas que publicaram em algum ano, ou em todos os anos no decorrer dos três anos analisados. No entanto, oito foram excluídas da amostra por estarem com CNPJ com situação Baixada. Outras três empresas também foram excluídas por apresentarem as



Demonstrações Contábeis zeradas devido à paralisação de suas atividades operacionais, adicionalmente foram excluídas cinco empresas do setor Bancos e Serviços Financeiros, resultado em 291 empresas.

3.2 Tratamento estatístico: modelos e variáveis

3.2.1 Variável Dependente - Índice de *disclosure*

Para medir o nível de *disclosure* obrigatório das empresas da amostra, levaram-se em consideração as informações disponíveis nas publicações, esse fato aparece como mais um contingenciamento tendo em vista que existem muitas nuances na forma de apresentação das diversas empresas. Ainda assim foi possível construir um índice com 11 itens que abarcam as informações referentes às Demonstrações Contábeis, Relatórios da Administração e Auditoria e às Informações Comparativas.

A fim de caracterizar a obrigatoriedade das divulgações, utilizou-se como referência a NBC-TG 26 (R3) e a Lei nº 6.404/1976. O que se espera é que toda empresa apresente o conjunto completo de Demonstrações Contábeis obrigatórias exigidos pelo quadro normativo. O quadro 2 apresentado abaixo traz a composição do índice e o quadro legal que tornou a divulgação obrigatória:

Quadro 2 - Índice de *disclosure*

Item do Disclosure Obrigatório	Referência Normativa
<i>Demonstrações Contábeis</i>	
1. A empresa divulgou Demonstração do Resultado do Exercício (DRE)?	NBC-TG 26 (R3)
2. A empresa divulgou Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL)?	NBC-TG 26 (R3)
3. A empresa divulgou Demonstração do Resultado abrangente (DRA)?	NBC-TG 26 (R3)
4. A empresa divulgou Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)?	NBC-TG 26 (R3)
5. A empresa divulgou Nota explicativa?	NBC-TG 26 (R3)
<i>Relatório da Administração</i>	
6. A empresa divulgou Relatório da Administração?	Lei nº 6.404/1976
<i>Relatório dos Auditores Independentes</i>	
7. A empresa divulgou Relatório dos Auditores?	Lei nº 6.404/1976
<i>Informações Comparativas</i>	
8. A empresa divulgou informações do exercício anterior do ano correspondente?	Lei nº 6.404/1976
9. A empresa informou qual a prática contábil utilizada na preparação das demonstrações financeiras?	Lei nº 6.404/1976
10. A empresa divulgou em outro jornal além do Diário Oficial?	Lei nº 6.404/1976
11. A empresa publica no prazo?	Lei nº 6.404/1976

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da NBC-TG 26 (R3) e da Lei nº 6.404/1976.

Para apurar o valor do índice foi preenchido, para cada empresa, os 11 itens. Para tanto, foram utilizadas informações binárias, ou seja, valor um (1) caso a informação tenha sido divulgada e valor zero (0) para a não divulgação. O valor do índice varia entre 0 e 1 e depende do percentual de cumprimento de divulgação dos itens obrigatórios. Por exemplo, empresas que publicaram nove dos 11 itens obrigatórios (ou seja, 81,81%) auferiram um índice de 0,818.

Devido à diversidade da amostra em termos de tamanho e setores sujeitos a regulação específica, como Relatório dos Auditores, dentre outros, sendo obrigatório apenas para empresas de Grande Porte, foi necessário um tratamento a fim de não penalizar empresas não abrangidas por essas nuance. Assim, o número total de itens de divulgação obrigatória



apresentado pela empresa (para todas as normas em análise) foi dividido pelo número de itens de divulgação a ela aplicável (Santos, Ponte & Mapurunga, 2014), utilizando a equação (1):

$$IND_{i,t}(0 < IND > 1) = \frac{\sum_{i,t}^N \text{Itens obrigatórios publicados}}{N_{i,t}}$$

Onde,

$IND_{i,t}$: Índice de *disclosure* obrigatório da empresa *i*, no tempo *t*.

$N_{i,t}$: Número de itens obrigatórios para cada empresa *i*, no tempo *t*.

Itens obrigatórios publicados: Soma dos itens que foram publicados por empresa.

Desse modo as empresas não obrigadas a divulgar um item específico do item não foram penalizadas.

3.2.2 O modelo

A partir das informações apresentadas anteriormente foram utilizados modelos para testar as hipóteses, os quais se baseiam numa regressão linear múltipla estimado pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO) que traz o índice de *disclosure* obrigatório apresentado no Quadro 2 como variável dependente.

$$IND_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Tamanho}_{i,t}^+ + \beta_2 \text{Endividamento}_{i,t}^+ + \beta_3 \text{Performance}_{i,t}^{+/-} \\ + \beta_4 \text{Idade}^+ + \beta_5 \text{Variação do Lucro}^+ + \beta_6 \text{Lucro}_{t-1}^+ + \beta_7 \text{Setor} \\ + \beta_8 \text{Big Four}^+ + \epsilon_{it}$$

Onde,

Índice de *disclosure* obrigatório: É a variável IND, calculada como mostra a equação (1), $0 < IND < 1$.

Variáveis Independentes:

Tamanho: Logaritmo Natural do Ativo Total.

Endividamento de Longo Prazo: Empréstimo e financiamentos de longo prazo/ Ativo Total

Performance: Variação da Receita Líquida t – Receita Líquida $t-1$ / Receita Líquida $t-1$.

Variáveis de controle:

Idade: Logaritmo natural do número de anos desde o registro da empresa.

Variação do Lucro: $\text{Lucro}_t - \text{Lucro}_{t-1} / \text{Lucro}_{t-1}$.

Lucro no exercício anterior: Variável *dummy* $\text{Lucro}_{t-1} = 1$ $\text{Prejuízo}_{t-1} = 0$.

Setor: Variável *dummy* Comércio, Indústria e Serviço – veja Tabela 01 (abaixo).

Big Four: Variável *dummy*, foi atribuído “1” para empresa auditada por empresa lidere de mercado: Deloitte, Ernst & Young, KPMG e PWC.

O sinal esperado de cada variável foi indicado no modelo com expoente “+” positivamente relacionada ou “-” negativamente relacionada.

3.3.5 Outras informações relevantes

A classificação das empresas por setor econômico foi realizada, inicialmente, a partir da coleta da subclasse do CNAE referente à atividade principal presentes no cartão CNPJ de cada empresa. Destaca-se que a classificação do CNAE possui 1388 subclasses. Assim, a classificação dos setores por esse método, devido ao nível de detalhamento das atividades, gerou um número demasiadamente elevado, qual seja, 128 subclasses diferentes.

Para contornar esse problema, foi realizada uma reclassificação a partir da classificação setorial da Base de Dados Comdinheiro®. Essa base trabalha com 35 setores. Na sequência foi realizado um tratamento a fim de agregar as empresas em três setores



tradicionais: indústria, comércio e serviços. Esse procedimento foi realizado para facilitar o processo de análise.

Tabela 1 - Empresas da amostra por setores tradicionais

Setor	2012	2013	2014	Total Geral
Comércio	46	57	53	156
Indústria	56	66	61	183
Serviços	101	122	131	354
Total Geral	203	245	245	693

Fonte: Elaboração própria. Base de dados da pesquisa.

Na seção 4 a seguir são apresentados e discutidos os principais achados a partir das estatísticas descritivas e dos modelos econométricos aplicados.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 Estatísticas descritivas

Na Tabela 2 são apresentadas as estatísticas descritivas dos dados e informações tabulados. A primeira informação que chama a atenção está nos valores mínimos e máximos dos índices de *disclosure*. Como pode ser observado, existem empresas que não publicaram nenhum item obrigatório e outras que preencheram todos os itens, muitas vezes, até mesmo não obrigatórios. Isso confirma a informação de que existem empresas que não estão cumprindo as normas, bem como um rol de empresas que vão além delas.

O desvio em torno da média do índice de *disclosure* revela a heterogeneidade no nível de divulgação das empresas da amostra, apontando para a necessidade de se buscar os fatores explicativos dessas nuances. Já a média encontrada para o índice de *disclosure* obrigatório, 0,65, demonstra que, apesar de um aparato normativo robusto, muitas empresas não têm se adequado às normas, o que levanta hipótese sobre fragilidades no processo de fiscalização. Esse achado revela que não se pode, ainda, esperar que o sistema normativo seja um fator determinante para o nível de *disclosure* das companhias de Capital Fechado, constatação que chama a atenção para a busca de outras variáveis explicativas e fatores determinantes.

Tabela 2 – Estatísticas descritivas

Variáveis	n°	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Índice de <i>disclosure</i> obrigatório	693	0,65	0,70	0,16	0	1
Itens <i>disclosure</i> obrigatório	693	6,69	7	1,79	0	11
Ln Ativo Total	693	17,27	17,33	1,90	9,55	21,65
Endividamento de Longo Prazo	693	8,70	0,00	226,87	0	5972,29
Variação da Receita Líquida	647	0,56	0,04	4,72	-8,08	97,18
LN Idade	693	2,63	2,76	0,90	-1,18	4,33
Variação do Lucro	643	-50,21	-0,19	1019,04	-25424,03	1223,95

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da Base de Dados do estudo.

Conforme discutido anteriormente, os instrumentos normativos fundamentais que regula o nível de *disclosure* das companhias de Capital Fechado são a NBC-TG 26 (R3) e a Lei nº 6.404/1976. Além disso, alguns órgãos reguladores adotam outros instrumentos normativos que fazem com que as empresas daquele setor regulado sejam obrigadas a divulgar informações complementares. Na Tabela 3 apresenta-se uma descrição do padrão



contábil seguido pelas empresas da amostra, conforme informações divulgadas pelas próprias empresas.

Tabela 3 – Tipos de padrão contábil seguido pelas empresas

Padrão Contábil Informado	2012	%	2013	%	2014	%	Total	%
CPC	29	14%	23	9%	26	11%	78	11%
CPC PME	6	3%	12	5%	12	5%	30	4%
Lei nº 6.404/1976	76	37%	88	36%	84	34%	248	36%
Lei nº 6.404/1976 e CPC	47	23%	63	26%	58	24%	168	24%
Lei nº 6.404/1976 e CPC PME	5	2%	3	1%	3	1%	11	2%
Não informado	40	20%	56	23%	62	25%	158	23%
% Total Lei das S.A		63%		63%		59%		62%
Total Geral	203		245		245		693	

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da Base de Dados do estudo

Buscou-se avançar no entendimento sobre o nível de *compliance* dos itens de divulgação obrigatória, bem como no grau de *disclosure* voluntário, sendo, portanto, mais reveladora de aspectos do esforço de evidenciação das empresas. Nesse sentido, considerou-se detalhadamente os itens obrigatórios para cada empresa da amostra a partir da sua classificação por setor de atuação (regulado), tamanho do ativo e do patrimônio líquido, conforme outros requisitos normativos. Todos os itens dispensados pelo sistema normativo foram considerados voluntários, o resultado é apresentado na Tabela 4.



Tabela 4 - Descrição percentual do nível de evidenciação

Publicação das Empresas	Critério (*)	2012		2013		2014		Total	
Grupo - Demonstrações Contábeis									
		nº	%	nº	%	nº	%	nº	%
Balanco Patrimonial	Obrigatório	196	100	233	100	235	100	664	100
	Voluntário	7	100	12	100	10	100	29	100
Demonstração do Resultado do Exercício	Obrigatório	196	99	233	98	235	97	664	98
	Voluntário	7	100	11	92	10	100	28	97
Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido	Obrigatório	196	93	233	88	235	89	664	90
	Voluntário	7	100	11	92	7	70	25	86
Demonstração do Resultado abrangente	Obrigatório	86	24	99	24	96	29	281	26
	Voluntário	10	9	17	12	18	12	45	11
Demonstração do Fluxo de Caixa	Obrigatório	183	95	208	92	210	92	601	93
	Voluntário	16	80	27	73	23	66	66	72
Nota explicativa	Obrigatório	196	83	233	76	235	75	664	77
	Voluntário	4	57	10	83	7	70	21	72
Grupo - Relatório da Administração									
Relatório da Administração	Obrigatório	196	12	233	11	235	10	664	11
	Voluntário	0	0	0	0	0	0	0	0
Grupo - Relatório dos Auditores independentes									
Relatório dos Auditores	Obrigatório	25	68	27	64	29	63	81	65
	Voluntário	51	31	48	24	45	23	144	25
Grupo - Informações comparativas									
Informações do exercício anterior do ano correspondente	Obrigatório	196	98	233	97	235	97	664	97
	Voluntário	6	86	12	100	10	100	28	97
Informou qual a prática contábil	Obrigatório	196	81	233	77	235	74	664	77
	Voluntário	4	57	10	83	8	80	22	76
Divulgou em outro jornal além do Diário Oficial	Obrigatório	196	32	233	33	235	36	664	34
	Voluntário	2	29	3	25	3	30	8	28
Publicou no prazo	Obrigatório	196	48	233	44	235	49	664	47
	Voluntário	3	43	5	42	6	60	14	48
Obrigatório apenas para Empresas S.A de Capital Aberto									
Demonstração do Valor Adicionado	Voluntário	16	8	17	7	16	7	49	7

Fonte: Elaborado pelos autores a partir da Base de Dados do estudo. (*) Foram considerados *disclosure* voluntário todas as informações divulgadas por empresas não obrigadas a publica-las no Diário Oficial e jornal de grande circulação.

Analisando os resultados alcançados por grupo de publicações verificou-se que para o grupo “Relatório da Administração”, o grau de aderência foi bastante baixo, apenas 11% das empresas obrigadas a divulgar essa informação o fizeram. Além disso, nesse grupo não houve nenhuma publicação voluntária. A falta de publicações voluntárias pode ter relação com o tamanho das empresas desobrigadas a publicar esse item.

Já no que tange à publicação do grupo “Relatório dos Auditores”, o percentual se eleva para 65% de cumprimento por parte das obrigadas e 25% de publicações voluntárias. Esse último número chama a atenção, sobretudo porque a contratação de empresas de auditoria eleva os custos operacionais da empresa. Nesse sentido, uma hipótese que pode ser



trabalhada é que essa contratação voluntária de auditores tenha relação com a complexidade do setor de atuação da empresa, ou ainda exigência de instituições financeiras.

Em relação ao Grupo “Informações Comparativas”, reforça-se a discussão apresentada acima. No que tange à informação sobre a divulgação da prática contábil, o percentual de divulgações obrigatórias é igual ao percentual de voluntárias. Isso ocorre também no que concerne ao atendimento de quesitos que fornecem indícios sobre a qualidade do processo de divulgação, como é o caso dos itens que tratam da divulgação em outro jornal e da divulgação dentro dos prazos legais. Além disso, esses dois últimos itens apresentaram um baixo grau de aderência das publicações obrigatórias, 34% e 47%, respectivamente; e o que pode ser considerado um alto percentual de publicações voluntárias, 28% e 48%, respectivamente.

Nas evidenciações da amostra foram encontradas 33 empresas de auditoria, sendo quatro delas caracterizadas como “Big Four”. Chama a atenção o alto percentual de empresas auditadas por Big four, 43%, frente aos 57% auditadas por empresas não Big Four.

4.2 Determinantes do *disclosure* financeiro

As estatísticas descritivas apresentadas na seção anterior foram capazes de mostrar que, apesar dos requerimentos normativos para evidenciação obrigatória de empresas, esse não é cumprido por um importante conjunto de empresas. Por outro lado, também foi possível encontrar um importante contingente de empresas evidenciando voluntariamente algumas informações contábeis. As descritivas também apontaram importantes relações entre as características da amostra de empresas estudada.

No intento de complementar, corroborar ou refutar as hipóteses da pesquisa, bem como avançar nas explicações da análise descritiva procederam-se os testes estatísticos buscando encontrar os possíveis fatores explicativos desse processo.

Inicialmente foi elaborada uma matriz de correlação das variáveis que foram utilizadas. Nesse processo os resultados encontrados revelaram que as variáveis explicativas possuem baixa correlação, o que é um indicativo de ausência de problemas relacionados à multicolinearidade e ortogonalidade das variáveis. A análise revelou que a variável “Idade” está positivamente relacionada ao “Tamanho” e negativamente com a variável “Variação da Receita Líquida”. “Big Four” e “Lucro_{t-1}” também estão positivamente relacionados à variável “Tamanho”. Na tabela 5 apresentam-se os resultados das regressões lineares múltiplas.



Tabela 5 - Resultados da regressão linear múltipla

Variáveis	Geral	Tamanho	Endividamento	Desempenho
	1	2	3	4
LN Ativo Total	-0.00316 (-0.930)	-0.00434 (-1.275)		
Emp. Longo P.	5.80e-05** (2.451)		6.19e-05*** (2.592)	
Variação da Receita Líquida	-4.97e-05 (-0.0425)			-0.000104 (-0.0884)
LN da Idade	0.0240*** (3.283)	0.0231*** (3.207)	0.0217*** (3.123)	0.0213*** (2.992)
Variação do Lucro	-7.16e-06 (-1.317)	-7.00e-06 (-1.264)	-6.77e-06 (-1.229)	-6.89e-06 (-1.263)
Setor Indústria	0.123*** (7.251)	-0.00488 (-0.303)	-0.00504 (-0.314)	-0.00640 (-0.403)
Setor Serviço	-0.00662 (-0.418)	0.00809 (0.559)	0.00883 (0.615)	0.0135 (0.950)
Big Four	0.0114 (0.800)	0.124*** (7.210)	0.116*** (7.314)	0.116*** (7.373)
Constante	0.637*** (10.85)	0.661*** (11.30)	0.589*** (26.00)	0.589*** (25.54)
Observações	628	643	643	628
R-squared	0.106	0.092	0.100	0.095
r2_a	0.0948	0.0838	0.0910	0.0863
F	9.209	10.78	11.72	10.87
Media do VIF	1,24	1,21	1,31	1,22

Fonte: Elaborado pelos autores a partir das saídas do Stata. (1) Estatística t entre parênteses. (2) Os asteriscos indicam significância estatística em 1% (***), 5% (**) e 10% (*).

Com base nos resultados dos modelos apresentados é possível aceitar a terceira hipótese, que preconiza uma relação positiva entre o “endividamento”, avaliado pelo Endividamento de longo prazo dividido pelo Ativo Total, e o nível de divulgação das companhias. Isso no Modelo 1 (Geral) a 5% de significância e no Modelo 3 (Endividamento) a 1%. Considerando que as companhias de Capital Fechado, diferente das companhias de Capital Aberto, possuem como principais fontes de financiamento os bancos e as financeiras é realmente esperado que haja maior evidenciação nos casos de empresas mais endividadas. Isso pela necessidade de maior transparência, a fim de auferir melhores relacionamentos, sobretudo, com o foco em menores taxas de juros em futuras operações de crédito.

A variável de controle “Idade” foi significativa em todos os modelos a 1%, o que confirma que quanto mais madura a empresa maior é o nível de disclosure. A presença de uma auditoria *Big Four* foi também significativa e positiva nos modelos 2, 3 e 4 e de acordo com sinal esperado.

Os resultados dos modelos 2, 3 e 4, corroboram com os estudos que verificaram melhores níveis de *disclosure* (qualitativo e quantitativo) em empresas auditadas por *Big Four* (Archambault & Archambault, 2003; Van Caneghem & Campenhout, 2010; Lardon & Dellof, 2013). São duas as possibilidades explicativas para esse fato: (i) de um lado a presença de uma *Big four* serve de subsídio para evidenciações de melhor qualidade, por outro lado; (ii) conforme destacam Murcia e Santos (2009), as auditorias *Big four* costumam não se associar a empresas com baixo nível de evidenciação a fim de manter sua reputação.

Não foi possível confirmar em nenhum modelo a hipótese dois a qual estabelece que o desempenho econômico, avaliado pela variação da receita líquida, aumenta o nível de *disclosure* das empresas. Em estudos como o de Bushman e Smith (2001), melhores desempenhos empresariais tenderiam a ser seguidos por maiores níveis de *disclosure*, a fim de atrair novos investidores ao ser revelada uma boa oportunidade de negócio. Todavia, essa



parece ser uma realidade inequívoca para companhias de Capital Aberto, que tendem a possuir uma maior liquidez e giro de acionistas. Já para as companhias de Capital Fechado, a dinâmica de compra e venda de ações é restrita a poucos grupos empresariais e, nesse sentido, a assimetria informacional é menor devido ao maior acesso dos acionistas à informação. Nesse caso, acredita-se que não há incentivos para que se incorra em custos de evidenciação a fim de revelar boas notícias no tocante ao desempenho.

Já em relação aos setores aqui classificados como Comércio, Indústria e Serviço, foram encontrados resultados significativos e positivamente relacionados apenas no Modelo 1, para o setor Indústria. Ainda em relação ao tamanho, é importante lembrar as previsões de Watts e Zimmerman (1990) e a sua hipótese dos custos políticos. Para esses autores, as empresas de grande porte estão sujeitas a importantes custos políticos (monitoramento, atendimento, processual e evidenciação), estando sempre no foco dos diversos usuários, o que seria o motivador para um maior nível de evidenciação.

Por fim, é importante ressaltar que alguns resultados aqui encontrados estão na contramão do que descobriu Silva (2014), ao também estudar companhias de Capital Fechado, embora seu estudo tenha focado somente em Pequenas e Médias Empresas. Uma amostra disso é que, em seu estudo, o autor não encontrou significância na variável “endividamento”, porém verificou relevância na variável “tamanho”. Acredita-se que a divergência de resultados refira-se à segmentação da amostra e à metodologia para quantificar e qualificar o *disclosure*.

5. CONCLUSÕES

Este artigo buscou entender os fatores explicativos do nível de *disclosure* das companhias de Capital Fechado. A opção pelo Capital Fechado se deve ao fato de que os estudos empreendidos até o momento no Brasil privilegiarem as companhias de Capital Aberto.

A despeito da existência das normas para o *disclosure* obrigatório de informações contábeis, verificou-se que um importante contingente de empresas não cumpre a norma, o que aparece na apuração de um índice de *disclosure* obrigatório médio de 0,65, do total de um (1) possível. Ou seja, os resultados descritivos revelaram heterogeneidades no processo de evidenciação das empresas, mostrando que em certos casos os aspectos normativos não têm sido determinantes para motivar a divulgação.

A desatenção no que tange à divulgação do padrão contábil pode ser reveladora do desinteresse no processo de divulgação como um todo. É possível que esse desinteresse se explique pelas dificuldades no que tange ao processo regulador e/ou fiscalizador. Índícios disso estão no baixo percentual médio de divulgação das empresas que não informaram o padrão, bem como a baixa aderência a publicações dos relatórios da administração.

Quando analisada a presença de auditorias nas empresas, verificou-se a tendência de maior índice de *disclosure* naquelas empresas que contam com auditoria, sobretudo quando esta se trata de uma *big four*.

Os resultados alcançados também revelam uma aproximação dos fatores explicativos do nível de *disclosure* de companhias de Capital Aberto e Fechado, tal como a presença de *Big four* e o endividamento. Entretanto, residem importantes diferenças que chamaram a atenção durante a análise. Veja-se que o modelo de Regressão, por meio dos testes, foi possível aceitar apenas a hipótese 3 (H_3), a hipótese de endividamento. Para essa hipótese, que espera uma relação positiva entre os níveis de *disclosure* e as necessidades de obtenção de crédito, a explicação passa pela necessidade de as empresas manterem transparência diante de seus credores, sobretudo por meio de divulgação de boas notícias. Ou seja, quanto maior o endividamento, maior a necessidade de prestação de contas.



Já para as hipóteses 1 (H_1) e 2 (H_2) os testes não apresentaram significância estatística em nenhum dos modelos. No caso do tamanho (H_1), a explicação passa pelo fato de a análise se circunscrever ao *disclosure* obrigatório, diferente das análises aplicadas para as companhias de capital aberto, que em geral analisam o *disclosure* voluntário. Já para a hipótese de desempenho influenciando positivamente o *disclosure* (H_2), uma explicação para a baixa significância passa pelas características dessa natureza jurídica específica, as companhias de Capital Fechado. Por terem, em média, poucos acionistas, parecem ser raros os momentos em que a empresa precisa divulgar boas notícias para atrair novos investidores.

As idiosincrasias internas do campo de análise das companhias de Capital Fechado, ressaltada inclusive pelos resultados contraditórios em relação a outros trabalhos sobre *disclosure*, aponta para a necessidade de se realizarem novos estudos incorporando novos modelos e testando outras bases de dados. Novos estudos podem se debruçar sobre as motivações específicas para aumentar ou reduzir o *disclosure*, bem como buscar o entendimento sobre questões relacionadas ao custo-benefício da divulgação.

REFERÊNCIAS

- Akerlof, G. A. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- Alencar, R. C.; Lopes, A. B (2005). Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. In: Anais Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, sp, Brasil5. 2005.
- Archambault, Jeffrey; Archambault, Marie. A multinational test of determinants of corporate disclosure. *International Journal of Accounting*, v. 38, p. 173-194, 2003.
- Baiman, S.; Verrecchia, R. the Relation among Capital Markets, Financial disclosure, Production efficiency, and Insider Trading.", *Journal of accounting research* (Spring, 1996): 1-22.
- Ball, R., Kothari, S.P., Robin, A., 2000. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting & Economics* 29, 1–52.
- Beaver, W., *Financial reporting: an accounting revolution*. Prentice-Hall, Englewood Cliffs, NJ. 1998.
- Botosan, Christine. Disclosure level and cost of equity capital. *The Accounting Review*, v. 72, p. 323-349, 1997.
- Brasil. Congresso Nacional. Lei nº 6.404/1976
- Brasil. Congresso Nacional. Lei nº 10.406/2002
- Brasil. Congresso Nacional. Lei nº 11.638/2007
- Brasil. Congresso Nacional. Lei nº 11.941/2008
- Brasil. Congresso Nacional. Lei nº 12.249/2010
- Brasil. Congresso Nacional. Lei nº 12.973/2014
- Brasil. Congresso Nacional. Conselho Federal de Contabilidade. Resolução nº 1.185/2009, aprova a NBC-TG 26.
- Brasil. Congresso Nacional. Conselho Federal de Contabilidade. Resolução nº 1.255/2009, aprova a NBC-TG 1000.
- Bushman, R.; J. Smith A. Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*. V.32, p. 237-333, 2001.
- Bushman, R.; Piotroski, J. Smith A. What determines corporate transparency? *Journal of Accounting Research*, v. 42, p. 207-253, 2004.
- Bushman, Robert M.; Piotroski, Joseph D. Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting and Economics*. 2005.



- Chajet, C. Corporate reputation and the bottom line. *Corporate Reputation Review*, 1, 19-23, 1997.
- Dantas, J. A.; Zendersky, H. C.; Santos, S. C.; Niyama, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. *Revista Economia e Gestão*, PUC Minas, Belo Horizonte, v. 5, n. 11, p. 56-76, dez. 2005.
- Depoers, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, 9, 245–263.
- Diamond, Douglas; Verrecchia, Robert. Disclosure, liquidity and the cost of capital. *Journal of Finance*, v. 46, p. 1325-1360, 1991.
- Dye, Ronald. An evaluation of ‘essays on disclosure’ and the disclosure literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, p. 181-235, 2001.
- Dye, Ronald. Disclosure of nonproprietary information. *Journal of Accounting Research*, v. 23, p. 123-145, 1985.
- Gomes, A. L. O.; Carvalho, L. N.; Cardoso, R. L.; Almeida, J. E. F. Informação para decisão econômica. In: Almeida, J. E. F.; Cardoso, R. L.; Rodrigues, A.; Zanoteli, E. J. (Coord.). *Contabilidade das Pequenas e Médias Empresas*. Rio de Janeiro, Campus Elsevier, 2014.
- Grossman, S. J.; Hart, O. D. *Disclosure Laws and Takeover Bids*. *The Journal of Finance*. v. 35, n. 2, p. 323 – 334, 1980.
- Healy, P.; Palepu, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, p. 405-440, 2001.
- Jensen, M.; Meckling, W. Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.
- Kothari, S.P. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31 (2001) 105–231.
- Lanzana, Ana Paula. Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras. 2004. 165p. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Lardon, A.; Deloof, M. Financial disclosure by SMEs listed on a semi-regulated market: evidence from the Euronext Free Market. *Small Business Economics*, v. 42, i. 2, pp 361-385, 2014.
- Leftwich, R., 1980. Market failure fallacies and accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, 2, 193–211.
- Lima, G. A. S. F de. Utilização da Teoria da Divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras. 2007. 118 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade). - Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- Lopes, A. B.; de Alencar, R. C. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. *The International Journal of Accounting*, v. 45, n. 4, p. 443-464, 2010.
- Martinez, A. L. Analisando os analistas: estudo empírico das projeções de lucros e das recomendações dos analistas de mercado de capitais para as empresas brasileiras de capital aberto. 2004. Tese (Doutorado em Administração de Empresas)–Fundação Getulio Vargas, São Paulo, 2004.
- Milgron, P. R. Good news and bad news: representation theorems and applications. *The Bell Journal of Economics*. v. 12, n. 2, p. 380 – 391, 1981.
- Murcia, F. D.; Santos, A. D. Fatores determinantes do nível de Disclosure Voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, v. 3, n. 2, p. 72-95, 2009.



- Oda, P. Transações com partes relacionadas, governança corporativa e desempenho: um estudo com dados em painel. 2011. 98 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.
- Raffournier, B. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review*, 4, 261–280, 1995.
- Salotti, B. M.; Yamamoto, M. M.. Ensaio Sobre a Teoria da Divulgação. *BBR - Brazilian Business Review*, vol. 2, núm. 1, enero-junio, 2005, pp. 53-70.
- Santos, Edilene Santana; Ponte, Vera Maria Rodrigues and Mapurunga, Patrícia Vasconcelos Rocha. Adoção Obrigatória do IFRS no Brasil (2010): Índice de Conformidade das Empresas com a Divulgação Requerida e Alguns Fatores Explicativos. *Rev. contab. finanças*. [online]. 2014, vol.25, n.65, pp. 161-176.
- Scott, William R. *Financial accounting theory*. 6th ed. Toronto: Pearson Canada, 2012.
- Silva, A. A. Relação entre o nível de disclosure e as características das pequenas e médias empresas no processo de convergência: uma análise em sociedades anônimas de Capital Fechado. (Dissertação de Mestrado), Programa de Pós-Graduação em Contabilidade da Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória –ES, 2014.
- Skinner, D. J. (1997). Earnings disclosures and stockholder lawsuits. *Journal of Accounting and Economics*, 23, 249–282.
- Stocken, P. C. (2000). Credibility of voluntary disclosure. *The Rand Journal of Economics*, 31, 359–374.
- Verrecchia, R. E. Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5 (3): 179-194. 1983.
- Verrecchia, R. E. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, n. 32, p. 97-180, 2001.
- Watts, R. L.; Zimmerman, J.L. Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*. V.65, n.1, 1990.
- Yamamoto, M. M.; Salotti, B.. M. Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.