

**FUNDAÇÃO INSTITUTO CAPIXABA DE PESQUISAS EM
CONTABILIDADE, ECONOMIA E FINANÇAS - FUCAPE**

PAULO HENRIQUE AMARAL RODY

***DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO E CAPTAÇÃO DE FINANCIAMENTOS
VIA EMISSÃO DE AÇÕES**

**VITÓRIA
2018**

PAULO HENRIQUE AMARAL RODY

***DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO E CAPTAÇÃO DE FINANCIAMENTOS
VIA EMISSÃO DE AÇÕES**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientador: Dr. Valcemiro Nossa

**VITÓRIA
2018**

PAULO HENRIQUE AMARAL RODY

***DISCLOSURE VOLUNTÁRIO E CAPTAÇÃO DE FINANCIAMENTOS
VIA EMISSÃO DE AÇÕES***

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 10 de outubro de 2018.

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr.: VALCEMIRO NOSSA

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças

Prof. Dra.: SILVÂNIA NÉRIS NOSSA

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças

Prof. Dr.: AZIZ XAVIER BEIRUTH

Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças

Dedico este trabalho aos meus
pais: Ercília Amaral Rody e
José da Silva Rody; aos meus
irmãos e a minha amada
esposa: Nilmara Oliveira da
Luz.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a toda equipe de colaboradores da FUCAPE, em especial aos professores, que a partir dos seus ensinamentos, tornaram possível a ampliação e o fortalecimento dos meus conhecimentos: teórico, prático e científico. Agradeço ao privilégio de ter tido como orientadores de pesquisa os professores: Dr. Valcemiro Nossa e Dra. Silvânia Nêris Nossa, que por meio da orientação deles foi possível a conclusão desta Dissertação.

Agradeço aos meus amigos de sala de aula pela companhia e ajuda em todas as disciplinas ao longo do Mestrado. Agradeço aos meus irmãos pela ajuda e incentivo para alcançar essa meta extremamente importante para a minha vida pessoal e profissional.

Dedico este trabalho àqueles que tornaram possível a minha jornada até o presente momento, sem os quais, essa conquista ficaria vazia de significado, aos meus pais: Ercília Amaral Rody e José da Silva Rody. Pois, sem eles eu jamais teria chegado até aqui, uma vez que com seus esforços significativos formaram a minha personalidade e o meu caráter e sempre me incentivaram a estudar de forma contínua.

Dizem que por trás de um grande homem sempre existe uma grande mulher. Não sei se sou um grande homem, mas com certeza, existe uma grande mulher em minha vida: minha amada esposa, Nilmara Oliveira da Luz. Agradeço a ela: pela parceria e dedicação ao longo desses 12 anos de relacionamento; pelo incentivo em perseverar e jamais desistir das minhas metas e por último, mas não menos importante, pela sua paciência, afinal, não é fácil ser esposa de alguém que tem como meta estudar de forma profunda e continuada.

RESUMO

O *disclosure* voluntário pode atrair mais financiamentos para uma empresa devido a minimização do risco de aplicação de capital por parte dos investidores. Dado esse panorama, os objetivos deste estudo foram verificar se o *disclosure* voluntário é capaz de aumentar o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das companhias e analisar se o volume de captação de financiamentos via emissão de ações proporciona o aumento do *disclosure* voluntário das companhias. Para alcançar tais objetivos foram estimados 2 modelos econométricos de Regressão Linear Múltipla que encontraram os seguintes resultados: quanto maior o nível de *disclosure* voluntário, em média, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas não financeiras listadas na B3; quanto maior o tamanho da empresa, em média, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas; quanto maior a liquidez acionária, em média, maior a captação de financiamentos via emissão de ações das empresas; quanto maior a rentabilidade das empresas menor a captação de financiamentos via emissão de ações das empresas não financeiras listadas na B3; quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas não financeiras listadas na B3; e quanto maior o tamanho da empresa, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas não financeiras listadas na B3.

Palavras-Chave: *Disclosure* Voluntário; Recursos Financeiros; Emissão de Ações.

ABSTRACT

Voluntary disclosure may attract more financing to a company because of the minimization of investors' risk of investing capital. Given this scenario, the objectives of this study were to verify if the voluntary disclosure is able to increase the volume of fund raising through the issuance of shares of the companies and to analyze if the volume of funding through the issuance of shares provides an increase in the voluntary disclosure of companies. In order to reach these objectives, two econometric models of Multiple Linear Regression were estimated, which found the following results: the higher the level of voluntary disclosure, the higher the volume of funding from the issuance of shares of the non-financial companies listed in B3; the larger the size of the company, the larger the volume of financing through the issuance of shares of companies; the higher the share liquidity, on average, the higher the funding obtained through the issuance of shares of the companies; the higher the profitability of the companies, the lower the funding obtained through the issuance of shares of the non-financial companies listed in B3; the higher the volume of funds raised through the issuance of shares, the higher the level of voluntary disclosure of the non-financial companies listed in B3; and the larger the company size, the higher the level of voluntary disclosure of non-financial companies listed on B3.

Keywords: Voluntary Disclosure; Financial Resources; Issue of Shares.

SUMÁRIO

Capítulo 1	8
1 INTRODUÇÃO	8
Capítulo 2	16
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	16
2.1 DISCLOSURE VOLUNTÁRIO E CAPTAÇÃO DE FINANCIAMENTOS.....	16
2.2 <i>DISCLOSURE</i> VOLUNTÁRIO E MEDIDAS DE DESEMPENHO ORGANIZACIONAL	18
2.3 RESULTADOS DE ESTUDOS ASSEMELHADOS AO TEMA.....	20
2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA	20
Capítulo 3	24
3 METODOLOGIA	24
3.1 AMOSTRA INICIAL.....	24
3.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES	25
3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE INTERESSE.....	26
3.4 VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE CONTROLE	27
3.4.1 Tamanho da empresa	28
3.4.2 Retorno sobre o ativo (ROA)	28
3.4.3 Alavancagem financeira.....	28
3.4.4 Liquidez acionária.....	29
3.4.5 Liquidez corrente	29
3.5 MODELOS ECONOMETRÍCOS	30
3.6 AMOSTRA FINAL	33
Capítulo 4.....	35
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS	35
4.1 RESULTADOS DAS EQUAÇÕES 3 E 4.....	35
4.1.1 Comportamento das variáveis.....	35
4.1.2 Matriz de correlação	36
4.1.3 Regressão linear múltipla - Equação 3	37
4.1.4 Regressão linear múltipla - Equação 4	40
Capítulo 5.....	44
5 CONCLUSÃO	44
REFERÊNCIAS.....	47

Capítulo 1

1 INTRODUÇÃO

O *disclosure* voluntário, que é a divulgação das informações contábeis, financeiras e econômicas de forma voluntária por parte de uma entidade, tem o papel de complementar o *disclosure* obrigatório com o intuito de reduzir a assimetria informacional para facilitar para investidores e analistas o entendimento da contabilidade bem como dos relatórios financeiros (ALMEIDA; RODRIGUES, 2017; CONSONI; COLAUTO, 2016). Nesse contexto, a assimetria de informação pode gerar distorções para os relatórios de informações contábeis. Essa assimetria de informações pode ser reduzida pelo *disclosure* voluntário (SCOTT, 2015; BEYER; GUTTMAN, 2012; LAMBERT; LEUZ; VERRECCHIA, 2007).

A alta competitividade do mercado de ações brasileiro e mundial leva as organizações a adotarem diversas estratégias para captar financiamentos e tentar superar as empresas concorrentes no mercado. Dado esse panorama, é possível que os investidores consigam diminuir o risco de aplicação de capital em determinada empresa, por meio da redução de assimetria informacional, obtida por intermédio do *disclosure* voluntário (CHUNG et al., 2017). Diante desse cenário, para Allee e Deangelis (2015); Gong, Li e Zhou (2013) a redução de assimetria informacional obtida por meio do *disclosure* voluntário aumenta a confiabilidade dos investidores. Nessa mesma linha, para Li (2017) por intermédio do *disclosure* voluntário, uma empresa pode atrair mais financiamentos por meio da redução da assimetria informacional.

Assim como o *disclosure* voluntário pode influenciar o volume de captação de financiamentos, uma empresa com maior volume de captação de financiamentos também pode elevar o seu nível de *disclosure* voluntário. Como destacou Elfeky (2017) que empresas com maior estabilidade financeira obtêm maiores níveis de *disclosure* voluntário. Portanto, para empresas que possuem melhor desempenho econômico e financeiro, por exemplo, aquelas que detêm maior volume de captação de financiamentos, esse parâmetro pode elevar a credibilidade de suas informações divulgadas, o que conseqüentemente, pode aumentar os seus níveis de evidênciação voluntária (SILVA; ONUSIC, 2014). Não obstante, determinados gerentes tendem a utilizar o *disclosure* voluntário para mitigar os efeitos negativos da divulgação de más notícias constantes nos relatórios financeiros e contábeis evidenciados aos usuários externos das informações contábeis (DAYANANDAN; DONKER; KARAHAN, 2017; GUAY; SAMUELS; TAYLOR, 2016).

Destaca-se alguns estudos sobre o *disclosure* voluntário produzidos pela literatura internacional, como Chung et al. (2017) que identificaram que o *disclosure* voluntário reduz o nível de incerteza dos investidores, podendo elevar a captação de financiamentos das empresas da Ucrânia. Nessa mesma linha, para Bourveau e Schoenfeld (2017) o *disclosure* voluntário pode atrair mais financiamentos para as empresas dos Estados Unidos da América, devido à redução de assimetria de informações e da minimização do risco de aplicação de capital por parte dos investidores. Li (2017) também destacou que o *disclosure* voluntário pode atrair mais financiamentos para as empresas da China, por meio da redução da assimetria informacional, aumentando a confiança dos investidores.

As pesquisas da literatura brasileira sobre *disclosure* voluntário tiveram foco na relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital, como Lima (2009)

que evidenciou que quanto maior o nível de *disclosure* voluntário, menor o custo de capital de terceiros. Nessa mesma linha, para Fernandes (2013) o *disclosure* voluntário de informações positivas ou negativas não influenciou o custo da dívida das empresas brasileiras. Já a pesquisa de Rufino e Machado (2017) destacou que a divulgação voluntária social influencia a rentabilidade das empresas de capital aberto brasileiras. Enquanto Consoni, Colauto e Lima (2017) concluíram que não houve influência da divulgação voluntária sobre o gerenciamento de resultados das empresas brasileiras de capital aberto.

De forma paralela a esse cenário, uma empresa que apresenta melhor capacidade financeira tende a possuir um maior nível de *disclosure* voluntário (WEN, 2013). Nessa mesma linha de pesquisa, para Murcia e Santos (2012) uma empresa que possui informações contábeis com maior qualidade, tende a possuir maior nível de *disclosure* voluntário, nesse sentido, espera-se que quanto maior a captação de financiamentos via emissão de ações maior o *disclosure* voluntário das empresas.

Corroborando com esse cenário, Jankensgard (2015) menciona que empresas que obtêm novos financiamentos, têm um nível de *disclosure* voluntário maior do que empresas que adquirem menos financiamentos, ou seja, existe uma correlação positiva entre o volume de captação de financiamentos e o nível de *disclosure* voluntário das entidades. Destacam-se também as pesquisas de Karajeh, Ibrahim e Lode (2017); Egbunike e Tarilaye (2017) que evidenciaram que medidas de *performance* econômica e financeira elevadas podem aumentar o nível de *disclosure* voluntário das firmas, portanto, empresas que possuem maior volume de captação de financiamentos, tendem a obter maiores níveis de *disclosure* voluntário.

Dessa forma, conforme detalhado anteriormente, tanto a literatura internacional quanto a nacional, constataram que o *disclosure* voluntário pode atrair mais

financiamentos para uma empresa devido a minimização do risco de aplicação de capital por parte dos investidores. Nessa literatura, destacam-se a pesquisa de Li (2017) que teve foco no benefício da divulgação voluntária sobre a projeção de lucros futuros em relação a captação de financiamentos; a de Bourveau e Schoenfeld (2017) que se concentraram na relação da divulgação voluntária sobre a previsão de vendas futuras em relação a captação de financiamentos; e a de Chung et al. (2017) que analisaram a relação da qualidade das informações divulgadas voluntariamente e a captação de financiamentos.

No entanto, nenhuma dessas pesquisas realizaram uma análise da influência do *disclosure* voluntário sobre a captação de financiamentos de forma aprofundada, assim como não utilizaram a *proxy* emissão de ações como variável dependente ou como variável independente para mensurar a captação de financiamentos, a fim de identificar sua relação com o *disclosure* voluntário.

Nesse sentido, este estudo busca acrescentar à literatura evidências com maior enfoque sobre a relação entre o *disclosure* voluntário e a captação de financiamentos via emissão de ações, destacando o papel do *disclosure* voluntário como ferramenta de redução de assimetria informacional capaz de diminuir o risco e elevar o nível de confiança de investidores na aplicação de capital, utilizando como *proxy*, a emissão de ações. Nessa linha, ressalta-se que a divulgação voluntária das informações contábeis, tem como principal objetivo a redução da assimetria informacional com os *stakeholders*, para otimizar o desempenho de uma organização, por meio do aumento do volume de financiamentos para uma empresa (BOURVEAU; SCHOENFELD, 2017).

Dado esse panorama, formularam-se duas questões de pesquisa - questão de pesquisa 1: **o nível de *disclosure* voluntário aumenta a captação de**

financiamentos via emissão de ações das empresas? Questão de pesquisa 2: a captação de financiamentos via emissão de ações aumenta o nível de *disclosure* voluntário das empresas?

Assim, a pesquisa tem como objetivos verificar se a evidenciação voluntária das informações contábeis é capaz de aumentar o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das companhias e analisar se o volume de captação de financiamentos via emissão de ações proporciona o aumento da evidenciação voluntária das companhias. Ou seja, identificar se o nível de *disclosure* voluntário tem influência positiva sobre a captação de financiamentos via emissão de ações (recursos financeiros) das empresas e se a captação de financiamentos via emissão de ações tem influência positiva sobre o nível de *disclosure* voluntário das empresas.

Diante de um mercado acionário global altamente competitivo, as empresas necessitam de estratégias para maximizar desempenho econômico e financeiro, para terem a capacidade de superar seus concorrentes. Dentro desse cenário, a existência de assimetria informacional reduz a confiança e aumenta o risco de aplicação de capital dos investidores (LI, 2017). Assim, para que investidores consigam reduzir o risco de aplicação de capital em determinada empresa, faz-se necessário utilizar algum mecanismo que seja capaz de reduzir a assimetria de informações existente entre empresa e investidores. Nesse sentido, o *disclosure* voluntário pode ser capaz de reduzir a assimetria informacional, o que diminui o risco e aumenta a confiança dos investidores na aplicação de capital, podendo atrair dessa forma, mais financiamentos para uma unidade empresarial, maximizando sua *performance* econômica e financeira.

Por isso, a relevância desta pesquisa no âmbito nacional e internacional, reside em evidenciar a possibilidade de uma organização aumentar a captação de financiamentos via emissão de ações por meio do *disclosure* voluntário, acrescentando essas evidências de forma empírica à literatura atual.

Como contribuição teórica, os resultados deste estudo tanto no cenário nacional quanto no contexto internacional, complementarão os dados empíricos existentes na literatura atual, sobre a relação do *disclosure* voluntário com a captação de financiamentos, por meio da *proxy* emissão de ações. E como contribuição prática, destacarão empiricamente para empresas e investidores, o *disclosure* voluntário como ferramenta capaz de elevar o volume de captação de financiamentos de uma empresa, otimizando sua *performance* econômica e financeira. Uma vez que as entidades possuem como meta principal o aumento da captação de financiamentos para maximizar desempenho.

Trata-se de uma pesquisa empírica, que para o seu desenvolvimento contou-se com uma amostra composta por todas as empresas da B3 (649 empresas) menos as empresas financeiras (122 companhias), restando uma amostra inicial de 527 empresas do período de 2010 a 2017 (8 anos), perfazendo um total de 4216 observações referente a amostra inicial da pesquisa. Adotou-se uma amostra grande com amplitude temporal elevada, com o intuito de fazer uma análise mais detalhada acerca do tema e elevar o nível de robustez dos resultados.

O modelo econométrico de Regressão Linear Múltipla (estimado pela Equação 3), teve como variável dependente a *proxy* emissão de ações, tendo em vista que uma empresa ao emitir ações, tem como principal intenção captar recursos financeiros no mercado acionário, ou seja, obter financiamento por meio de recursos próprios. E como variável independente de interesse, foi utilizado o *disclosure* voluntário, obtido

por meio do nível de *disclosure* voluntário de cada empresa, que foi mensurado a partir da adaptação e atualização do modelo de construção do índice de *disclosure* voluntário de Murcia e Santos (2009). Também foram incluídas no modelo econométrico, outras cinco variáveis de controle, a fim de garantir a robustez dos resultados da pesquisa.

Enquanto o modelo econométrico de Regressão Linear Múltipla (estimado pela Equação 4), teve como variável dependente a *proxy disclosure* voluntário, tendo como variável independente de interesse a emissão de ações. Ou seja, foi utilizado o mesmo modelo econométrico de Regressão Linear Múltipla (conforme Equação 3), explicado no parágrafo anterior, porém com a inversão de posição das variáveis dependente e independente de interesse, com o objetivo de verificar também se o volume de captação de financiamentos via emissão de ações proporciona o aumento do *disclosure* voluntário das empresas.

Para a Equação 3, a pesquisa encontrou como resultado que quanto maior o nível de *disclosure* voluntário, em média, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas não financeiras listadas na B3; quanto maior o tamanho da empresa, em média, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas; quanto maior a liquidez acionária, em média, maior a captação de financiamentos via emissão de ações das empresas; e quanto maior a rentabilidade das empresas menor a captação de financiamentos via emissão de ações das empresas não financeiras listadas na B3.

Já para a Equação 4, a pesquisa encontrou como resultado que quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas não financeiras listadas na B3; e quanto

maior o tamanho da empresa, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas não financeiras listadas na B3.

As próximas partes da pesquisa estão organizadas desta forma: (2) Referencial Teórico: foram abordados os assuntos pertinentes relacionados ao tema deste estudo, tais como a relação entre o *disclosure* voluntário com financiamentos e desempenho econômico; estudos anteriores assemelhados, bem como foram formuladas as hipóteses de pesquisa com base na literatura; (3) Metodologia: foi evidenciado como os dados da pesquisa foram coletados e analisados, bem como os demais aspectos relevantes relacionados à metodologia da pesquisa; (4) Descrição e Análise dos Resultados: foram apresentadas as principais informações da coleta de dados, bem como a estatística descritiva sobre o comportamento das variáveis, seguida dos resultados dos 2 modelos de Regressão Linear Múltipla; e (5) Conclusão: apresentaram-se os principais resultados com as inferências do autor e as sugestões para pesquisas futuras.

Capítulo 2

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 DISCLOSURE VOLUNTÁRIO E CAPTAÇÃO DE FINANCIAMENTOS

Por meio do *disclosure* voluntário uma empresa pode atrair mais financiamentos (BOURVEAU; SCHOENFELD, 2017). Outro fator relevante oriundo do *disclosure* voluntário, é o aumento que este gera na credibilidade das informações divulgadas, como destacam Chung et al. (2017); Allee e Deangelis (2015); Gong, Li e Zhou (2013) as empresas que divulgam voluntariamente suas informações, garantem a confiabilidade de seus relatórios financeiros junto aos usuários das informações contábeis. Para Wen (2013) por meio da transmissão de informações relevantes para o mercado, a divulgação voluntária leva a preços mais precisos, uma vez que o mercado é capaz de saber o benefício do investimento, o que aumenta a captação de financiamentos de uma empresa.

Para Li e Yang (2016); Consoni e Colauto (2016) a adoção do *International Financial Reporting Standards (IFRS)* aumentou o nível de divulgação de informações voluntárias por parte das empresas. Dessa forma, em um mercado em que as mudanças no cenário econômico são constantes, mais empresas optam por divulgar voluntariamente informação contábil à medida que acreditam que essas divulgações lhes dão uma vantagem competitiva (ZARB, 2015). Conforme Shroff et al. (2013); Sun, Yi e Lin (2012) quanto maior o *disclosure* voluntário menor a assimetria de informação de uma entidade. Nesse mesmo contexto, para Shi, Kim e Magnan (2014); Balakrishnan et al. (2014); Verrecchia (2001) o *disclosure* voluntário é capaz de reduzir a assimetria informacional e aperfeiçoar a *performance* de uma entidade.

Assim, essa redução da assimetria informacional diminui as incertezas dos investidores, podendo aumentar a captação de financiamentos para uma entidade (CHUNG et al., 2017).

Para Chen et al. (2016); Murcia e Santos (2012) as empresas que têm seus relatórios contábeis auditados regularmente possuem um nível de *disclosure* voluntário mais elevado. Ou seja, a qualidade da informação contábil eleva a quantidade de informações voluntárias que uma entidade consegue evidenciar.

Nesse sentido, para que as informações divulgadas voluntariamente sejam úteis aos usuários das informações contábeis, elas devem possuir conteúdo informacional relevante, capaz de afetar o processo de tomada de decisão dos *stakeholders* (CHEN; GAVIOS; LEV, 2017; NELSON; PRITCHARD, 2016).

No que se refere a relação entre capacidade financeira de uma entidade e seu nível de *disclosure* voluntário, para Jankensgard (2015) as empresas financeiramente fortes divulgam mais informações voluntárias do que as empresas com situação financeira mais fraca, assim como, as empresas que obtêm novos financiamentos (capital próprio ou de terceiros) têm um *disclosure* voluntário maior do que empresas que adquirem menos financiamentos.

Para Marinovic e Varas (2016) países que possuem leis mais rigorosas podem facilitar a transmissão de informações voluntárias no mercado. Nesse sentido, por meio do *disclosure* voluntário uma empresa pode afetar o preço de mercado de suas ações em seu favor, divulgando ou deixando de evidenciar determinadas informações privadas (WEN, 2013).

Não obstante, apesar de a divulgação voluntária poder afetar positivamente a captação de financiamentos de uma empresa, nem todas as empresas, fazem uso de

tal ferramenta para maximizar seu desempenho econômico. Como destacam Consoni, Colauto e Lima (2017) as decisões de divulgação de informações voluntárias nem sempre serão um fator determinante para as empresas brasileiras.

2.2 *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO E MEDIDAS DE DESEMPENHO ORGANIZACIONAL

No que se refere a relação do *disclosure* voluntário com as medidas contábeis de desempenho organizacional, Karajeh, Ibrahim e Lode (2017); Egbunike e Tarilaye (2017); Consoni e Colauto (2016); Lan, Wang e Zhang (2013) evidenciaram que quanto maior forem a alavancagem financeira e o tamanho de uma empresa maior será o *disclosure* voluntário. Existe uma relação positiva entre o *disclosure* voluntário com o lucro por ação e a governança das empresas (EGBUNIKE; TARILAYE, 2017). Ou seja, quanto maior a divulgação voluntária maior o lucro por ação e governança de uma entidade. Nesse mesmo contexto, a divulgação voluntária está positivamente relacionada ao retorno sobre o ativo (RUFINO; MACHADO, 2017; LAN; WANG; ZHANG, 2013; MURCIA; SANTOS, 2012).

Conforme Schoenfeld (2017); Consoni e Colauto (2016) a divulgação voluntária aumenta a liquidez das ações de uma empresa. Isso significa dizer que por meio da divulgação voluntária de informações uma organização consegue aumentar o valor de seus ativos. Nesse mesmo panorama, para Balakrishnan et al. (2014) as empresas moldam ativamente seus ambientes de informação divulgando voluntariamente mais informações do que são obrigadas e tais esforços melhoram sua liquidez, esta, por consequência, maximiza o resultado e, por sua vez, aumenta o valor da empresa.

Segundo Silva e Onusic (2014) as empresas de maior porte tendem a fornecer mais informações de governança corporativa para o mercado. Nesse mesmo cenário,

as empresas reconhecidas por adotarem as melhores práticas de governança corporativa fornecem mais informações voluntárias aos *stakeholders* (CONSONI; COLAUTO, 2016; SILVA; ONUSIC, 2014).

Além das pesquisas que evidenciam o efeito do *disclosure* voluntário sobre determinadas variáveis, a literatura também traz evidências sobre as variáveis que influenciam o *disclosure* voluntário. Nesse contexto, para Elfeky (2017) existe uma correlação significativa positiva entre o tamanho da empresa, a rentabilidade da empresa e a alavancagem financeira com o *disclosure* voluntário.

Contudo, os argumentos esboçados sobre a relação entre o *disclosure* voluntário e o gerenciamento de resultados, baseiam-se no pressuposto de que a divulgação voluntária consistente pode reduzir o gerenciamento de resultados. Não obstante, a pesquisa de Consoni, Colauto e Lima (2017) concluiu que a divulgação voluntária não reduziu o gerenciamento de resultados das empresas que fizeram parte da amostra. Isso pode ser explicado pelo fato de que várias empresas no Brasil podem não estar interessadas em fornecer uma divulgação voluntária de alta qualidade, porque a maioria dos seus acionistas aproveitam os benefícios privados que flutuam do seu acesso preferencial à informação. Esse fator reduz a importância da demanda potencial do mercado pela informação, o que acaba não reduzindo o gerenciamento de resultados (CONSONI; COLAUTO; LIMA, 2017).

Nesse sentido, nem sempre haverá influência entre o *disclosure* voluntário com a variável do estudo, como destacaram Karajeh, Ibrahim e Lode (2017) que o retorno sobre os ativos das empresas da amostra não estavam significativamente relacionados com a divulgação voluntária.

2.3 RESULTADOS DE ESTUDOS ASSEMELHADOS AO TEMA

O Quadro 1, sintetizou os principais estudos da literatura, sobre a relação entre o *disclosure* voluntário e a captação de financiamentos.

Resultado	Autoria
O <i>disclosure</i> voluntário diminui as incertezas dos investidores, podendo aumentar a captação de financiamentos para uma entidade.	Chung et al. 2017.
Os investidores podem diminuir o risco de aplicação de capital, por meio da redução de assimetria informacional, obtida por meio do <i>disclosure</i> voluntário.	Li (2017).
O <i>disclosure</i> voluntário pode atrair mais financiamentos para uma empresa devido a minimização do risco de aplicação de capital por parte dos investidores.	Bourveau e Schoenfeld (2017).
A redução de assimetria informacional obtida por meio do <i>disclosure</i> voluntário aumenta a confiabilidade dos investidores.	Allee e Deangelis (2015).
O <i>disclosure</i> voluntário é satisfatório para explicar a tomada de decisão dos investidores.	Oluwagbemiga (2014).
A divulgação voluntária leva a preços mais precisos, uma vez que o mercado é capaz de saber o benefício do investimento, o que aumenta a captação de financiamentos de uma empresa.	Wen (2013).

QUADRO 1: LITERATURA SOBRE O *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO E CAPTAÇÃO DE FINANCIAMENTOS

Fonte: Elaborado pelo autor.

O intuito de destacar as pesquisas que possuem objetivos de pesquisas semelhantes aos objetivos deste estudo, foi de ilustrar o panorama atual da literatura sobre a linha de pesquisa da relação entre o *disclosure* voluntário e a captação de financiamentos, além de identificar as lacunas da área científica sobre esse tema que ainda não foram preenchidas pela literatura; e com isso facilitar a comparação dos resultados deste estudo com as evidências encontradas pela literatura.

2.4 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES DE PESQUISA

Para alcançar os objetivos deste estudo que consiste em verificar se o *disclosure* voluntário aumenta o volume de captação de financiamentos via emissão de ações de uma empresa e analisar se o volume de captação de financiamentos via emissão de ações proporciona o aumento da evidência voluntária das

companhias, foram desenvolvidas duas hipóteses de pesquisa referentes as variáveis independentes de interesse (H1) e (H2), descritas a seguir com a justificativa teórica e em seguida a descrição das hipóteses de pesquisa. Já nos parágrafos posteriores as hipóteses de pesquisa (H1) e (H2) deste tópico, foram discriminadas as variáveis de controle deste estudo bem como a fundamentação teórica de cada uma dessas variáveis.

Por meio do *disclosure* voluntário uma empresa pode atrair mais financiamentos (BOURVEAU; SCHOENFELD, 2017; LI, 2017). Nesse mesmo contexto, para Chung et al. (2017) o *disclosure* voluntário por meio da redução da assimetria informacional, pode aumentar a captação de financiamentos para uma organização. Portanto, se espera que o *disclosure* voluntário aumente o volume de captação de financiamentos via emissão de ações de uma entidade.

H1: quanto maior o nível de *disclosure* voluntário maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas.

O *disclosure* voluntário, por sua vez, proporciona a um incentivo de financiamento melhor para a empresa e induz a decisões de financiamentos mais eficientes (WEN, 2013). Ou seja, existe uma relação positiva entre capacidade financeira e divulgação voluntária, por isso, a expectativa é que quanto maior o volume de captação de financiamentos de uma empresa, em média, maior será a evidenciação voluntária. Ou seja, quando uma empresa possui maior volume de captação de financiamentos, isso aumenta a credibilidade das informações divulgadas com os *stakeholders*, pois para uma empresa elevar seu volume de captação de financiamentos, é necessário gerar informações confiáveis e de qualidade para o mercado acionário, o que pode elevar o nível de *disclosure* voluntário de uma entidade (SILVA; ONUSIC, 2014).

H2: quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas.

Conforme Elfeky (2017); Consoni e Colauto (2016) existe uma correlação significativa positiva entre o tamanho da empresa com o *disclosure* voluntário. Nessa mesma linha, segundo Silva e Onusic (2014); Bhatia e Dhamija (2013); Lan, Wang e Zhang (2013) as empresas de maior porte tendem a fornecer maior evidenciação voluntária de informações contábeis e gerenciais para o mercado. De forma paralela a esse cenário, a expectativa é de que quanto maior o porte maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas.

Empresas mais lucrativas tendem a divulgar um número mais elevado de informações para legitimar a sua existência, fazendo com que dessa forma, firmas com maior ROA possuam maior nível de *disclosure* voluntário (HANIFFA; COOKE, 2005). Por isso, se espera que companhias com maior retorno sobre o ativo (ROA) possuam maior volume de captação de financiamentos via emissão de ações.

Há uma influência significativa de forma positiva entre a alavancagem financeira com o *disclosure* voluntário (ELFEKY, 2017; LAN; WANG; ZHANG, 2013). Nesse mesmo foco, para Consoni e Colauto (2016); Murcia e Santos (2012) o nível de endividamento influencia positivamente o índice de divulgação voluntária das entidades. Diante desse panorama, entende-se que empresas com maior grau de endividamento (alavancagem financeira) tendem a apresentar maior volume de captação de financiamentos via emissão de ações.

O nível de liquidez acionária influencia positivamente o índice de divulgação voluntária das entidades (CONSONI; COLAUTO, 2016). Desse modo, se espera que empresas com maior liquidez acionária apresentem maior volume de captação de financiamentos via emissão de ações.

Uma empresa que possui uma liquidez corrente positiva, ou seja, quando sua capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo é maior que 1, significa que quanto maior a liquidez corrente maior será a capacidade dessa empresa em financiar suas carências de recursos financeiros (ASSAF NETO, 2006). Portanto, quanto maior a liquidez corrente de uma empresa maior tende a ser o volume de captação de financiamentos via emissão de ações dessa organização.

Capítulo 3

3 METODOLOGIA

Os objetivos deste estudo consistem em verificar se o *disclosure* voluntário aumenta o volume de captação de financiamentos via emissão de ações de uma empresa e se quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas. Para alcançar tais objetivos, a amostra da pesquisa foi composta por todas as empresas não financeiras do período de 2010 a 2017 listadas na B3.

3.1 AMOSTRA INICIAL

Compõem a amostra não probabilística deste estudo todas as empresas da B3 (649 empresas) menos as empresas financeiras (122 companhias), restando uma amostra final de 527 empresas do período de 2010 a 2017 (8 anos), perfazendo um total de 4216 observações. Adotou-se uma amostra com todas as empresas com dados disponíveis, que permita a análise em painel, com o intuito de fazer uma análise mais detalhada acerca do tema e elevar o nível de inferência estatística, aumentando a robustez dos resultados.

O exercício de 2010 foi selecionado, por ser o primeiro ano de divulgação do Formulário de Referência, este que foi o relatório utilizado para construir o índice de *disclosure* voluntário das empresas, e o exercício de 2017 foi escolhido por ser o ano mais recente. Os dados foram coletados por meio do suporte do *Software Económica*. Foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro, porque

poderiam gerar um resultado com viés de amostra para esta pesquisa, por possuírem características muito específicas não comparáveis com as empresas não financeiras.

O relatório utilizado para a mensuração do *disclosure* voluntário foi o Formulário de Referência exigido pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para as companhias de capital aberto desde 2010, este que é o principal documento de *disclosure* voluntário, porque possui elevado volume de divulgação de informações voluntárias.

3.2 VARIÁVEIS DEPENDENTES

A literatura anterior, como a pesquisa de Li (2017) relata que um dos principais motivos para empresas divulgarem uma maior quantidade de informações é devido a necessidade de captação de financiamentos (recursos financeiros) junto ao mercado de capitais, por exemplo, por meio da emissão de ações. Enquanto a pesquisa de Wen (2013) menciona que existe uma relação positiva entre capacidade financeira e divulgação voluntária.

Dessa forma para alcançar os objetivos desta pesquisa, com o intuito de mensurar a quantidade de ações emitidas pelas empresas que compõem a amostra deste estudo, para a Equação 3, foi utilizada como variável dependente a *proxy* Emissão de Ações, por meio de uma pesquisa junto ao *Software* Económica. Já para a Equação 4, foi utilizada como variável dependente a *proxy* *Disclosure* Voluntário.

3.3 VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE INTERESSE

A variável independente de interesse da Equação 3, foi o *Disclosure* Voluntário, que foi obtido por meio da técnica de análise de conteúdo dos Formulários de Referência presentes no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) das empresas listadas na B3 dos exercícios de 2010 a 2017. De acordo com Bardin (2010) a análise de conteúdo é feita por meio de procedimentos de análise e descrição da base de dados de uma pesquisa, que permitam a inferência das informações sobre a amostra dessa pesquisa. Enquanto a variável independente de interesse da Equação 4, foi a *proxy* Emissão de Ações, por meio de uma pesquisa junto ao *Software* Econômica das empresas listadas na B3 dos exercícios de 2010 a 2017.

Para mensurar a *proxy* do *Disclosure* Voluntário, foi construído um Índice de *Disclosure* Voluntário, baseado na definição de categorias e subcategorias dos elementos que compõem o *Disclosure* Voluntário das empresas, elaborado pela pesquisa de Murcia e Santos (2009). Foram excluídos da *proxy* original de Murcia e Santos (2009) as seguintes subcategorias: Demonstrativo de Fluxo de Caixa, Informações por Segmento, Exposição Cambial e Remuneração dos Administradores, devido ao fato de que o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) tornou obrigatória a divulgação desses itens. Assim, tais informações deixaram de ser consideradas elementos de divulgação voluntária. O resultado foi uma *proxy* composta por 26 itens de *Disclosure* Voluntário conforme discriminado no Quadro 2.

Categoria	Nº	Subcategoria
Ambiente de Negócios	1	Discussão do setor em que a empresa atua.
	2	Relacionamento com fornecedores.
	3	Satisfação dos clientes.
	4	<i>Market share</i> (grau de participação da empresa no mercado).
	5	Identificação dos riscos do negócio.
Atividade Operacional	6	Narrativa da história da empresa.
	7	Aspectos tecnológicos da atividade operacional.
	8	Capacidade produtiva.
	9	Unidades vendidas.

Aspectos Estratégicos	10	Objetivos, planos e metas futuras da empresa.
	11	Principais mercados de atuação.
	12	Política de reinvestimento dos lucros.
	13	Pesquisa e desenvolvimento.
	14	Principais produtos ou serviços da empresa.
	15	Informações sociais e/ou ambientais.
Informações Financeiras	16	Informações contábeis em US GAAP ou IFRS.
	17	Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV).
	18	Preço ou valorização das ações (ON, PN).
	19	Valor de mercado.
	20	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros).
Índices Financeiros	21	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA).
	22	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca).
	23	Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP).
	24	EBITDA.
Governança Corporativa	25	Principais práticas de governança corporativa.
	26	Relacionamento com os investidores.

QUADRO 2: ITENS QUE COMPÕEM A PROXY DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO

Fonte: Adaptado de Murcia e Santos (2009).

A partir das subcategorias do Quadro 2, o nível de *Disclosure* Voluntário foi obtido pelo número de subcategorias evidenciadas por cada empresa, dividido pelo número total de subcategorias (26). Logo, se uma empresa divulgar todas as 26 subcategorias, terá um Índice de *Disclosure* Voluntário de 100%, assim como, se uma empresa divulgar 13 subcategorias terá um Índice de *Disclosure* Voluntário de 50%, e assim sucessivamente. O que é ilustrado pela Equação 1.

$$DISCV = \frac{\sum SD}{TS} \quad (1)$$

Em que:

DISCV = Divulgação Voluntária de cada empresa;

SD = Subcategorias Divulgadas (valor 1, se a subcategoria for divulgada e valor 0, se a subcategoria não for divulgada); e

TS = Total de Subcategorias (26).

3.4 VARIÁVEIS INDEPENDENTES DE CONTROLE

Tendo em vista que outros fatores, além do *Disclosure* Voluntário, podem influenciar a captação de financiamentos de uma organização, foram incluídas nos

modelos econométricos 1 e 2 (Equações 3 e 4 respectivamente), cinco variáveis de controle que mais foram empregadas pela literatura anterior, de modo a não viesar a amostra e garantir a robustez da análise empírica da pesquisa.

3.4.1 Tamanho da empresa

Uma variável de controle utilizada foi a métrica Tamanho da Empresa. A expectativa é de que quanto maior o porte maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas (CONSONI; COLAUTO, 2016). A fonte de coleta de dados dessa métrica foi o *Software Económica*, mensurada por meio do logaritmo natural do ativo total de cada companhia.

3.4.2 Retorno sobre o ativo (ROA)

Foi utilizada como variável de controle a métrica Retorno sobre o Ativo (ROA), que é uma métrica para rentabilidade. Assim, se espera que companhias com maior ROA possuam maior volume de captação de financiamentos via emissão de ações do que empresas que possuem menor ROA (HANIFFA; COOKE, 2005). A fonte de coleta de dados dessa métrica foi o *Software Económica*, calculada por meio da razão entre o lucro líquido sobre o ativo total de cada companhia.

3.4.3 Alavancagem financeira

Outra variável de controle inserida nos modelos econométricos foi a métrica Alavancagem Financeira. Empresas com maior grau de endividamento tendem a apresentar maior volume de captação de financiamentos via emissão de ações, devido a experiência que essas empresas possuem em obter e quitar seus

financiamentos, isso eleva a confiança dos investidores (ELFEKY, 2017). A fonte de coleta de dados dessa métrica foi o *Software Económica*, obtida por meio da divisão do passivo circulante mais o passivo não circulante pelo ativo total de cada companhia.

3.4.4 Liquidez acionária

Uma empresa com maior liquidez acionária sinaliza para os investidores uma maior chance de retorno positivo, por isso, a métrica Liquidez Acionária foi utilizada como variável de controle, pois se espera que empresas com maior liquidez acionária apresentem maior volume de captação de financiamentos via emissão de ações (CONSONI; COLAUTO, 2016). A fonte de coleta de dados dessa métrica foi o *Software Económica*. A Equação 2 de liquidez acionária é dada por:

$$LIQ = 100 \times \left(\frac{Z}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{Y}{V}\right)} \quad (2)$$

Em que:

Z = número de dias em que houve pelo menos um negócio com a ação dentro do período escolhido; P = número total de dias do período escolhido; n = número de negócios com a ação dentro do período escolhido; N = número de negócios com todas as ações dentro do período escolhido; Y = volume em dinheiro de negociações com a ação dentro do período escolhido; e V = volume em dinheiro de negociações com todas as ações dentro do período escolhido.

3.4.5 Liquidez corrente

Por fim, foi utilizada como variável de controle a métrica Liquidez Corrente. A liquidez corrente pode influenciar positivamente o volume de captação de

financiamentos via emissão de ações de uma entidade (ASSAF NETO, 2006). Ou seja, quanto maior a liquidez corrente de uma empresa maior tende a ser o volume de captação de financiamentos via emissão de ações dessa organização. A fonte de coleta de dados dessa métrica foi o *Software Económica*, obtida por meio da divisão do ativo circulante pelo passivo circulante de cada companhia.

3.5 MODELOS ECONOMETRÍCOS

Para verificar se o *disclosure* voluntário das informações contábeis é capaz de aumentar o volume de captação de financiamentos via emissão de ações e se quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações maior o nível de *disclosure* voluntário das companhias listadas na B3, estimou-se os modelos econométricos 1 e 2 de Regressão Linear Múltipla, conforme descritos nas Equações 3 e 4, respectivamente.

(3)

$$CAF_{it} = \beta_0 + \beta_1 DISCV_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ALF_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 LIC_{it} + \varepsilon_{it}$$

(4)

$$DISCV_{it} = \beta_0 + \beta_1 CAF_{it} + \beta_2 TAM_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 ALF_{it} + \beta_5 LIQ_{it} + \beta_6 LIC_{it} + \varepsilon_{it}$$

A descrição das variáveis dependente e independentes presentes nos modelos econométricos das Equações 3 e 4, estão discriminadas no Quadro 3.

Sigla	Descrição	Mensuração	Fonte	Sinal Esperado	Literatura
Variável Dependente - Conforme Equação 3					
CAF	Captação de Financiamentos via Emissão de Ações	Logaritmo natural da quantidade de ações emitidas por cada companhia.	Económica		Chung et al. (2017).
Variável Independente de Interesse - Conforme Equação 3					
DISCV	<i>Disclosure</i> Voluntário	Número de subcategorias de <i>disclosure</i> voluntário divulgadas dividido pelo	CVM	(+)	Li (2017).

		número total de subcategorias.			
Variável Dependente - Conforme Equação 4					
DISCV	<i>Disclosure</i> Voluntário	Número de subcategorias de <i>disclosure</i> voluntário divulgadas dividido pelo número total de subcategorias.	CVM		Silva e Onusic (2014).
Variável Independente de Interesse - Conforme Equação 4					
CAF	Captação de Financiamentos via Emissão de Ações	Logaritmo natural da quantidade de ações emitidas por cada companhia.	Econômica	(+)	Wen (2013).
Variáveis Independentes de Controle - Para as Equações 3 e 4					
TAM	Tamanho da Empresa	Logaritmo natural do ativo total de cada companhia.	Econômica	(+)	Elfeky (2017).
ROA	Retorno sobre o Ativo	Razão entre o lucro líquido sobre o ativo total de cada companhia.	Econômica	(+)	Haniffa e Cooke (2005).
ALF	Alavancagem Financeira	Divisão do passivo circulante mais o passivo não circulante pelo ativo total de cada companhia.	Econômica	(+)	Lan, Wang e Zhang (2013).
LIQA	Liquidez Acionária	$LIQ = 100 \times \left(\frac{Z}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{Y}{V}\right)}$	Econômica	(+)	Consoni e Colauto (2016).
LIC	Liquidez Corrente	Divisão do ativo circulante pelo passivo circulante de cada companhia.	Econômica	(+)	Assaf Neto (2006).

QUADRO 3: VARIÁVEIS DOS MODELOS ECONÔMÉTRICOS DO ESTUDO

Fonte: Elaborado pelo autor.

Sendo que o DISCV foi obtido por meio da Equação (1) conforme tópico anterior (3.3), a Equação da variável LIQA já foi explicada no tópico anterior (3.4.4) e o termo “ ε ” também presente nos modelos econométricos, significa outros fatores não observados que podem afetar a variável dependente. Como técnica de análise de dados foi aplicada a Regressão Linear Múltipla com dados em painel de efeito fixo, por ser a mais adequada para tratamento de dados em que a variável dependente é contínua (WOOLDRIDGE, 2002).

Portanto, o propósito deste estudo foi por meio da Equação 3, verificar se quanto maior o *disclosure* voluntário, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas da B3. E por meio das cinco variáveis independentes de controle, identificar se quanto maior forem: o tamanho da empresa; o retorno sobre o ativo; a alavancagem financeira; a liquidez acionária e a liquidez

corrente, maior será o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas listadas na B3.

E também por meio da Equação 4, identificar se quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas da B3. E por meio das cinco variáveis independentes de controle, identificar se quanto maior forem: o tamanho da empresa; o retorno sobre o ativo; a alavancagem financeira; a liquidez acionária e a liquidez corrente, maior será o nível de *disclosure* voluntário das empresas da B3.

Deve ser levada em consideração a subjetividade existente no processo de construção da *proxy* do *disclosure* voluntário, uma vez que os critérios de seleção, embora sejam estabelecidos por pesquisas anteriores de forma científica, esse processo é feito por meio do julgamento do pesquisador. No entanto, diversas pesquisas no contexto internacional e nacional utilizaram método semelhante de construção dessa *proxy*, e os resultados foram robustos e eficientes.

Destaca-se também que a variável (Emissão de Ações) utilizada nos modelos econométricos deste estudo, é capaz de capturar recursos financeiros para uma entidade, por meio da utilização de recursos próprios da empresa. Ou seja, não foi considerado pela pesquisa, a relação do *disclosure* voluntário com a captação de financiamentos, utilizando como variável, uma medida de captação de recursos financeiros por meio de recursos de terceiros, como empréstimos, por exemplo. Porém, entende-se que a abrangência da variável Emissão de Ações (obtida por meio de recursos próprios) que foi utilizada por este estudo, é maior do que a variável que não foi considerada por este estudo (obtida por meio de recursos de terceiros). Pois, a variável utilizada nos modelos econométricos deste estudo, pode alcançar a todos

os investidores e demais *stakeholders*, algo que a outra variável, faria em menores proporções.

3.6 AMOSTRA FINAL

A amostra inicial foi composta por 4216 observações, sendo todas as empresas não financeiras da B3 dos exercícios de 2010 a 2017 (8 anos). Após a exclusão das empresas que deixaram de divulgar determinadas variáveis (*missing values*), e da exclusão das empresas com Patrimônio Líquido (PL) negativo, e em seguida a eliminação dos *outliers* (valores extremos), a 1% para os valores inferiores e 1% para os valores superiores da amostra, obteve-se uma amostra final de 1953 observações, conforme consta na Tabela 1.

TABELA 1: VARIAÇÃO DA AMOSTRA

Dados	Observações	%
Amostra Inicial	4216	100
<i>Missing Values</i>	1700	40
PL Negativo	523	12
<i>Outliers</i>	40	2
Amostra Final	1953	46

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Nesta Tabela consta a variação da amostra inicial resultando na amostra final do estudo.

Os *missing values* foram eliminados automaticamente da amostra pelo *Software Stata*, tal eliminação ocorreu devido as empresas que deixaram de divulgar determinadas informações. Dessa forma, quando uma empresa não divulgou qualquer uma das variáveis da amostra, mesmo que isso tenha ocorrido apenas em um ano, todas as empresas que se encontraram nessa condição, foram eliminadas da amostra deste estudo.

Todas as empresas com PL negativo foram excluídas da amostra por meio do suporte do *Software Económica*. Tal procedimento metodológico foi adotado devido

ao fato de que empresas com PL negativo presentes na amostra, poderiam distorcer os dados da amostra, gerando um resultado viesado, diferente do resultado real que se pretende alcançar numa pesquisa científica.

Para eliminar os *outliers* da amostra, primeiramente ordenaram-se os dados em ordem crescente, e em seguida, foram excluídas 1% das empresas que possuíam os menores valores, e foram eliminadas 1% das empresas que detinham os maiores valores. Repetiu-se esse procedimento para todas as variáveis em todos os anos da amostra (2010-2017).

Capítulo 4

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Este tópico apresentou no item 4.1 os resultados dos modelos econométricos 1 e 2 (conforme Equações 3 e 4 descritas no tópico 3.5). Tendo em vista que todas as variáveis da Equação 3 estão incluídas na Equação 4, e pelo fato de a matriz de correlação de Spearman ser univariada, ou seja, como as variáveis das duas Equações são iguais, a estatística descritiva e a matriz de correlação para ambas as Equações apresentaram resultados iguais (WOOLDRIDGE, 2002).

Por isso, foram apresentados e analisados uma tabela de estatística descritiva (Tabela 2) e uma tabela de matriz de correlação (Tabela 3) para ambas as Equações 3 e 4.

4.1 RESULTADOS DAS EQUAÇÕES 3 E 4

4.1.1 Comportamento das variáveis

A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva sobre o resumo do comportamento das variáveis presentes nas Equações 3 e 4, contendo o número de observações, a média, o desvio padrão, assim como os valores mínimo e máximo de cada variável.

TABELA 2: COMPORTAMENTO DAS VARIÁVEIS - EQUAÇÕES 3 E 4

Variável	Observação	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
CAF	1953	11,417	2,339	3,142	19,140
DISCV	1953	60,284	15,246	15,000	92,000
TAM	1953	14,258	2,248	1,791	18,964
ROA	1953	3,456	51,753	-11,000	48,547
ALF	1953	1,209	8,249	-121,946	81,141
LIQA	1953	0,164	0,347	0,000	2,710

TABELA 2: COMPORTAMENTO DAS VARIÁVEIS - EQUAÇÕES 3 E 4 (CONTINUAÇÃO)

Variável	Observação	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
----------	------------	-------	---------------	--------	--------

LIC	1953	5,167	33,105	0,012	904,412
------------	------	-------	--------	-------	---------

Fonte: Elaborador pelo autor.

Nota: Esta Tabela de Estatística Descritiva (conforme Equações 3 e 4) contém o número de observações, a média, o desvio padrão e os valores mínimo e máximo de todas as variáveis que compõem o modelo econométrico de regressão linear múltipla com dados em painel de efeito fixo, no período de 8 anos (2010-2017). As quais são CAF (captação de financiamentos via emissão de ações de cada empresa); DISCV (percentual de *disclosure* voluntário de cada empresa); TAM (tamanho de cada empresa); ROA (rentabilidade de cada empresa); ALF (nível de endividamento de cada empresa); LIQA (nível de liquidez acionária de cada empresa) e LIC (capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo de cada empresa).

Com base na Tabela 2, verifica-se que cada variável possui 1953 observações ao longo dos exercícios de 2010 a 2017 que compreendem a série temporal da amostra de 8 anos. As variáveis DISCV e TAM apresentaram as maiores médias (60,28 e 14,25 respectivamente), enquanto as variáveis ALF e LIQA obtiveram as menores médias (1,2 e 0,16 respectivamente). Quanto ao desvio padrão, as variáveis ROA e LIC apresentaram os maiores desvios padrões (51,75 e 33,1 respectivamente), já as variáveis CAF e LIQA demonstraram os menores desvios padrões (2,33 e 0,34 respectivamente). As variáveis LIC e DISCV registraram as maiores amplitudes entre valores mínimo e máximo (0,01 a 904,41 e 15,00 a 92,00 respectivamente), e as variáveis TAM e LIQA obtiveram as menores amplitudes entre valores mínimos e máximos (1,79 a 18,96 e 0,00 a 2,71 respectivamente).

4.1.2 Matriz de correlação

A Tabela 3 apresenta a matriz de correlação de Spearman das variáveis presentes nas Equações 3 e 4, em que constam a existência de correlação positiva ou negativa entre a variável independente de interesse com a variável dependente; e a existência de correlação positiva ou negativa entre a variável independente de interesse com as variáveis independentes de controle.

TABELA 3: MATRIZ DE CORRELAÇÃO DE SPEARMAN - EQUAÇÕES 3 E 4

	CAF	DISCV	TAM	ROA	ALF	LIQA	LIC
CAF	1						
DISCV	0,4876***	1					

TAM	0,5978***	0,6189***	1				
ROA	0,1144***	0,2044***	0,4403***	1			
ALF	0,0343	0,0331	0,0436*	0,0323	1		
LIQA	0,3790***	0,3967***	0,4580***	0,0735**	0,0487**	1	
LIC	-0,0221	-0,1353***	-0,2105***	-0,1174**	-0,0349	-0,0470**	1

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Esta Tabela de Estatística Descritiva contém a Matriz de Correlação de Spearman (conforme Equações 3 e 4) na qual constam as correlações entre as variáveis que compõem o modelo econométrico de regressão linear múltipla com dados em painel de efeito fixo, no período de 8 anos (2010-2017). As quais são CAF (captação de financiamentos via emissão de ações de cada empresa); DISCV (percentual de *disclosure* voluntário de cada empresa); TAM (tamanho de cada empresa); ROA (rentabilidade de cada empresa); ALF (nível de endividamento de cada empresa); LIQA (nível de liquidez acionária de cada empresa) e LIC (capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo de cada empresa). Em que ***, ** e * significa estatisticamente significativo a 1%, 5% e 10% respectivamente.

Por meio da análise da Tabela 3, verificou-se que a variável independente de interesse DISCV possui correlação positiva com a variável dependente CAF, o que significa que quando o DISCV aumenta o CAF também irá aumentar, o mesmo se aplica as variáveis independentes de controle TAM, ROA e LIQA. Já as variáveis de controle ALF e LIC não estão correlacionadas com CAF.

Observa-se também na Tabela 3 que existe correlação entre as variáveis independentes, como a variável TAM que está correlacionada de forma positiva com a variável DISCV a um percentual de 61,89%, sendo esse o maior percentual de correlação entre as variáveis da matriz de correlação. Assim, como esse percentual de correlação entre as variáveis independentes está dentro do limite aceitável (mais próximo de 50% do que de 100%), não há a existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes, o que se existisse, causaria viés na estimação dos coeficientes das variáveis dos modelos econométricos (WOOLDRIDGE, 2002).

4.1.3 Regressão linear múltipla - Equação 3

Os objetivos deste estudo consistiram em verificar se o *disclosure* voluntário aumenta o volume de captação de financiamentos via emissão de ações de uma

empresa (conforme Equação 3); e se quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas (conforme Equação 4). Nesse sentido, a Tabela 4, descreve o resultado da regressão linear múltipla com dados em painel de efeito fixo, da Equação 3, de uma série temporal de 8 anos (2010-2017) das empresas não financeiras listadas na B3.

TABELA 4: REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA - EQUAÇÃO 3

CAF_{it} = β₀ + β₁DISCV_{it} + β₂TAM_{it} + β₃ROA_{it} + β₄ALF_{it} + β₅LIQA_{it} + β₆LIC_{it} + ε_{it}								
CAF	Beta	Erro Padrão	t	P > t 	IC 95 %		Sinal Esperado	Sinal Obtido
DISCV	0,009	0,004	2,02	0,044**	0,00026	0,0193	(+)	(+)
TAM	0,394	0,103	3,82	0,000***	0,191	0,598	(+)	(+)
ROA	-0,00177	0,00095	-1,86	0,064*	-0,00366	0,0001	(+)	(-)
ALF	0,0034	0,0037	0,92	0,357	-0,003	0,01	(+)	(Neutro)
LIQA	0,731	0,18	4,05	0,000***	0,376	1,087	(+)	(+)
LIC	-0,0009	0,0008	-1,05	0,295	-0,002	0,0007	(+)	(Neutro)
CONSTANT E	5,07	1,494	3,39	0,001	2,129	8,011		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Esta Tabela contém o resultado da regressão linear múltipla da Equação 3, com dados em painel de efeito fixo, do período de 8 anos (2010-2017). Sendo CAF (captação de financiamentos via emissão de ações de cada empresa) – como variável dependente contínua; DISCV (percentual de *disclosure* voluntário de cada empresa) – como variável independente de interesse contínua. As demais variáveis são variáveis independentes de controle – ambas contínuas: TAM (tamanho de cada empresa); ROA (rentabilidade de cada empresa); ALF (nível de endividamento de cada empresa); LIQA (nível de liquidez acionária de cada empresa) e LIC (capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo de cada empresa). Em que os símbolos *, ** e *** significam que o coeficiente Beta é significativo ao nível de 90% de confiança, 95% de confiança e 99% de confiança, respectivamente. E os sinais esperados do coeficiente Beta conforme a literatura e os sinais obtidos por meio do resultado da regressão linear múltipla.

Com base na análise da Tabela 4, como o p-valor (0,044) do coeficiente Beta da variável DISCV foi inferior ao nível de significância de 5%, então, com 95% de confiança, verifica-se que a variável independente de interesse DISCV tem influência positiva sobre a variável dependente CAF. Logo, para cada 1% de DISCV que uma empresa divulgar a mais, o CAF aumentará em 0,009 a sua captação de financiamentos via emissão de ações. Esse resultado sugere que quanto maior o nível de *disclosure* voluntário, em média, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas. O que significa a não rejeição da hipótese de pesquisa (H1).

Esse resultado corrobora com as evidências das pesquisas de Bourveau e Schoenfeld (2017); e Chung et al. (2017) que concluíram que por meio do *disclosure* voluntário uma empresa pode atrair mais financiamentos, devido a redução de assimetria informacional e aumento da confiança por parte dos investidores. Nessa mesma linha, conforme Li (2017) os investidores podem diminuir o risco de aplicação de capital, por meio da redução de assimetria informacional, obtida por meio do *disclosure* voluntário. Argumentos que também são compartilhados por Allee e Deangelis (2015) ao relatarem que a redução de assimetria informacional obtida por meio do *disclosure* voluntário aumenta a confiabilidade dos investidores.

Conforme a Tabela 4, a variável TAM com p-valor de (0,000) foi inferior ao nível de significância de 1%, então, com 99% de confiança, infere-se que a variável independente de controle TAM tem efeito positivo sobre a variável dependente CAF. Logo, quando a empresa aumenta 1 Real em seu ativo total, o CAF aumentará em 0,39 a sua captação de financiamentos via emissão de ações. Esse resultado indica que quanto maior o tamanho da empresa, em média, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas. O que confirma os resultados da pesquisa de Consoni e Colauto (2016) que destacaram que quanto maior o tamanho da empresa maior será o seu volume de captação de financiamentos via emissão de ações.

Dando continuidade na análise da Tabela 4, como o p-valor (0,000) do coeficiente Beta da variável LIQA foi inferior ao nível de significância de 1%, então, com 99% de confiança, constata-se que a variável independente de controle LIQA tem influência positiva sobre a variável dependente CAF. Logo, quando a empresa aumentar 1% da sua LIQA, o CAF aumentará em 0,73 a sua captação de financiamentos via emissão de ações. Isso sugere que quanto maior o nível de liquidez

acionária, em média, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas. Esse resultado ratifica as evidências da pesquisa de Consoni e Colauto (2016) que destacou que o nível de liquidez acionária influencia positivamente a captação de financiamentos das entidades.

Ainda conforme a Tabela 4, a variável ROA obteve p-valor (0,064), sendo inferior ao nível de significância de 10% e com o coeficiente Beta negativo. Isso permite inferir que, com 90% de confiança, a variável independente de controle ROA tem influência negativa sobre a variável dependente CAF. Logo, quando a empresa aumentar 1% do seu ROA, o CAF diminuirá em 0,001 a sua captação de financiamentos via emissão de ações. Isso significa que quanto maior a rentabilidade das empresas, em média, menor será o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas. Esse resultado contraria as evidências da pesquisa de Haniffa e Cooke (2005) que evidenciaram que companhias com maior nível de rentabilidade possuem maior volume de captação de financiamentos via emissão de ações.

Por fim, pela análise da Tabela 4, as variáveis ALF e LIC não foram estatisticamente significativas, por não terem apresentado p-valores entre (0,000 a 0,100 de significância), sendo seus p-valores (0,357 e 0,295 respectivamente).

4.1.4 Regressão linear múltipla - Equação 4

Os objetivos deste estudo consistiram em verificar se o *disclosure* voluntário aumenta o volume de captação de financiamentos via emissão de ações de uma empresa (conforme Equação 3); e se quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas (conforme Equação 4). Nesse sentido, a Tabela 5, descreve o resultado da

regressão linear múltipla com dados em painel de efeito fixo, da Equação 4, de uma série temporal de 8 anos (2010-2017) das empresas não financeiras listadas na B3.

TABELA 5: REGRESSÃO LINEAR MÚLTIPLA - EQUAÇÃO 4

DISCV_{it} = β₀ + β₁CAF_{it} + β₂TAM_{it} + β₃ROA_{it} + β₄ALF_{it} + β₅LIQA_{it} + β₆LIC_{it} + ε_{it}								
DISCV	Beta	Erro Padrão	t	P > t 	IC 95 %		Sinal Esperado	Sinal Obtido
CAF	0,649	0,317	2,05	0,042**	0,0247	1,274	(+)	(+)
TAM	0,74	0,44	1,68	0,094*	-0,127	1,608	(+)	(+)
ROA	-0,0030	0,0044	-0,7	0,484	-0,0117	0,0055	(+)	(Neutro)
ALF	-0,022	0,018	-1,22	0,223	-0,057	0,013	(+)	(Neutro)
LIQA	-0,32	0,73	-0,44	0,662	-1,76	1,12	(+)	(Neutro)
LIC	-0,0049	0,0066	-0,75	0,456	-0,018	0,008	(+)	(Neutro)
CONSTANTE								
E	42,404	6,637	6,39	0,000	29,341	55,468		

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: Esta Tabela contém o resultado da regressão linear múltipla da Equação 4, com dados em painel de efeito fixo, do período de 8 anos (2010-2017). Sendo DISCV (percentual de *disclosure* voluntário de cada empresa) – como variável dependente contínua; CAF (captação de financiamentos via emissão de ações de cada empresa) – como variável independente de interesse contínua. As demais variáveis são variáveis independentes de controle – ambas contínuas: TAM (tamanho de cada empresa); ROA (rentabilidade de cada empresa); ALF (nível de endividamento de cada empresa); LIQA (nível de liquidez acionária de cada empresa) e LIC (capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo de cada empresa). Em que os símbolos *, ** e *** significam que o coeficiente Beta é significativo ao nível de 90% de confiança, 95% de confiança e 99% de confiança, respectivamente. E os sinais esperados do coeficiente Beta conforme a literatura e os sinais obtidos por meio do resultado da regressão linear múltipla.

Com base na análise da Tabela 5, como o p-valor (0,042) do coeficiente Beta da variável CAF foi inferior ao nível de significância de 5%, então, com 95% de confiança, verifica-se que a variável independente de interesse CAF tem influência positiva sobre a variável dependente DISCV. Logo, para cada 1 unidade de ação emitida, o DISCV aumentará em 0,649 o nível de *disclosure* voluntário das empresas. Esse resultado sugere que quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas. O que significa a não rejeição da hipótese de pesquisa (H2). Portanto, quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas.

A não rejeição da hipótese de pesquisa (H2), corrobora com as evidências da pesquisa de Wen (2013) que concluíram que existe uma relação positiva entre o

volume de captação de financiamentos e divulgação voluntária, ou seja, quanto maior o volume de captação de financiamentos de uma empresa, em média, maior será o seu nível de *disclosure* voluntário. O que ratifica as evidências de Elfeky (2017) que destacou que empresas com maior estabilidade financeira obtêm maiores níveis de *disclosure* voluntário. Portanto, para empresas que detêm maior volume de captação de financiamentos, esse parâmetro pode elevar a credibilidade de suas informações divulgadas, o que conseqüentemente, pode aumentar os seus níveis de *disclosure* voluntário (SILVA; ONUSIC, 2014).

Conforme a Tabela 5, a variável TAM com p-valor de (0,094) foi inferior ao nível de significância de 10%, então, com 90% de confiança, infere-se que a variável independente de controle TAM tem efeito positivo sobre a variável dependente DISCV. Logo, quando a empresa aumenta 1 Real em seu ativo total, o DISCV aumentará em 0,74 o seu nível de *disclosure* voluntário. Esse resultado indica que quanto maior o tamanho da empresa, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário. O que confirma os resultados das pesquisas de Karajeh, Ibrahim e Lode (2017); e Egbunike e Tarilaye (2017) que destacaram que quanto maior for o tamanho de uma empresa maior será o *disclosure* voluntário. Tal evidência também foi corroborada por Elfeky (2017) que constatou que existe uma correlação significativa positiva entre o tamanho da empresa com o *disclosure* voluntário.

Pela análise da Tabela 5, verificou-se ainda que as variáveis ROA, ALF, LIQA e LIC não foram estatisticamente significativas, por não terem apresentado p-valores entre (0,000 a 0,100 de significância), sendo seus p-valores (0,484, 0,223, 0,662 e 0,456 respectivamente).

Por fim, comparando os resultados das regressões apresentadas pelas Equações 3 e 4, ambas as variáveis independentes tiveram influência positiva sobre

suas respectivas variáveis dependentes. Portanto, tanto o *disclosure* voluntário tem efeito positivo sobre a captação de financiamentos via emissão de ações, quanto a captação de financiamentos via emissão de ações tem efeito positivo sobre o *disclosure* voluntário.

Capítulo 5

5 CONCLUSÃO

Os objetivos deste estudo consistiram em verificar se o *disclosure* voluntário aumenta o volume de captação de financiamentos via emissão de ações de uma empresa (conforme Equação 3); e se quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas (conforme Equação 4). Tais objetivos foram alcançados por meio de um modelo de regressão linear múltipla com dados em painel de efeito fixo, de uma série temporal de 8 anos (2010-2017) das empresas não financeiras listadas na B3.

Os resultados encontrados pela Equação 3, indicaram que quanto maior o nível de *disclosure* voluntário, em média, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas não financeiras listadas na B3. O que significa a não rejeição da hipótese de pesquisa (H1). Esse resultado sinaliza para as empresas, sobre a importância de elevar o nível de *disclosure* voluntário para os *stakeholders*. Isso porque, o aumento de informações por parte dos investidores, reduz a assimetria de informações, o que eleva a confiança e diminui o risco de aplicação de capital, aumentando o volume de captação de financiamentos para as empresas.

Além disso, como resultados complementares da Equação 3, verificou-se que quanto maior o tamanho da empresa, em média, maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações das empresas e quanto maior a liquidez acionária, em média, maior a captação de financiamentos via emissão de ações das empresas não financeiras listadas na B3. Tendo em vista que o porte da empresa e o nível de liquidez acionária, são parâmetros que podem evidenciar a estabilidade

financeira de uma empresa para o mercado e para investidores, possuir esses parâmetros elevados, pode aumentar a confiança dos investidores, o que pode otimizar a situação financeira das empresas.

O resultado da Equação 3, também mostrou que quanto maior a rentabilidade das empresas menor a captação de financiamentos via emissão de ações das empresas não financeiras listadas na B3. Apesar de a literatura destacar que empresas mais rentáveis, tendem a captar mais financiamentos, o resultado do modelo de regressão mostrou o contrário. Esse resultado que contraria as evidências da literatura, pode ser devido ao fato de que as empresas por já possuírem elevados índices de rentabilidade, se desestimulem a captar financiamentos via emissão de ações, tendo em vista, que as mesmas já se encontram numa situação de estabilidade financeira e de capital de giro.

Os resultados encontrados pela Equação 4, indicaram que quanto maior o volume de captação de financiamentos via emissão de ações, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas não financeiras listadas na B3. O que significa a não rejeição da hipótese de pesquisa (H2). Esse resultado evidencia de forma empírica para o mercado de ações, que a captação de financiamentos é capaz de explicar o nível de *disclosure* voluntário das empresas. Portanto, as empresas que atuam no mercado acionário que figuram entre as que mais captam financiamentos, possuem níveis de *disclosure* voluntário mais elevados.

O resultado da Equação 4, também trouxe como evidência que quanto maior o tamanho da empresa, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas não financeiras listadas na B3. O que destaca para o mercado acionário brasileiro, que empresas com maior porte, possuem índices de *disclosure* voluntário mais elevados que empresas de menor porte.

Os resultados deste estudo são relevantes para a literatura por trazer evidências empíricas sobre a influência positiva do *disclosure* voluntário sobre a captação de financiamentos via emissão de ações das empresas não financeiras da B3. E como contribuição prática, destacou empiricamente para empresas e para investidores, que o *disclosure* voluntário é uma ferramenta capaz de elevar o volume de captação de financiamentos de uma empresa, por meio da redução de assimetria informacional e da elevação da confiança dos investidores, o que otimiza a *performance* econômica e financeira das empresas.

Tendo em vista que este estudo utilizou como variável de captação de recursos financeiros, uma medida que capta recursos financeiros por meio de recursos próprios (Emissão de Ações), sugere-se que outras pesquisas sejam feitas sobre o tema, utilizando como variável de captação de recursos financeiros, uma medida de captação de recursos financeiros por meio de recursos de terceiros, como empréstimos, por exemplo. Sendo que os resultados poderão ser confrontados com as evidências deste estudo.

REFERÊNCIAS

ALLEE, K. D.; DEANGELIS, M. D. The structure of voluntary disclosure narratives: evidence from tone dispersion. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 2, p. 241-274, 2015.

ALMEIDA, J. E. F.; RODRIGUES, H. S. Effects of ifrs, analysts, and adr on voluntary disclosure of brazilian public companies. **Journal of International Accounting Research**, v. 16, n. 1, p. 21-35, 2017.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico - financeiro**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BALAKRISHNAN, K.; BILLINGS, M. B.; KELLY, B.; LJUNGQVIST, A. Shaping liquidity: on the causal effects of voluntary disclosure. **The Journal of Finance**, v. 69, n. 5, p. 2237-2278, 2014.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. 4. ed. Lisboa: Edições 70, 2010.

BEYER, A.; GUTTMAN, I. Voluntary disclosure, manipulation, and real effects. **Journal of Accounting Research**, v. 50, n. 5, p. 1141-1177, 2012.

BHATIA, M.; DHAMIJA, S. Voluntary disclosure of financial ratios in india. **South Asian Journal of Management**, v. 22, n. 1, p. 29-49, 2013.

BOTOSAN, C. Disclosure level and cost of equity capital. **The Accounting Review**, v. 72, n. 3, p. 323-349, 1997.

BOURVEAU, T.; SCHOENFELD, J. Shareholder activism and voluntary disclosure. **Review of Accounting Studies**, v. 22, n. 3, p. 1307-1339, 2017.

CHEN, E.; GAVIOUS, I.; LEV, B. The positive externalities of ifrs r&d capitalization: enhanced voluntary disclosure. **Review of Accounting Studies**, v. 22, n. 2, p. 677-714, 2017.

CHEN, L.; SRINIDHI, B.; TSANG, A.; YU, W. Audited financial reporting and voluntary disclosure of corporate social responsibility (csr) reports. **Journal of Management Accounting Research**, v. 28, n. 2, p. 53-76, 2016.

CHUNG, S. G.; GOH, B. W.; NG, J.; YONG, K. O. Voluntary fair value disclosures beyond sfas 157's three-level estimates. **Review of Accounting Studies**, v. 22, n. 1, p. 430-468, 2017.

CONSONI, S.; COLAUTO, R. D. Voluntary disclosure in the context of convergence with International accounting standards in brazil. **Review of Business Management**, v. 18, n. 62, p. 658-677, 2016.

_____; LIMA, G. A. S. F. Voluntary disclosure and earnings management: evidence from the brazilian capital market. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 28, n. 74, p. 249-263, 2017.

DAYANANDAN, A.; DONKER, H.; KARAHAN, G. Do voluntary disclosures of bad news improve liquidity? **North American Journal of Economics and Finance**, v. 40, p. 16-29, 2017.

EGBUNIKE, A. P.; TARILAYE, N. Firm's specific attributes and voluntary environmental disclosure in nigería: evidence from listed manufacturing companies. **Academy of Accounting and Financial Studies Journal**, v. 21, n. 21, p. 1-10, 2017.

ELFEKY, M. L. The extent of voluntary disclosure and its determinants in emerging markets: evidence from egypt. **The Journal of Finance and Data Science**, v. 3, n. 1-4, p. 45-59, 2017.

FERNANDES, S. M. A influência do *disclosure* ambiental voluntário no custo da dívida. **Revista de Administração e Inovação**, v. 10, n. 3, p. 165-183, 2013.

GONG, G.; LI, L. Y.; ZHOU, L. Earnings non-synchronicity and voluntary disclosure. **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 4, p. 1560-1589, 2013.

GUAY, W.; SAMUELS, D.; TAYLOR, D. Guiding through the fog: financial statement complexity and voluntary disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 62, n. 2, p. 234-269, 2016.

HANIFFA, R. M.; COOKE, T. E. The impact of culture and governance on corporate social reporting. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 24, n. 5, p. 391-430, 2005.

_____. Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations. **Journal of Accounting Finance and Business Studies**, v. 38, n. 3, p. 317-349, 2002.

JANKENSGARD, H. The Relationship between voluntary disclosure, external financing and financial status. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 42, n. 7, p. 860-884, 2015.

KARAJEH, A. I.; IBRAHIM, M. Y. B.; LODE, N. A. B. Impact of shareholder structure on voluntary disclosure in malaysian companies. **Global Business and Management Research**, v. 9, n. 1, p. 142-153, 2017.

LAMBERT, R.; LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. A. Accounting information, disclosure and the cost of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 45, n. 2, p. 385-420, 2007.

LAN, Y.; WANG, L.; ZHANG, X. Determinants and features of voluntary disclosure in the chinese stock market. **China Journal of Accounting Research**, v. 6, n. 4, p. 265-285, 2013.

LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 20, n. 49, p. 95-108, 2009.

LI, X.; YANG, H. I. Mandatory financial reporting and voluntary disclosure: the effect of mandatory ifrs adoption on management forecasts. **The Accounting Review**, v. 91, n. 3, p. 933-953, 2016.

LI, Y. Voluntary disclosure and investment in environmental technology. **Journal of Economic Behavior & Organization**, v. 133, p. 331-341, 2017.

MARINOVIC, I.; VARAS, F. No news is good news: voluntary disclosure in the face of litigation. **RAND Journal of Economics**, v. 47, n. 4, p. 822-856, 2016.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Discretionary-based disclosure: evidence from the brazilian market. **Brazilian Administration Review**, v. 9, n. 1, p. 88-109, 2012.

_____. 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.

NESLON, K. K.; PRITCHARD, A. C. Carrot or stick? the shift from voluntary to mandatory disclosure of risk factors. **Journal of Empirical Legal Studies**, v. 13, n. 2, p. 266-297, 2016.

OLUWAGBEMIGA, O. E. The use of voluntary disclosure in determining the quality of financial statements: evidence from the nigéria listed companies. **Serbian Journal of Management**, v. 9, n. 2, p. 263-280, 2014.

RUFINO, M. A.; MACHADO, M. R. Relação de dependência entre a divulgação voluntária social e ambiental e as características das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Ambiente Contábil**, v. 9, n. 1, p. 344-363, 2017.

SCHOENFELD, J. The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: new evidence from index funds. **Journal of Accounting and Economics**, v. 63, n. 1, p. 51-74, 2017.

SCOTT, W. R. **Financial accounting theory**. 7th ed. Pearson Prentice Hall: Toronto, 2015.

SHI, Y.; KIM, J. B.; MAGNAN, M. L. Voluntary disclosure, legal institutions, and firm valuation: evidence from u.s. crosslisted foreign firms. **Journal of International Accounting Research**, v. 3, n. 2, p. 57-85, 2014.

SHROFF, N.; SUN, A. X.; WHITE, H. D.; ZHANG, W. Voluntary disclosure and information asymmetry: evidence from the 2005 securities offering reform. **Journal of Accounting Research**, v. 51, n. 5, p. 1299-1345, 2013.

SILVA, W. M.; ONUSIC, L. Corporate e-disclosure determinants: evidence from the brazilian market. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 11, n. 1, p. 54-73, 2014.

SUN, Y.; YI, Y.; LIN, B. Board independence, internal information environment and voluntary disclosure of auditors reports on internal controls. **China Journal of Accounting Research**, v. 5, n. 2, p. 145-161, 2012.

VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

WEN, X. Voluntary disclosure and investment. **Contemporary Accounting Research**, v. 30, n. 2, p. 677-696, 2013.

WOOLDRIDGE, J. M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. MIT Press. 2002.

ZARB, B. J. A comparative study of voluntary accounting disclosures between u.s. and non-u.s airline companies. **International Journal of Business, Accounting, and Finance**, v. 9, n. 2, p. 56-64, 2015.