

ESTUDO DA INFLUÊNCIA DA ABERTURA DE CAPITAL NA
FORMAÇÃO DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO:
UMA ANÁLISE EX ANTE E EX POST

***STUDY ON THE INFLUENCE OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING IN THE
LEVEL OF VOLUNTARY DISCLOSURE: AN ANALYSIS EX ANTE AND EX POST***

Recebido em 23.10.2013 | Aceite final em 26.11.2014 |

Nota: este artigo foi aceito pelo Editor Jorge Eduardo Scarpin e passou por uma avaliação *double blind review*

A reprodução dos artigos, total ou parcial, pode ser feita desde que citada a fonte.

HERBERT SIMÕES RODRIGUES

Mestre em Ciências Contábeis | Universidade Federal do Espírito Santo | Auditor Fiscal da Secretaria da Fazenda do Estado do Espírito Santo (SEFAZ-ES) | Avenida João Batista Parra 600 | 4º Andar | Enseada do Suá | Vitória-ES | Brasil | CEP 29050-375 | Telefone (+5527) 3347-5283 | E-mail: hrodrigues@sefaz.es.gov.br |

ISAAC GEZER SILVA DE OLIVEIRA

Mestre em Ciências Contábeis | Universidade Federal do Espírito Santo | Servidor do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Espírito Santo (IFES) | Universidade Federal do Espírito Santo | Rodovia ES-010 Km 6,5 | Mangueiros | Serra-ES | Brasil | CEP 29150-410 | Telefone (+5527) 3348-9201 | E-mail: isaac@ifes.edu.br |

WILLIAM BRASIL RODRIGUES SOBRINHO

Mestre em Ciências Contábeis | Universidade Federal do Espírito Santo | Professor do Instituto Federal de Educação, Ciência e Tecnologia do Tocantins (IFTO) | Avenida Joaquim Teotônio Segurado | Quadra 202 Sul ACSU-SE 20 | Conjunto 01 Lote 08 | Palmas-TO | Brasil | CEP 77020-450 | Telefone (+5563) 3229-2200 | E-mail: william@ifto.edu.br |

JOSÉ ELIAS FERES DE ALMEIDA

Doutor em Controladoria e Contabilidade | Universidade de São Paulo | Professor Adjunto da Universidade Federal do Espírito Santo | Avenida Fernando Ferrari 514 | CCJE | ED VI | Sala 618 | Campus Universitário | Vitória-ES | Brasil | CEP 29075-910 | Telefone (+5527) 4009-2794 | E-mail: jose.e.almeida@ufes.br |

RESUMO

Pesquisas relacionadas ao nível de informações disponibilizadas ao público pelas empresas brasileiras têm obtido atenção da literatura sobre *disclosure* voluntário, de modo a explorar sua importância na redução da assimetria informacional e do custo de capital. O objetivo do presente estudo foi

comparar o nível de *disclosure* voluntário, por meio de um índice qualitativo, construído em dois momentos distintos. No primeiro, a partir da análise dos Prospectos Definitivos (22,8 mil páginas analisadas) de uma operação de *Initial Public Offering* (IPO), e no segundo, a partir da análise da publicação da primeira Demonstração Financeira Padronizada (DFP) após a abertura de capital, tendo como referência as Notas Explicativas e o Relatório da Administração (2,9 mil páginas analisadas). Em seguida, buscou-se analisar quais fatores influenciaram o nível de *disclosure* voluntário nesses dois momentos. A amostra foi composta por 44 empresas (excluídas as instituições financeiras) que abriram capital entre 2007 e 2011. Utilizando-se do teste não paramétrico de Wilcoxon, os resultados revelaram um nível de *disclosure* voluntário superior no momento do IPO em comparação ao momento da publicação da primeira DFP, após a abertura de capital. Adicionalmente foi constatado que o tamanho da empresa influenciou positivamente o nível do *disclosure* voluntário em ambos os momentos analisados. Enquanto a rentabilidade exerceu influência positiva apenas no IPO e, o endividamento e o custo de capital de terceiros exerceram influências positivas, somente quando da publicação da DFP, *ex-post* o IPO.

Palavras-Chave: *Disclosure* voluntário. Assimetria Informacional. IPO's. Demonstrações Financeiras Padronizadas.

ABSTRACT

Papers related to the level of information available to the public by Brazilian firms have gotten attention in the literature on voluntary disclosure, in order to explore their role in reducing information asymmetry and cost of capital. The purpose of this study was to compare the level of voluntary disclosure, through a qualitative index, developed in two separate stages. Firstly, from the analysis of the Initial Public Offering (IPO) Report (22.800 pages analyzed), an operation of IPO, and secondly, was constructed from the analysis of the first publication Standardized Financial Statements (SFS) after the IPO, taking as reference the notes and Management Report (2.900 pages analyzed). Next, we tried to analyze which factors influence the level of voluntary disclosure in these two moments. The sample consisted of 44 companies (excluding financial institutions) that went public from 2007 through 2011. Using the non-parametric Wilcoxon test, the results showed a higher level of voluntary disclosure at the time of the IPO in comparison to the time of publication of the first SFS after the IPO. Additionally it was found that firms' size positive influenced the level of voluntary disclosure in both analyzed moments. While profitability exerted positive influence only in the IPO and debt and cost of debt exerted positive influence only when the publication of SFS after the IPO.

Keywords: Voluntary Disclosure. Informational Asymmetry. IPOs. Standardized Financial Statements.

1. INTRODUÇÃO

A importância da divulgação de informações que auxiliam no processo decisório tem sido cada vez mais debatida. Para Schultz *et al.* (2012, p. 58) “a quantidade e a qualidade das informações fornecidas pela contabilidade são uma constante preocupação, uma vez que o principal objetivo da contabilidade é fornecer informações úteis aos seus usuários”.

De acordo com Lanzana (2004), em mercados secundários, onde existe o maior volume de negociações de valores mobiliários, a informação obtida de forma antecipada (que ainda não foi divulgada ao público em geral) por alguns *players* de mercado permite a transferência de riquezas entre os investidores informados (lucros) e os investidores não informados (perdas).

Mecanismos eficientes que tornem os investidores minoritários e o público em geral (credores, consumidores e até o Estado) devidamente informados sobre todo o processo econômico e financeiro das organizações foram explorados na última década. Trabalhos relacionados ao interesse da utilidade e eficiência da divulgação, como por exemplo, Quemel (2009) abordou, principalmente, o desafio das organizações em busca de facilidades de financiamento de suas atividades por meio de redução de custos.

O Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), em seus objetivos, contidos no pronunciamento conceitual básico, destaca que a concentração em necessidades comuns de informação não impede que as organizações prestem informações adicionais que sejam mais úteis a um subconjunto particular de usuários primários (Resolução CFC nº 1.374/2011).

Verrecchia (2001) pesquisou os níveis de *disclosure* voluntário e concluiu pela existência de uma relação positiva com receita e lucros, sendo estes, considerados fatores determinantes. Posteriormente, Adams (2002) justificou que o tamanho das empresas é responsável por processos mais formais de trabalho e que envolvem um maior número de colaboradores e, conseqüentemente, um melhor nível de informações.

Dessa forma, este estudo procurou responder a seguinte questão de pesquisa: As companhias abertas possuem maior grau de *disclosure* voluntário na abertura de capital do que na publicação das DFP's? Para responder essa questão, o estudo tem como objetivo comparar o nível de *disclosure* voluntário *ex-ante* e *ex-post* o IPO. Para isso, desenvolveu-se um índice de *disclosure* voluntário em dois momentos distintos: i) na operação de Oferta Pública Inicial de Ações (*Initial Public Offering* - IPO) e ii) na publicação da primeira Demonstração Financeira Padronizada (DFP), após a abertura de capital. Adicionalmente, serão analisados os fatores que podem influenciar o *disclosure* voluntário nesses dois momentos.

Nesse contexto, o presente artigo procura relacionar o nível de evidenciação voluntária das informações de interesse dos diversos *stakeholders* com a oportunidade estratégica de lançamento de Oferta Pública Inicial de Ações, motivada pela necessidade de redução dos custos de captação, bem como verificar as variáveis que influenciam a qualidade e quantidade dessa informação. Portanto, a importância do trabalho recai sob a ótica do investidor e das organizações que captam recursos nos mercados.

Justifica-se a escolha do problema pela relevância crescente da literatura sobre *disclosure* voluntário para prática no mercado. Apesar da exploração mais expressiva no exterior, a produção literária sobre o tema *disclosure* voluntário no Brasil tem sua contribuição mais ampla com Murcia (2009) ao pesquisar quais seriam os fatores determinantes para elevação do nível de *disclosure* voluntário das organizações listadas na BM&FBOVESPA no período de 2006 a 2008. Outro aspecto, é o fato de pesquisas sobre os níveis de *disclosure* voluntário ainda não abordarem de maneira comparativa a mesma organização, em momentos distintos. A comparabilidade seria aceitável sob dois

pressupostos: (i) trata-se da mesma organização, sendo observada em dois momentos distintos (IPO e DFP) e (ii) a abertura da informação ser voluntária e não obrigatória.

Os resultados revelam evidências da existência de um nível mais elevado no índice de *disclosure* voluntário de empresas no momento em que promovem a abertura de capital, mas que não é percebido ou mantido na publicação da primeira DFP, após a abertura de capital. Os resultados com diferenças maiores referem-se às informações econômicas e os de menor expressão, mas ainda significativos, estão relacionados às informações ambientais. Evidenciou-se também uma relação positiva entre o tamanho das empresas e o nível do *disclosure* voluntário em ambos os momentos. As empresas maiores são mais propensas a terem níveis de *disclosure* voluntário mais elevados que empresas menores. Enquanto a rentabilidade exerce influência positiva apenas no momento do IPO, o endividamento e o custo de capital de terceiros foram mais significativos na publicação da primeira DFP, após a abertura de capital, elevando o nível de *disclosure* voluntário.

Este trabalho desenvolve-se por meio desta introdução, seguida de uma revisão da literatura, que aborda aspectos relacionados à assimetria da informação, os custos relacionados à divulgação e a não divulgação da informação e a abordagem do *disclosure* voluntário e a oferta pública de ações. Na sequência, faz-se uma explanação sobre a metodologia da pesquisa, relacionada a aspectos da formação do índice de *disclosure* voluntário e a variável de interesse, bem como o processo de seleção amostral. Finalmente, é feita uma análise e comentários acerca dos resultados da pesquisa, bem como, uma conclusão do trabalho.

2. REVISÃO DA LITERATURA

2.1. ASSIMETRIA INFORMACIONAL

A assimetria informacional, teorizada por Akerlof (1970), é um fenômeno mercadológico que gera dois principais efeitos: (i) a seleção adversa e (ii) o risco moral. O primeiro ocorre quando uma das partes contratantes não consegue observar o que a outra parte observa, devido a algum tipo de informação oculta ou privilegiada. Healy e Palepu (2001) acrescentam que a seleção adversa impossibilita a segregação das notícias “boas” das “ruins”, levando, por exemplo, a um baixo nível de negócios no mercado secundário pela presença de informações antagônicas.

Por sua vez, o efeito do risco moral, está relacionado às ações praticadas pelas partes após a formalização de contratos. Segundo Jensen e Meckling (1976), as ações do Agente (administrador), não podem ser observadas pelo Principal (investidor), onde o primeiro poderia, por exemplo, empregar recursos das organizações em projetos que expropriariam a riqueza dos proprietários, ou seja, uma vez que os poupadores investiram nas empresas, os administradores têm incentivos para expropriarem a riqueza dos acionistas, criando assim o problema de agência (LANZANA, 2004). Dessa forma, haveria um desvio pós-contratual não podendo o Principal controlar com exatidão as ações do Agente, enquanto uma abertura no nível de informação seria necessária para tal.

Um terceiro efeito resultante da presença de assimetria informacional nas relações contratuais poderia ser classificado como o comportamento de manada (*herd behavior*). Tal fenômeno descreve situações em que indivíduos em grupo reagem a eventos econômicos e mercadológicos da mesma forma. Embora, não exista uma direção planejada. Bikhchandani e Sharma (2001) acrescentam que, quando os investidores são influenciados por decisões de outros investidores, eles podem se agrupar em estratégias de investimento que são equivocadas para todo o grupo.

Verrecchia (2001) atribui à assimetria informacional como um dos principais componentes do custo de capital das organizações e, para mitigar esse efeito Healy e Palepu (2001), propõem duas soluções. A primeira delas seria a formalização de contratos completos entre os *players*, levando a um nível de evidenciação que suportaria quaisquer informações privadas das partes contratantes e reduziria o problema da seleção adversa.

A segunda proposta é baseada em elementos exógenos presentes na regulação em que seria exigida dos administradores a abertura da informação aos investidores, garantindo assim, um mínimo de *disclosure* obrigatório e, como consequência, a redução da assimetria informacional e o custo de capital entre investidores informados e não informados (LEFTWICH, 1980).

Deve-se destacar que a ausência de uma simetria eficiente de informação, que permita uma troca justa de riquezas entre os diversos investidores, faz com que as organizações sofram um ônus financeiro antes de um evento importante como, por exemplo, uma oferta pública de ações no mercado primário ou secundário (LANZANA, 2004). Akerlof (1970, p. 488) considera que a presença de assimetria de informações entre partes relacionadas em uma transação econômica contribui para formação do que o autor denomina como “custos econômicos da desonestidade”.

2.2. CUSTOS DE DIVULGAR *VERSUS* CUSTOS DE NÃO DIVULGAR

Verrecchia (2001) argumenta que a informação ausente de custos é pressuposto fundamental para sua qualidade. Os contratos ausentes de informações perfeitas possuem custos os quais, segundo Stiglitz (2000), são afetados pelas ações das empresas e indivíduos. Em seus estudos teóricos, Williamson (1985) ressalta a existência de custos de transação, baseados na presença de oportunismo e uma racionalidade limitada das partes envolvidas, devido à necessidade de absorver e processar as informações necessárias à elaboração de contratos perfeitos (impossíveis), gerando o problema da assimetria da informação.

Pesquisa conduzida por Lopes e Alencar (2010) estudaram 50 empresas listadas na BM&FBOVESPA, revelando uma forte relação negativa do custo de capital com o nível do *disclosure* voluntário. Esta relação é mais acentuada para aquelas empresas que têm menor atenção de analistas de mercado e, também, com menor nível de concentração de suas ações.

O custo de capital não se justifica caso os benefícios esperados não sejam suficientemente altos, para superar os custos efetivos de divulgação (DYE, 2001). Todavia, quais seriam esses custos? Healy e Palepu (2001) destacam as hipóteses que justificam a ação das organizações em divulgar voluntariamente as informações, dentre as quais, citam os custos políticos. Tais custos estariam relacionados ao nível e a qualidade da informação divulgada pelas organizações que poderia afetar a concorrência direta sobre os seus produtos no mercado.

Um aspecto importante nesse contexto é o tamanho das organizações, principalmente no que se refere aos custos políticos, segundo o qual, Watts e Zimmerman (1990), revelam que grandes empresas atraem naturalmente a atenção da sociedade e tendem a gerenciar um processo de práticas contábeis que reportem menores lucros. Firth (1979) acrescenta que empresas com maior atenção da sociedade tendem a evidenciar mais informações com o objetivo de aumentar sua reputação corporativa.

Lanzana (2004) destaca que empresas menores se sentem menos confortáveis em divulgar do que empresas maiores, principalmente em relação a sua posição competitiva, ou seja, com limitações estratégicas de concorrência, frente aos custos de divulgação. A pesquisa conduzida por Li (2010), demonstrou que a relação de concorrência nos mercados está vinculada ao nível de *disclosure* voluntário. A autora evidenciou em seu trabalho, que organizações, em mercados dominados por forte concorrência, elevaram de forma estratégica, seus níveis de *disclosure* voluntário antes de uma abertura de capital, em relação aquelas já consolidadas e líderes do setor, ou seja, àquelas organizações rivais já consolidadas com suas respectivas marcas.

Finalmente, Lanzana (2004) esclarece que existe a necessidade de uma avaliação prévia ligada a uma razoável ponderação entre a necessidade de redução da assimetria informacional (mediante a divulgação voluntária) e a redução da formação de vantagens competitivas construídas por meio de competências essenciais das organizações (não divulgação). Portanto, tal ponderação estaria

vinculada a uma prévia análise estratégica entre os custos de divulgação e os custos da não divulgação das informações, ficando evidenciado a existência de um *trade-off*, dado à relevância de tais informações para o mercado.

Considera-se que o interesse na qualidade da informação é baseado no fato de que as organizações, no intuito de reduzir os custos de transação (captação de recursos de terceiros e próprios), tentam ampliar o nível da informação de forma oportunista, como definido por Williamson (1985), na busca do próprio interesse e em momentos que necessitam de aporte financeiro para seus projetos.

2.3. OFERTA PÚBLICA INICIAL DE AÇÕES

As ofertas públicas relacionadas à abertura de capital são uma importante ligação estratégica no ciclo de vida das empresas, pois proporcionam potencial de crescimento em um momento em que as organizações são submetidas a sensíveis alterações estruturais. A realização de um IPO pode conduzir as empresas de propriedade restrita para o controle pulverizado e compartilhado com os investidores externos, pois envolve a aplicação de recursos provenientes desses investidores que, até então, eram desconhecidos das empresas (JOG; MCCONOMY, 2003, p. 125).

De acordo com Daily *et al.* (2003), poucas transições organizacionais irão receber a atenção concentrada que um IPO proporciona, tendo em vista que este momento geralmente representa a primeira vez que informações específicas das empresas serão disponibilizadas ao público por meio dos prospectos de abertura de capital. Como sugere Chahine e Filatotchev (2008), o IPO pode potencializar a presença de assimetria informacional entre a empresa e seus investidores, criando custos de agência associados à seleção adversa (AKERLOF, 1970). Todavia os autores argumentam que, ao aumentar o grau de *disclosure*, a empresa reduz a assimetria informacional entre *insiders* e investidores externos.

Ho *et al.* (2010), acrescentam que as empresas se tornam mais transparentes em operações de IPO devido ao amplo conteúdo de divulgação, presente nos prospectos definitivos, bem como a cuidadosa análise do mercado. As empresas presentes nesses momentos, também podem adotar boas práticas de governança (maior *disclosure*) e políticas socialmente responsáveis, se apresentando com perfis corporativos bons e éticos (HO *et al.*, 2010, p. 189). Um dos propósitos desses exercícios de mídia, é transmitir uma imagem positiva ao público, aumentando a demanda pelos papéis das empresas.

A informação disponibilizada nos prospectos seria utilizada pelos investidores na determinação do preço pelo qual estão dispostos a comprar as ações de IPO, desde o primeiro momento de negociação (DAILY *et al.*, 2003, p. 276). Isso, segundo Ho *et al.* (2010), traduziria a essência do comportamento oportunista na gestão das informações corporativas, presente em uma operação de abertura de capital.

2.4. DISCLOSURE VOLUNTÁRIO E A OFERTA PÚBLICA DE AÇÕES

Verrecchia (2001) propôs uma teoria que classificasse o nível de abertura das informações pelas organizações aos diversos *stakeholders*, nomeando-as em três níveis que chamou de variáveis: (i) exógenas (*association-based disclosure*); (ii) endógenas (*discretionary-based disclosure*) (iii) e aquelas baseadas em escolhas incondicionais (*efficiency-based disclosure*). Uma contraposição a esta abordagem por meio do conceito da teoria dos jogos, feita por Dye (2001), discute a existência do *disclosure* voluntário como variável em que considera como premissa central, a tese de que as organizações, prevendo a possibilidade de divulgação de alguma informação, divulgariam apenas as que lhes seriam favoráveis em detrimento daquelas informações mais desfavoráveis. Um momento de oportunismo, segundo o mesmo autor.

Esta pesquisa trata o *disclosure* apenas como nível endógeno (*discretionary-based disclosure*) que é atribuído, segundo Verrecchia (2001), à divulgação voluntária praticada pelas organizações que, de alguma forma, tentam reduzir a assimetria informacional e conseqüentemente o custo de capital. Portanto, a qualidade da informação não tem relação com o fato de ser boa ou ruim, mas sim com a sua função.

A decisão de realizar uma oferta pública inicial, segundo Quemel (2009, p. 1) é “uma das mais importantes questões em finanças corporativas”. Uma operação de IPO seria condicionante para elevar o nível de divulgação das organizações, de forma a evidenciar para os diversos *stakeholders* (em especial, analistas de mercado e investidores), informações que buscassem a redução da assimetria informacional. Nesse contexto, o *disclosure* voluntário seria o elo e uma ferramenta importante para redução da assimetria informacional e o próprio custo de capital. Esta ação poderia causar a diminuição desse ônus financeiro para as organizações através de um aumento no nível de *disclosure* voluntário que levaria a uma maior liquidez das ações, por meio de redução dos custos de transação ou do aumento da demanda pelas ações da companhia (CHOW; WONG-BOREN, 1987). Sendo assim, a divulgação voluntária seria um elemento fundamental para caracterização da transparência.

Estudos conduzidos por Lima (2009) evidenciaram a existência de uma relação inversa atribuída a maiores níveis na qualidade e quantidade da informação com o custo de capital de terceiros, ou seja, um elevado nível de abertura informacional reduziria o custo de captação de recursos financeiros. Outro fato, segundo Lang e Lundholm (2000), é que as organizações elevariam os níveis de *disclosure* voluntário antes de um IPO, de modo a reduzir a assimetria da informação e, conseqüentemente, o ônus financeiro da captação dessas poupanças. Apesar da pesquisa realizada por Murcia (2009), não ter encontrado evidências significativas na análise do comportamento de empresas que emitiram ações (um dos vários determinantes propostos em sua pesquisa), com relação ao nível de *disclosure* voluntário, Lang e Lundholm (2000) em pesquisas anteriores observaram uma característica peculiar em organizações que praticaram Oferta Pública de Ações. Segundo estes autores, houve um significativo aumento no nível de *disclosure* voluntário, em média, seis meses que antecederiam a oferta ao mercado, evidenciando que empresas, de forma estratégica, elevam o nível de *disclosure* voluntário em momentos que antecipam oferta de ações.

Em uma abordagem feita à pesquisa de Quemel (2009), é possível para o leitor explorar as motivações para a elevação no número de IPO's no Brasil, durante o período de 1999 a 2008. Por meio de uma análise *ex ante* o autor encontrou, entre outras evidências, uma elevada necessidade de investimentos que seria fator motivador para abertura de capital. O aspecto de maior interesse está relacionado à observação de valorização das ações das empresas de mesmo segmento, por meio de uma análise *market-to-book*. Nesse sentido, as organizações teriam, de forma estratégica, analisado um melhor momento para abertura de capital, para incorrer em menores custos de transação.

Observa-se, como uma síntese das pesquisas citadas, que a prática da abertura da informação aos diversos *stakeholders* está relacionada às condutas oportunas das organizações que condicionam esta prática a uma necessidade de ponderação dos efeitos dos custos resultantes desse processo. Por outro lado, os aspectos vinculados aos benefícios resultantes da abertura da informação, como por exemplo, uma maior cobertura de analistas de mercado e a própria liquidez dos papéis das empresas, seriam conseqüências econômicas naturais desse processo, conforme expõem Healy e Palepu (2001).

3. METODOLOGIA DA PESQUISA

3.1. FORMAÇÃO DO ÍNDICE DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO

De acordo com Healy e Palepu (2001), métricas construídas pelo próprio pesquisador, ajudam a alcançar o que se pretende com a proposta de pesquisa, dando mais confiabilidade ao instrumento, pois ainda inexistia um construto previamente determinado para formação do índice em pesquisas sobre o tema *disclosure* voluntário.

Os trabalhos iniciais de Hail (2002) e Eng e Mak (2003) colaboraram na construção de algumas métricas que auxiliaram pesquisas sobre o *disclosure* voluntário, e que foram utilizados por outros pesquisadores. Lopes *et al.* (2010) pontuou itens de *disclosure* voluntário, adaptando métricas desenvolvidas por Lanzana (2004), para estudo do setor de materiais básicos da BM&FBOVESPA. Entretanto, a partir do trabalho de Murcia (2009), foi possível formar uma métrica do índice de *disclosure* voluntário pretendido, tendo em vista dois fatores: (i) a sua amplitude e (ii) a sua atualidade. A sua amplitude se fundamenta em 27 estudos anteriores dentre eles, Hail (2002), Eng e Mak (2003), Lanzana (2004) e Depoers (2000). A sua atualidade refere-se a questões contemporâneas incluídas no índice, como por exemplo, o *disclosure* voluntário ambiental, discutido em seu trabalho.

Nesse aspecto, a estrutura proposta para o índice de *disclosure* voluntário para esta pesquisa oferece uma construção que se indicou mais apropriada, a partir de uma adaptação das colaborações de Lanzana (2004) e Murcia (2009). O índice total do presente estudo é formado por 68 itens, categorizados em informações econômicas (31 itens), informações sociais (13 itens) e informações ambientais (24 itens), conforme detalhamento a seguir.

A. INFORMAÇÕES ECONÔMICAS

Para esta categoria, consideraram-se os seguintes itens: efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxas de juros, inflação, crises ou guerra); discussão sobre o setor e/ou concorrentes; relacionamento mantido com fornecedores; pesquisas relativas a satisfação dos clientes; *market - share*; identificação dos riscos do negócio; discussão sobre a exposição cambial da empresa; narrativa da história da empresa; aspectos tecnológicos da atividade operacional; informações por segmento ou linha de negócio em que a empresa atua; utilização da capacidade produtiva (disponível X utilizada); indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca) ou rentabilidade (ROE, ROA); comentários acerca do endividamento; EBITDA; quantidades produzidas e/ou serviços prestados; objetivos, planos e metas futuras da empresa, incluindo novos investimentos; informações sobre os principais mercados geográficos de atuação; perspectivas de novos mercados geográficos que a empresa pretende atuar; investimento em pesquisa e desenvolvimento; discussão da qualidade dos produtos e serviços; discussão sobre o preço dos produtos e serviços da empresa; informações detalhadas sobre os custos; divulgação sobre projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros); menção as principais práticas de governança corporativa; discussão sobre o conselho fiscal; composição do conselho de administração; estrutura organizacional (nome e cargo dos gestores/administradores); remuneração dos gestores/administradores; remuneração dos auditores independentes; principais acionistas e finalmente um canal de relacionamento com os investidores/acionistas minoritários. Totalizando 31 itens.

B. INFORMAÇÕES SOCIAIS

Para esta categoria, consideraram-se os seguintes itens: menção aos investimentos de caráter social; gastos em projetos sociais; produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança; menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços; número de funcionários/colaboradores; remuneração dos funcionários/colaboradores; benefícios aos funcionários; pesquisa de satisfação dos funcionários; participação de minorias na força de trabalho (portadores de deficiência, mulheres,

outros); educação e treinamento dos funcionários; segurança no local de trabalho; e dados sobre acidentes de trabalho e finalmente o nível de relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe. Totalizando 13 itens.

C. INFORMAÇÕES AMBIENTAIS

Para esta categoria, consideraram-se os seguintes itens: declaração das políticas, práticas e ações atuais; estabelecimento de metas e objetivos ambientais; *compliance* com a legislação ambiental; parcerias, conselhos ou fóruns ambientais; gestão ambiental; ISO'S 9000, 14000; auditoria ambiental; prêmios e participações em índices ambientais; processos de acondicionamento (embalagem); tratamento de resíduos; programa de reciclagem; desenvolvimento de produtos ecológicos; uso eficiente e/ou reutilização da água; impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada etc.); utilização eficiente de energia; utilização de resíduos para produção de energia; desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia; educação ambiental (internamente e/ou comunidade); pesquisas relacionadas ao meio ambiente; gerenciamento de florestas ou reflorestamento; conservação da biodiversidade; compra de créditos de carbono; emissão de gases do efeito estufa (GEE); e, finalmente, certificados de emissões reduzidas (CER). Totalizando 24 itens.

A aferição do índice (número de itens presentes, dividido pelo total de itens possíveis) de *disclosure* voluntário de cada empresa é baseada em análise visual dos itens constantes nos Prospectos Definitivos no momento do IPO e nos Relatórios da Administração e Notas Explicativas, no momento da publicação da primeira DFP, após a abertura de capital, pontuando-se com (1) para presença do item e (0) para ausência do item.

3.2. HIPÓTESES DE PESQUISA

A principal hipótese de pesquisa a ser testada diz respeito ao fato de que as organizações têm maiores níveis de *disclosure* voluntário, quando operam a sua primeira Oferta Pública Inicial de Ações do que, em momento posterior, estando listadas na BM&FBOVESPA (H_1). As hipóteses adicionais de pesquisa relacionam-se as seus determinantes, da seguinte forma: empresas maiores (H_{2a}), mais endividadas (H_{2b}) e mais rentáveis (H_{2c}) possuem níveis maiores de *disclosure* voluntário, enquanto empresas com elevados níveis de custo de capital de terceiros (H_{2d}), possuem níveis menores de *disclosure* voluntário.

Dessa maneira, a abordagem qualitativa baseia-se em análise documental (22,8 mil páginas dos Prospectos Definitivos presentes no IPO e 2,9 mil páginas das Notas Explicativas e Relatórios da Administração presentes na DFP), com o objetivo de formar do índice de *disclosure* voluntário. Já na abordagem quantitativa utiliza-se o teste de *Wilcoxon* de diferença entre as medianas dos índices de *disclosure* voluntário, obtidos por meio da análise qualitativa, objetivando testar a primeira hipótese (H_1), bem como a proposição de modelos de regressão linear pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), objetivando testar a segunda hipótese (H_2) e seus desdobramentos.

3.3. SELEÇÃO DA AMOSTRA E PROCEDIMENTOS ESTATÍSTICOS

Inicialmente, foi observada uma população de 96 empresas listadas na BM&FBOVESPA que abriram capital durante os anos de 2007 até 2011. Da observação, excluiu-se o segmento de Intermediários Financeiros, composto por bancos, sociedades de arrendamento mercantil, sociedades de crédito, sociedades de financiamento e sociedades seguradoras. De acordo com Murcia e Santos (2009, p. 79), “considerou-se apropriado excluir as empresas do setor financeiro por não possuírem características (ex.: total das vendas, endividamento) que possam ser comparáveis a empresas não-financeiras”. Rodrigues e Martins (2009, p. 48) também afirmam que esses segmentos “apresentam maior número de contas baseadas em estimativas mais complexas e que exigem considerável julgamento”, se comparado aos demais segmentos econômicos. Ao final, selecionou-se uma amostra

contendo 44 empresas (21 empresas em 2007; 4 em 2008; 2 em 2009; 5 em 2010 e 12 em 2011) que realizaram abertura de capital, pertencentes aos demais segmentos da BM&FBOVESPA. As observações foram ordenadas de forma ascendente considerando a data de abertura de capital.

Os documentos para análise qualitativa foram representados por 44 Prospectos Definitivos (média de 518 páginas por Prospecto) e as 44 DFP's (média de 68 páginas por DFP), obtidos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e BM&FBOVESPA, por meio de consulta pública aos seus respectivos sítios, totalizando respectivamente 22,8 mil e 2,9 mil páginas analisadas.

Para testar a primeira hipótese (H_1), foi aplicado o modelo não paramétrico das classificações de *Wilcoxon*, em conformidade com Levine, Berenson e Stephan (2011). Este visa verificar a existência de diferença entre o nível de *disclosure* voluntário no momento de uma IPO (t_0) e o nível do *disclosure* voluntário no momento da divulgação de sua primeira DFP, após a abertura de capital (t_1).

Quanto as hipóteses adicionais ($H_{2a,2b,2c,2d}$), foram estimadas duas regressões por meio do método dos MQO, onde as variáveis dependentes foram atribuídas aos índices de *disclosure* voluntário no momento do IPO (t_0) e no momento da publicação da DFP (t_1), regredidas pelas seguintes variáveis explanatórias: tamanho (*TAM*), endividamento (*END*), retorno do ativo (*ROA*) e custo de capital de terceiros (*CAT*), de forma que os modelos econométricos fiquem representados pelas equações E.1 e E.2.

$$DISC_i(t_0) = \alpha_0 + \beta_1TAM_i + \beta_2END_i + \beta_3ROA_i + \beta_4CAT_i + u_i \quad (E.1)$$

$$DISC_i(t_1) = \alpha_0 + \beta_1TAM_i + \beta_2END_i + \beta_3ROA_i + \beta_4CAT_i + u_i \quad (E.2)$$

Em que: *DISC* (t_0) e *DISC* (t_1) são, respectivamente, as variáveis dependentes do índice de *disclosure* voluntário no momento t_0 (IPO) e t_1 (DFP); *TAM* = proxy de tamanho o *ln* do ativo total (f.1); *END* = endividamento obtido através da fórmula (f.2); *ROA* = retorno sobre o ativo, obtido através da fórmula (f.3); *CAT* = custo de capital de terceiros, obtido através da fórmula (f.4); e finalmente *u* é o termo de erro estocástico. As variáveis explicativas foram obtidas por meio das fórmulas f.1, f.2, f.3 e f.4, representadas a seguir:

$$TAM_{it} = \ln(\text{Ativo Total}_{it}) \quad (f.1)$$

$$END_{it} = \text{Capital de Terceiros}_{it} / \text{Ativo Total}_{it} \quad (f.2)$$

$$ROA_{it} = \text{Lucro Líquido}_{it} / \text{Ativo Total}_{it} \quad (f.3)$$

$$CAT_{it} = \text{Despesas Financeiras}_{it} / \text{Exigível Total}_{it} \quad (f.4)$$

Em relação ao tamanho da empresa, espera-se que exista uma relação direta, ou seja, quanto maior a empresa maior seria o nível de divulgação voluntária, uma vez que empresas maiores possuem elevados custos políticos devido à sua visibilidade diante da sociedade, o que captura a atenção dos governos e dos mercados (WATTS; ZIMMERMAN, 1990). No que tange ao endividamento, empresas endividadas possuem uma tendência a maior divulgação para atendimento aos credores, bem como para reduzir suspeitas de expropriação de recursos pelos proprietários, reduzindo assim os custos de monitoramento (JENSEN; MECKLING, 1976).

A influência da rentabilidade sobre a divulgação voluntária parece óbvia, pois quando a taxa de retorno é alta, os gestores são motivados a divulgar informações detalhadas a fim de se apoiar na continuidade de seus cargos e suas remunerações (RAFFOURNIER, 1995). Por fim, conforme evidenciado por Lima (2009) o nível de *disclosure* voluntário possui relação inversa com o custo de capital de terceiros, ou seja, quanto maior o custo de capital de terceiros, menor o nível de *disclosure* voluntário.

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS DA PESQUISA

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

A Tabela 1 apresenta os elementos descritivos relacionados à análise dos níveis de *disclosure* voluntário nos momentos t_0 (IPO's) e t_1 (DFP's) bem como o tratamento dos dados. Pode-se inferir dos dados da Tabela 1, a ausência de *outliers*. Como regra geral, o escore Z, segundo (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2011, p. 99) "é considerado um valor extremo caso ele seja menor que -3,00 ou maior do que +3,00". Nenhuma das observações atendeu a esse critério, uma vez que as observações máximas e mínimas estão entre esses limites, ou seja, +2,9635 e -2,5600, para o IPO's e +2,8540 e -2,3699, para as DFP's.

Observou-se a média aritmética das Informações Econômicas, que obtiveram um índice de *disclosure* voluntário de 0,7544 (IPO) e 0,4084 (DFP), diferentemente do menor desempenho apresentado pelas Informações Ambientais, cujo valor médio, ficou representado por de 0,2064 (IPO) e 0,1108 (DFP).

Tabela 1: Estatística Descritiva da Amostra

Elementos da Estatística Descritiva da Amostra	Disclosure voluntário	
	(IPO's)	(DFP's)
Média Aritmética das Informações Econômicas	0,7544	0,4084
Média Aritmética das Informações Sociais	0,5105	0,1906
Média Aritmética das Informações Ambientais	0,2064	0,1108
Média Aritmética Amostral Total	0,5144	0,2617
Mediana das Informações Econômicas	0,7419	0,4032
Mediana Amostral das Informações Sociais	0,5385	0,2308
Mediana Amostral das Informações Ambientais	0,2083	0,0417
Mediana Amostral Total	0,5147	0,2647
Desvio Padrão das Informações Econômicas	0,0861	0,1006
Desvio Padrão das Informações Sociais	0,1359	0,1107
Desvio Padrão das Informações Ambientais	0,1238	0,1299
Desvio Padrão Amostral Total	0,0745	0,0732
Observação Mínima Amostral Total	0,3235	0,0882
Observação Máxima Amostral Total	0,7353	0,4706
Escores Z - Máximos – <i>Outliers</i>	+2,9635	+2,8540
Escores Z - Mínimos – <i>Outliers</i>	-2,5600	-2,3699

O desempenho das informações relacionadas ao *disclosure* ambiental pode ser explicado pela baixa exigência estatal para questões ambientais, mas que, segundo Rover *et al.* (2012) apesar de no Brasil, não existir obrigatoriedade relacionada a divulgação de informações ambientais, existem algumas recomendações, tais como o Parecer de Orientação nº 15/1987, da Comissão de valores Mobiliários (CVM).

Tabela 2: Nível de *Disclosure* Voluntário Médio por Setor

Setores	<i>Disclosure</i> Voluntário no IPO				<i>Disclosure</i> Voluntário na DFP			
	Geral	Econômico	Social	Ambiental	Geral	Econômico	Social	Ambiental
Agro e Pesca	0,5294	0,6774	0,3846	0,1250	0,3382	0,2258	0,1538	0,0000
Alimentos e Bebidas	0,5392	0,7527	0,5897	0,1111	0,3824	0,4516	0,1282	0,0972
Comércio	0,5412	0,7613	0,4308	0,2667	0,2588	0,3677	0,1846	0,2250
Construção	0,4706	0,7484	0,5846	0,2167	0,2529	0,4065	0,2154	0,0083
Eletroeletrônicos	0,4706	0,7742	0,4615	0,1250	0,2059	0,5806	0,2308	0,0000
Energia Elétrica	0,5000	0,7258	0,5000	0,1458	0,2794	0,4194	0,0769	0,1875
Máquinas Industriais	0,5735	0,8387	0,6923	0,1667	0,1765	0,4839	0,0000	0,0000
Outros	0,5079	0,7866	0,5030	0,2436	0,2330	0,4069	0,1775	0,1026
Petróleo e Gás	0,5588	0,7258	0,5000	0,2292	0,3088	0,4839	0,2692	0,1458
Química	0,5074	0,7581	0,5000	0,2500	0,2574	0,4032	0,2308	0,0833
Siderurgia e Metalurgia	0,4265	0,8387	0,5385	0,2500	0,1912	0,2581	0,2308	0,2917
Telecomunicação	0,4412	0,4839	0,4615	0,0417	0,2941	0,2903	0,3077	0,0000
Têxtil	0,5110	0,7258	0,5577	0,1771	0,2390	0,4032	0,2308	0,1771
Transporte e Serviços	0,6471	0,7419	0,4615	0,1250	0,3309	0,4839	0,2692	0,0000
Veículos e Peças	0,4412	0,7419	0,3846	0,2500	0,2647	0,4194	0,1538	0,2500
Média Geral	0,5144	0,7544	0,5105	0,2064	0,2617	0,4084	0,1906	0,1108

Nota: Utilizou-se a classificação do banco de dados Economatica® para alocar as empresas aos setores.

Em relação aos segmentos econômicos analisados, conseqüentemente, percebe-se conforme apresentado na Tabela 2, um menor incentivo ou comprometimento em divulgação de informações ambientais, nos dois momentos analisados. Tal característica foi observada durante a análise de conteúdo dos prospectos definitivos e dos relatórios presentes nas DFP's. Esse comportamento pode ser notado, de modo geral, mesmo que a empresa exerça ou não atividade sujeita a exigência ambiental mais severa.

4.2. CORRELAÇÃO ENTRE AS VARIÁVEIS

A seguir, apresenta-se a tabela 3 contendo os resultados da correlação de *Pearson* entre as variáveis do modelo:

Tabela 3: Correlação de *Pearson* entre Variáveis

Variáveis	$DISC_i(t_0)$	$DISC_i(t_1)$	TAM	END	ROA	CAT
$DISC_i(t_0)$	1,0000					
$DISC_i(t_1)$	0,1777	1,0000				
TAM	0,3156**	0,4633***	1,0000			
END	0,2035	0,4320***	0,3890***	1,0000		
ROA	0,1996	-0,0014	-0,2253	-0,1739	1,0000	
CAT	0,0107	0,1032	-0,1142	-0,0356	-0,1545	1,0000

Notas: ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Em que $DISC_i(t_0)$ é o nível de *disclosure* Voluntário no momento do IPO; $DISC_i(t_1)$ é o nível de *disclosure* Voluntário no momento da publicação da primeira DFP, após a abertura de capital; TAM = logaritmo natural do ativo total; END = endividamento total; ROA = retorno sobre o ativo; CAT = custo de capital de terceiros.

Nota-se que o valor máximo da correlação de *Pearson* entre as variáveis explanatórias é de 0,3890, observado para as variáveis TAM e END, a um nível de significância de 1%. Observa-se também que a variável explanatória ROA é positivamente relacionada com o *disclosure* voluntário $DISC_i(t_0)$, apresentando uma estatística de *Pearson* em 0,1996, mas que se torna negativamente relacionada quando da publicação da primeira DFP, após a abertura de capital, quando seu coeficiente da correlação com $DISC_i(t_1)$ é de -0,0014.

4.3. TESTE DE WILCOXON

A seguir, apresenta-se a tabela 4 contendo os resultados do teste de *Wilcoxon* para a diferença entre duas medianas:

Tabela 4: Estatística Descritiva do teste de *Wilcoxon*

Disclosure voluntário IPO/DFP	TOTAL	Informações		
		Econômicas	Sociais	Ambientais
Tamanho DFP's n_1	44 Observações			
Classificações de <i>Wilcoxon</i> - T_1	1011,0	1004,5	1064,0	1529,5
Tamanho IPO's n_2	44 Observações			
Classificações de <i>Wilcoxon</i> - T_2	2905,0	2911,5	2852,0	2386,5
Tamanho Total $n (n_1 + n_2)$	88 Observações			
Estatística do Teste T_1	1011	1004,5	1064	1529,5
Estatística do teste Z (<i>Wilcoxon</i>)	-7,9030	-7,9573	-7,4607	-3,5760
Valor Crítico Negativo/Positivo	±2,5758	±2,5758	±2,5758	±2,5758
Valor - p	*	*	*	0,0003

* Valores inferiores a 0,0000001

A Tabela 4 apresenta estatísticas do teste Z (*Wilcoxon*), expressivas em relação aos valores críticos estabelecidos para o nível de *disclosure* voluntário geral da amostra de -7,9030. Portanto, superiores os valores críticos (bicaudal), de $\pm 2,5758$. Os resultados encontrados suportam a hipótese (H_1) em que as organizações têm maiores níveis de *disclosure* voluntário, quando operam a sua primeira Oferta Pública de Ações do que, em momento posterior, estando listadas na BM&FBOVESPA, publicam suas primeiras DFP's.

O resultado dos testes apresentam os valores p inferiores ao nível de significância α de 0,01, estabelecidos. Portanto, as evidências estatísticas demonstram que existe, com 99% de confiança, uma diferença entre medianas no momento de um IPO e da primeira DFP, após a abertura de capital. As somas das classificações de *Wilcoxon* são maiores para os valores de T_2 e, portanto, a mediana do nível de *disclosure* voluntário no momento do IPO é superior ao momento da publicação da DFP. Observa-se uma variação mais expressiva na qualidade do *disclosure* voluntário em relação às Informações Econômicas (-7,9573) e de menor expressão, porém ainda significativas, nas Informações Ambientais (-3,5760).

Pode-se inferir que, analisando as Tabelas 1 e 4, as empresas são oportunas para apresentar maiores níveis de *disclosure* voluntário em momentos que necessitam de aporte financeiro, mas que não preservam, em eventos futuros, os mesmos níveis elevados de evidenciação. Os resultados obtidos nos testes confirmam as evidências anteriores da pesquisa conduzida por Li (2010), que mostra as organizações, elevando seus níveis de *disclosure* voluntário antes de uma abertura de capital como estratégia de potenciais concorrentes de mercado. Tal afirmação também encontra suporte nas pesquisas elaboradas por Lang e Lundholm (2000) em que, evidenciam um aumento no nível de *disclosure* voluntário em momento que antecede uma Oferta Pública de Ações. Essas evidências podem ainda indicar um comportamento oportunista na gestão das informações corporativas, que segundo Ho *et al.* (2010) estão presentes em uma operação de abertura de capital.

4.4. RESULTADO DAS REGRESSÕES

A Tabela 5 apresenta os resultados dos testes de regressão relacionados ao nível do *disclosure* voluntário e o tamanho das empresas, com acréscimo de variáveis de controle (*END*, *ROA* e *CAT*), tanto no momento do IPO (Painel A), quanto na primeira publicação das DFP's, após a abertura de capital (Painel B).

Inicialmente, os testes de normalidade dos resíduos foram construídos a partir do histograma e gráficos de probabilidade normal, que se apresentaram ausentes de grandes variações, bem como o teste de *Kolmogorov-Smirnov*, encontrando-se *p*-valores de 0,9950 (Painel A) e 0,9440 (Painel B), evidenciando a presença de normalidade dos erros estocásticos.

De acordo com Gujarati (2006), pode-se aceitar a premissa de homocedasticidade dos resíduos se o valor obtido no teste de *Breusch-Pagan-Godfrey* for inferior ao valor crítico. Os testes mostraram-se não significativos, obtendo-se os valores de 0,0640 (Painel A) e 4,7295 (Painel B), para um valor crítico χ^2 de 7,8147. Pode-se, portanto, inferir pela ausência de heterocedasticidade nos erros estocásticos.

Tabela 5: Resultados da Regressão para as Variáveis Dependentes $DISC_i(t_0)$ e $DISC_i(t_1)$

Painel A - IPO - $DISC_i(t_0) = \alpha_0 + \beta_1TAM_i + \beta_2END_i + \beta_3ROA_i + \beta_4CAT_i + u_i$				
Variáveis	Coefficientes	Erros-Padrão	Estatísticas t	p-valores
TAM	0,0299**	0,0124	2,41	0,0210
END	0,0005	0,0005	0,99	0,3270
ROA	0,0037*	0,0022	1,69	0,0980
CAT	0,0013	0,0018	0,70	0,4880
Intercepto α_0	0,2508**	0,0941	2,66	0,0110
R-quadrado	0,2003	Root MSE		0,0700
Estatística F	2,4400	p-valor (F)		0,0628
Teste KS	0,0632	p-valor (KS)		0,9950
Teste BPG	0,0640	χ^2 Crítico (BPG)		7,8147
Média VIF	1,1500	Tamanho da Amostra		44
Painel B – DFP - $DISC_i(t_1) = \alpha_0 + \beta_1TAM_i + \beta_2END_i + \beta_3ROA_i + \beta_4CAT_i + u_i$				
Variáveis	Coefficientes	Erros-Padrão	Estatísticas t	p-valores
TAM	0,0337***	0,0118	2,86	0,0070
END	0,0012**	0,0005	2,45	0,0190
ROA	0,0020	0,0019	1,04	0,3050
CAT	0,0023*	0,0013	1,73	0,0910
Intercepto α_0	- 0,0650	0,0931	- 0,70	0,4890
R-quadrado	0,3402	Root MSE		0,0624
Estatística F	4,0700	p-valor (F)		0,0075
Teste KS	0,0759	p-valor (KS)		0,9440
Teste BPG	4,7295	χ^2 Crítico (BPG)		7,8147
Média VIF	1,1500	Tamanho da Amostra		44

Notas: ***, **, * significantes a 1%, 5% e 10%, respectivamente. Em que $DISC_i(t_0)$ é o nível de *disclosure* Voluntário no momento do IPO; $DISC_i(t_1)$ é o nível de *disclosure* voluntário no momento da publicação da primeira DFP; TAM = logaritmo natural do ativo total; END = endividamento total; ROA = retorno sobre o ativo; CAT = custo de capital de terceiros. KS = teste de *Kolmogorov-Smirnov* para testar a normalidade nos resíduos; BPG é o teste de *Breusch-Pagan-Godfrey* para a presença de heterocedasticidade nos resíduos; VIF é o Fator de Inflação da Variância, para medir a presença de multicolinearidade entre as variáveis independentes.

Finalmente, Gujarati (2006) afirma que valores próximos a uma unidade, demonstram a ausência de problemas relacionados à colinearidade entre os regressores. De acordo com resultados obtidos no teste VIF (1,1500), não foram observados problemas quanto a esta premissa.

Os resultados dos testes, elaborados a partir das equações E.1 e E.2, demonstram uma significância estatística positiva na formação do *disclosure* voluntário a partir do tamanho da empresa, ou seja, quanto maior a empresa, melhor será o nível de *disclosure* voluntário, sendo observado a um nível de significância α de 0,05 e 0,01, respectivamente para um *p* valor de 0,0210 (IPO) e de 0,0070 (DFP), em outras palavras, o tamanho influencia o nível de *disclosure* voluntário das empresas.

O valor do coeficiente da variável de interesse *TAM* explica uma relação positiva com o *disclosure* voluntário de forma que, mantendo-se constante as demais variáveis independentes, o aumento do tamanho da empresa impacta positivamente no índice do *disclosure* voluntário médio em 0,0299 (Painel A) e 0,0337 (Painel B) pontos. O resultado confirma as pesquisas de autores que vão desde os primeiros trabalhos de Chow e Wong-Boren (1987), que revelaram uma relação positiva entre o tamanho e a qualidade da informação de empresas mexicanas, em outras palavras o tamanho impacta positivamente na qualidade do *disclosure* voluntário das organizações.

Outro aspecto que se relaciona com as conclusões do presente trabalho é a teoria do custo político abordada por Watts e Zimmerman (1990), quando afirmam que o tamanho é uma *proxy* para atenção política dispensada às organizações, bem como as observações de Firth (1979) de que empresas que têm maior atenção da sociedade tendem a evidenciar mais informações com o objetivo de aumentar sua reputação corporativa.

Adicionalmente, o coeficiente da variável de controle *END* apresentou, para o momento da publicação das DFP's, significância estatística a um nível α de 0,05, para um p valor de 0,0190, de forma a comprovar que empresas com maiores níveis de endividamento têm maiores níveis de *disclosure* voluntário, corroborando com as conclusões de Murcia (2009). O endividamento justifica o elevado nível de *disclosure* voluntário em razão da necessidade das empresas em reduzir os custos de monitoramento (JENSEN; MECKLING, 1976).

A variável ROA, apresentou significância estatística a um α de 0,10 apenas para o momento do IPO. Uma maior rentabilidade tende a propiciar maior divulgação voluntária pelos gestores, como forma de demonstrar ou justificar aos investidores, em geral, a permanência em seus cargos, bem como suas remunerações (RAFFOURNIER, 1995).

O custo de capital de terceiros (CAT) apresentou significância estatística a 10% para nível de *disclosure ex-post* IPO. Contudo, esperavam-se valores negativos para os coeficientes de CAT (relação negativa com o *disclosure* voluntário) que, apesar de próximos a zero, não corroboraram com os achados de Lima (2009).

5. CONCLUSÕES

O presente artigo teve como objetivo identificar a existência de diferenças no nível do *disclosure* voluntário em um momento de uma operação de IPO e posteriormente, na primeira DFP apresentada após a abertura de capital, bem como, buscar influência do tamanho das empresas no nível dessas informações. Para tanto, analisou-se os Prospectos Definitivos (como referência ao nível de *disclosure* voluntário no momento do IPO, com média de 518 páginas por Prospecto), bem como as Notas Explicativas e os Relatórios da Administração (como referência ao nível de *disclosure* voluntário no momento da publicação das DFP's, com média de 68 páginas por DFP) de uma amostra contendo 44 empresas (excluído o segmento financeiro) que abriram capital no período de 2007 até 2011, obtidos por meio de consulta pública aos sites da CVM e da BM&FBOVESPA.

Utilizando-se de variáveis explicativas - tamanho, endividamento, retorno sobre o ativo, e custo de capital de terceiros - os resultados foram no geral ao encontro dos objetivos inicialmente propostos para o presente trabalho, com exceção da variável custo de capital de terceiros. Ao passo que, por meio do teste de *Wilcoxon*, observaram-se evidências estatísticas acerca da diferença entre as medianas no momento de uma operação de IPO e em momento posterior, ou seja, da publicação das primeiras DFP's após a abertura de capital, sendo o maior nível de *disclosure* voluntário observado no momento do IPO.

No tocante ao tamanho, observou-se uma relação estatisticamente positiva com o nível de *disclosure* voluntário, tanto no momento da abertura de capital, quanto no momento da publicação da primeira DFP, após a abertura de capital, ou seja, em ambos os momentos. O tamanho da empresa,

influenciou na qualidade do *disclosure* voluntário, mas com um maior nível de evidenciação no momento da abertura de capital. Uma possível explicação para um maior nível de *disclosure* voluntário observado no momento do IPO é o fato de que o Prospecto Definitivo é elaborado de forma relativamente padronizada, porém não obrigatória, com o preenchimento do Formulário de Referência da CVM. Por outro lado, as DFP's que contemplam informações voluntárias são, em regra, ausentes de uma padronização específica.

Adicionalmente, quanto ao nível de endividamento (END) e custo de capital de terceiros (CAT), vale ressaltar que houve relação de significância estatística com o nível de *disclosure* voluntário para o momento da publicação da DFP. Entretanto, esperavam-se valores negativos para os coeficientes de CAT (relação negativa com o *disclosure*) o que não ocorreu. Finalmente, observou-se relação estatística significativa para a variável de retorno sobre o ativo (ROA) apenas no momento do IPO.

Essas evidências podem indicar que empresas reduzem o nível de *disclosure* voluntário após abertura de capital devido à redução dos incentivos (busca pelo menor custo), recebendo posteriormente maior monitoramento por causa do tamanho e dos credores, o que aumenta o custo político e o risco do endividamento, respectivamente.

É importante observar que os achados são restritos à amostra bem como às variáveis selecionadas, podendo, como sugestões para novas pesquisas, analisar as empresas do segmento financeiro (ampliando o tamanho da amostra), como efeito de comparabilidade por meio de utilização de variáveis *dummy*. Uma segunda sugestão seria agregar a pesquisa, fatores relacionados a níveis diferenciados de governança corporativa.

REFERÊNCIAS

- ADAMS, C. A. Internal organisational factors influencing corporate social and ethical reporting: beyond current theorising. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, v. 15, n. 2, p. 223–250, 2002.
- AKERLOF, G. A. The market for “Lemons”: quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, p. 488–500, ago. 1970.
- BIKHCHANDANI, S.; SHARMA, S. Herd behavior in financial markets. *IMF Staff Papers*, v. 47, n. 3, 2001.
- BM&FBOVESPA. *Estatísticas das aberturas de capital na BM&FBOVESPA*, 2012. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresa-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 31 dez. 2012
- CHAHINE, S.; FILATOTCHEV, I. The effects of information *disclosure* and board independence on IPO discount. *Journal of Small Business Management*, v. 46, n. 2, p. 219–241, April 2008.
- CHOW, C. W.; WONG-BOREN, A. Voluntary financial *disclosure* by Mexican corporations. *The Accounting Review*, v. 62, n. 3, p. 533–541, 1 jul. 1987.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. *Consulta de documentos de companhias abertas*. Rio de Janeiro: 2009.
- CONSELHO FEDERAL DE CONTABILIDADE - CFC. *Resolução nº 1.374 de 08 de Dezembro de 2011*. Dá nova redação à NBC TG ESTRUTURA CONCEITUAL - Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. Brasília-DF. 2011.
- DAILY, C.M.; CERTO, S. T.; DALTON, D.R.; ROENGPITYA, R. IPO underpricing: a meta-analysis and research synthesis. *Entrepreneurship Theory and Practice*, v. 27, n. 3, p. 271–295, mar. 2003.

- DEPOERS, F. A cost benefit study of voluntary *disclosure*: some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, v. 9, n. 2, p. 245–263, jul. 2000.
- DYE, R. A. An evaluation of “essays on *disclosure*” and the *disclosure* literature in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 32, n. 1–3, p. 181–235, Dec. 2001.
- ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary *disclosure*. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 22, n. 4, p. 325–345, Jul. 2003.
- FIRTH, M. The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary *disclosure* in corporate annual reports. *Accounting and Business Research*, v. 9, n. 36, p. 273–280, 1979.
- GUJARATI, D. N. *Econometria básica*. Tradução Maria José Cyhlar Monteiro. 4. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- HAIL, L. The impact of voluntary corporate *disclosures* on the ex-ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, v. 11, n. 4, p. 741–773, Oct. 2002.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate *disclosure*, and the capital markets: a review of the empirical *disclosure* literature. *Journal of Accounting and Economics*, v. 31, n. 1–3, p. 405–440, set. 2001.
- HO, C.-C.; HUANG, C.-L.; LIN, C.-T.; LIN, G. Y. C. Managing news coverage around initial public offerings. *Financial Management*, v. 39, n. 1, p. 187–225, Mar. 2010.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, Oct. 1976.
- JOG, V.; MCCONOMY, B. J. Voluntary *disclosure* of management earnings forecasts in IPO prospectuses. *Journal of Business Finance & Accounting*, v. 30, n. 1-2, p. 125–168, Jan. 2003.
- LANG, M. H.; LUNDHOLM, R. J. Voluntary *disclosure* and equity offerings: reducing information asymmetry or hyping the stock? *Contemporary Accounting Research*, v. 17, n. 4, p. 623–662, Dec. 2000.
- LANZANA, A. P. *Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.
- LEFTWICH, R. Market failure fallacies and accounting information. *Journal of Accounting and Economics*, v. 2, n. 3, p. 193–211, dez. 1980.
- LEVINE, D. M.; BERENSON, M. L.; STEPHAN, D. *Estatística- teoria e aplicações: usando Microsoft® Excel em português*. Tradução Teresa Cristina Padilha De Souza. 5. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2011.
- LI, X. The impacts of product market competition on the quantity and quality of voluntary *disclosures*. *Review of Accounting Studies*, v. 15, n. 3, p. 663–711, Sep. 2010.
- LIMA, G. A. S. F. Nível de evidenciação × custo da dívida das empresas brasileiras. *Revista Contabilidade & Finanças*, v. 20, n. 49, p. 95–108, abr. 2009.
- LOPES, A. B.; ALENCAR, R. C. DE. *Disclosure* and cost of equity capital in emerging markets: the Brazilian case. *The International Journal of Accounting*, v. 45, n. 4, p. 443–464, Dec. 2010.
- LOPES, J. E. G; RIBEIRO FILHO, J. F.; PEREIRA, D. M. V. G.; PEDERNEIRAS, M. M. M. M; SILVA, F. D. C.; SANTOS, R. Um estudo da relação entre o lucro contábil e o *disclosure* das companhias abertas do setor de materiais básicos. *BASE - Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos*, v. 7, n. 3, p. 208–220, 2010.

MURCIA, F. D. *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. 2009. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

MURCIA, F. D.-R.; SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, v. 3, n. 2, p. 72–95, 2009.

QUEMEL, L. C. *Determinantes para o aumento dos IPOs no Brasil: uma análise empírica ex-ante e ex-Post*. 2009. Dissertação (Mestrado em Finanças e Economia Empresarial) - Fundação Getúlio Vargas, Escola de Pós-Graduação em Economia, Rio de Janeiro.

RAFFOURNIER, B. The determinants of voluntary financial *disclosure* by Swiss listed companies. *European Accounting Review*, v. 4, n. 2, p. 261–280, 1995.

RODRIGUES, A.; MARTINS, E. Gerenciamento da Informação contábil através das provisões técnicas constituídas por sociedades seguradoras. *Revista Universo Contábil*, v. 6, n. 1, p. 46–66, 19 out. 2009.

ROVER, S.; TOMAZZIA, E. C.; MURCIA, F. D.-R.; BORBA, J. A. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. *Revista de Administração (São Paulo)*, v. 47, n. 2, p. 217–230, jun. 2012.

SCHULTZ, C. A.; MARQUES, T. O.; MURCIA, F. D.-R.; HOFER, E. *Disclosure* voluntário de informações ambientais, econômicas e sociais em cooperativas do setor agropecuário. *Teoria e Prática em Administração*, v. 2, n. 2, p. 56–77, April 2012.

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

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

WATTS, R. L.; ZIMMERMAN, J. L. Positive accounting theory: a ten year perspective. *The Accounting Review*, v. 65, n. 131-156, p. 289–315, jan. 1990.

WILLIAMSON, O. E. *The economic institutions of capitalism*. New York: The Free Press, 1985.