

Área Temática: Finanças

NÍVEL DE TRANSPARÊNCIA COMO DETERMINANTE DO CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS

AUTORES

ODIR LUIZ FANK

Fundação Universidade Regional de Blumenau - FURB
ofank@al.furb.br

RODRIGO ANGONESE

Universidade Regional de Blumenau
rangonese@al.furb.br

COSMO ROGÉRIO DE OLIVEIRA

Fundação Regional de Blumenau-FURB
cosmoo@al.furb.br

FRANCISCO ANTONIO BEZERRA

Universidade Regional de Blumenau - FURB
fbezerra@furb.br

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo confirmar junto a amostra se o nível de transparência constitui um dos determinantes do custo de capital de terceiros. Diante dessa perspectiva, o tema justifica-se como importante, pois o estudo se propõe de modo empírico, a confirmar ou refutar, na amostra selecionada para o estudo, o arcabouço teórico desenvolvido até o momento. Destaca-se que no estudo o nível de transparência foi obtido por meio do levantamento das informações voluntárias publicadas pelas empresas na internet, oferecendo assim um diferencial em relação a outros estudos similares. A pesquisa caracterizou-se quanto aos objetivos descritiva, quanto ao procedimento técnico documental e quanto à abordagem a mesma foi classificada como qualitativa e quantitativa. A amostra, não-probabilística, constitui-se de 100 empresas escolhidas intencionalmente dentre aquelas mais negociadas na BM&FBovespa. Os resultados da análise de regressão linear revelaram que existe uma correlação negativa entre o nível de transparência e o custo do capital de terceiros, ou seja, para a amostra analisada, quanto maior o nível de transparência menor é o custo do capital de terceiros. Destaca-se que o coeficiente determinação R^2 demonstrou que no modelo, as variáveis independentes explicam em 20,03% as variações no custo do capital de terceiros.

Palavras-chave: Determinantes. Custo de capital de terceiros. Transparência.

ABSTRACT

This study aims to ascertain from the sample if the level of transparency is one of the determinants of the cost of debt. Given this perspective, the subject is justified as important as the study proposes an empirical way, to confirm or refute the sample selected for the study, the theoretical framework developed so far. It is noteworthy that in the study the level of transparency was achieved through the lifting of the voluntary information published by companies on the Internet, providing a differential to other similar studies. The research was characterized as descriptive, technical document on the procedure and how to approach it was classified as qualitative and quantitative. The non-probabilistic sample consists of 100

companies intentionally chosen among those most actively traded on the BM&FBovespa. The results of linear regression analysis revealed that there is a negative correlation between the level of transparency and cost of debt, for the sample, the higher the level of transparency is, the lower cost of debt. It is noteworthy that the coefficient determination R^2 showed that the model, the independent variables explain 20.03% variation in the cost of debt.

Key words: Determinants. Cost of debt. Transparency

1 INTRODUÇÃO

Segundo Dantas *et al.* (2005, p. 61) há consenso entre pesquisadores “de que o *disclosure* corporativo é fundamental para o eficiente funcionamento do sistema”. Silva (2006, p. 1), menciona que “as práticas de governança corporativa, juntamente com as leis e a atuação dos tribunais e dos legisladores, visam evitar que uma parte seja expropriada por outra.” Para viabilizar essa proposta, a governança corporativa possui como um dos princípios fundamentais a transparência, que prega que a empresa deverá disponibilizar informações, compulsórias ou voluntárias, econômicas e financeiras e outras informações.

Procedendo dessa maneira, as companhias acabam por reduzir a assimetria informacional que existe entre os agentes envolvidos. Em outras palavras, a assimetria informacional acontece quando o gestor possui mais informação sobre a empresa do que outras partes ligadas à empresa.

Healy e Palepu (2001, p. 401) mencionam que a demanda por relatórios financeiros e *disclosure* no âmbito do mercado de capitais “surge da assimetria de informações e de conflitos de agência entre administradores e investidores”. Diante disso, quanto mais informação de qualidade divulgada, menor é a assimetria informacional e o conflito de agência, e mais fortalecido torna-se a empresa e o mercado de capitais. Um dos benefícios da redução da assimetria de informações é o fortalecimento do mercado de capitais.

Quando se abordam os termos transparência, evidenciação, informação, remete-se ao papel da Contabilidade, entendendo-se que a mesma possui como objetivo a geração de informação útil e confiável para a tomada de decisão.

Botosan (1997, p. 323) menciona que “a associação entre o nível de *disclosure* e o custo do capital não está bem estabelecida e tem sido difícil de quantificar”. Sendo assim, analisando sob a ótica do custo do capital próprio, percebe-se que a informação contábil quando contribui para a diminuição da assimetria informacional, diminui o risco do investidor ser expropriado pelo gestor. Se o investidor perceber menos risco envolvido na operação, o custo do capital tenderá a diminuir. Para o autor, essa relação acontece, pois quanto maior o risco percebido na relação, maior será o desconto que o investidor fará na aquisição da participação na empresa, até o ponto em que o preço da participação (ação) será compensado pelo risco envolvido na transação. Sendo assim quanto menor o risco maior a possibilidade da empresa captar mais recursos no mercado com menor percentual de participação vendida.

Para o custo do capital de terceiros, o raciocínio é semelhante. A partir do momento que a empresa torna-se mais transparente, o fornecedor do capital tem condições de avaliar o risco envolvido na concessão do crédito. Tendo condições de melhor avaliar o risco envolvido, supõe-se que as empresas mais transparentes também possuam menor custo de captação do capital de terceiros (LIMA, 2009). Em outras palavras, quanto melhor a reputação da empresa, demonstrada pelas informações (compulsórias e voluntárias) divulgadas, menor será o risco envolvido na operação e, por conseguinte menor será a taxa de juros cobrada pela utilização do capital de terceiros.

Lima *et al.* (2008, p. 3) menciona que “o assunto que envolve a relação entre custo de capital próprio ou de terceiros e evidenciação, não é muito explorado em âmbito nacional.” Já, a nível internacional, existem mais pesquisas a respeito. Os autores citam que em relação a pesquisas que relacionam o custo de capital próprio e o nível de evidenciação, a nível internacional, relacionam-se estudos de Glosten e Milgrom (1985), Amihud e Mendelson (1986), Diamond e Verrecchia (1991), Baiman e Verrecchia (1996), Botosan (1997), Botosan e Plumlee (2000), Bloomfield e Wilks (2000), Hail (2002), Petersen e Plenborg (2006). Continuando, os autores mencionam que em relação às pesquisas relacionando o custo do capital de terceiros com a evidenciação, existem poucas pesquisas até mesmo internacionalmente, onde citam Sengupta (1998) e Mazumdas e Sengupta (2005).

No Brasil, tem-se algumas pesquisas sobre o custo do capital próprio, como as de Bruni (2002), Alencar e Lopes (2005) e Nakamura *et al.* (2006). Para o custo do capital de terceiros, existem pesquisas de Lima *et al.* (2008) e Lima (2009). Em seu último estudo, Lima (2009), apurou que o nível de *disclosure* voluntário possui relação inversa com o custo do capital de terceiros, ou seja, quanto maior o nível de *disclosure*, menor o custo do capital de terceiros. Na pesquisa elaborada por Lima (2009) o nível de *disclosure* voluntário foi averiguado junto a 23 empresas com maior liquidez das ações no mercado, a partir dos relatórios de prestação de contas das empresas.

Considerando a importância das empresas mostrarem-se transparentes, e das pesquisas que mostram a existência de uma relação entre a transparência e o custo do capital de terceiros, a presente pesquisa busca responder a seguinte questão problema: O nível de transparência é fator determinante do custo de capital de terceiros nas empresas selecionadas para o estudo?

Cogitando uma possível solução para o problema de pesquisa, a hipótese de pesquisa supõe que o nível de transparência é fator determinante do custo de capital de terceiros, pois quanto maior for o nível de transparência, menor será o custo do capital de terceiros. A hipótese de pesquisa está fundamentada pela teoria da divulgação, sob a taxonomia da divulgação baseada no julgamento, que conforme Verrecchia (2001) investiga como os gestores julgam a possibilidade de divulgar informações sobre a empresa. Sendo assim, uma das influências do nível de transparência praticado pelas empresas encontra-se no custo do capital de terceiros. Pesquisas na área, específicas para investigação sobre o relacionamento entre o nível de evidenciação e o custo do capital de terceiros são escassas. Uma delas, elaborada por Lima (2009) demonstram que quanto maior o nível de transparência menor tende a ser o custo do capital de terceiros. Portanto, empresas que optam por uma política de transparência maior, permitem aos seus credores avaliar melhor o risco envolvido nas operações, que reflete nos encargos cobrados pela utilização de recursos de terceiros. Portanto, espera-se que o nível de transparência praticado pela empresa influencie o custo de capital de terceiros. Baseado nesse contexto formula-se a seguinte hipótese de pesquisa: o nível de transparência é fator determinante do custo de capital de terceiros, pois quanto maior for o nível de transparência, menor será o custo do capital de terceiros.

Este trabalho tem como objetivo geral confirmar junto à amostra se o nível de transparência constitui um dos determinantes do custo de capital de terceiros.

O artigo está estruturado em cinco seções, iniciando com a introdução. Em seguida, apresenta o referencial teórico, que contempla os temas evidenciação, *disclosure* e transparência, teoria da divulgação e teoria da divulgação. Após, apresenta os procedimentos metodológicos utilizados na pesquisa e o desenho da pesquisa. Na seqüência, são apresentadas as análises dos resultados e as considerações finais.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Evidenciação, *disclosure* e transparência

Evidenciação, *disclosure* e transparência, são terminologias que são citadas na literatura e que geram em diversas situações confusões a respeito do seu significado. Para melhor esclarecimento procurou-se evidenciar o conceito destas terminologias considerando a visão de alguns autores. Para Bushman, Piotroski e Smith (2004, p. 207) transparência pode ser definida “como a abrangente disponibilidade de informação relevante e confiável sobre o desempenho periódico, situação financeira, oportunidades de investimento, governança, valor e risco das empresas de capital aberto”. Conforme o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC] (2009, p. 54), coloca transparência como sinônimo de *disclosure* e menciona que

o diretor presidente deve garantir que sejam prestadas aos *stakeholders* as informações de seu interesse, além das que são obrigatórias por lei ou regulamento, tão logo estejam disponíveis. Ele deve assegurar que essa comunicação seja feita com clareza e prevalecendo a substância sobre a forma. A Diretoria deve buscar uma linguagem acessível ao público-alvo em questão. As informações devem ser equilibradas e de qualidade. A comunicação deve abordar tanto os aspectos positivos quanto os negativos, de modo a oferecer aos interessados uma correta compreensão da organização.

Quanto a forma de divulgação das informações, o IBGC faz menção sobre a utilização da internet como ferramenta de divulgação das informações, quando menciona (2009, p. 55) “toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os interessados. Internet e outras tecnologias devem ser exploradas para buscar a rapidez e a ampla difusão de tais informações”.

Sobre evidenciação, Aquino e Santana (1992, p. 1) mencionam que “evidenciação significa divulgação com clareza, divulgação em que se compreende de imediato o que está sendo comunicado.” Hendriksen e Van Breda (1999, p. 512) contribuem afirmando que “no sentido mais amplo da palavra, divulgação simplesmente quer dizer veiculação de informação”.

Iudícibus e Lopes (2004, p. 23) associa a evidenciação ao *disclosure* quando menciona que “na verdade, o *disclosure* está ligado aos objetivos da contabilidade, ao garantir informações diferenciadas para os vários tipos de usuários”. Em diversos trechos do texto o termo *disclosure* é colocado como sendo a expressão original na língua inglesa que traduzida representa o termo evidenciação na língua portuguesa. Portanto, percebe-se que na literatura os termos evidenciação, *disclosure* e transparência são trazidos como sinônimos.

Ponte e Oliveira (2004, p. 9) afirmam que “as empresas podem adotar diferentes formas de evidenciação, mas devem fornecer informações em quantidade e qualidade que atendam às necessidades dos usuários das demonstrações contábeis.” Hendriksen e Van Breda (1999, p. 511) mencionam que o objetivo da divulgação financeira “é fornecer informações para a tomada de decisão”. Ainda conforme Hendriksen e Van Breda (1999), para se atingir o objetivo é necessária a divulgação apropriada de dados financeiros e outras informações relevantes.

Existem diversas formas de evidenciar a informação contábil. Iudícibus (1997, p. 113) contribui mencionando cinco métodos para a evidenciação, quais são: “forma e apresentação das demonstrações contábeis, informações entre parênteses, notas de rodapé (explicativas), quadros e demonstrativos suplementares, comentários do auditor e relatório da auditoria”.

Sobre a quantidade de evidenciação, Iudícibus (1997, p. 111) menciona que

muitas expressões e conceitos vem sendo utilizados; alguns falam em evidenciação adequada (*adequate disclosure*), outros ainda em evidenciação justa (*fair disclosure*) e outros ainda em evidenciação plena (*full disclosure*). Na verdade, não existe diferença efetiva entre tais conceitos, embora tenham sido utilizados com significados distintos; toda a informação para o usuário precisa ser, ao mesmo tempo, adequada, justa e plena, pelo menos no que se refere ao detalhe que está sendo evidenciado. Afinal, o sentido da evidenciação é que a informação que não for relevante deve ser omitida a fim de tornar os demonstrativos contábeis significativos e possíveis de serem entendidos plenamente.

A esse respeito, o *Financial Accounting Standard Board* [FASB] (1978 *apud* HENDRIKSEN e VAN BREDA, 1999, p. 515) destaca que “a informação divulgada em relatórios financeiros deve ser compreensível para os que possuem um conhecimento razoável

de negócios e atividades econômicas e estão dispostos a estudar a informação com diligência razoável”.

Sobre o modo como a informação é comunicada aos usuários, Hendriksen e Van Breda (1999, p. 513) complementam afirmando que “a divulgação fora das demonstrações financeiras propriamente ditas desempenham um papel muito importante no mercado global”.

Quanto à importância da evidenciação, Iudícibus (1997, p. 115) menciona que

a evidenciação é um compromisso inalienável da Contabilidade com seus usuários e com os próprios objetivos. As formas de evidenciação podem variar, mas a essência é sempre a mesma: apresentar informação quantitativa e qualitativa de maneira ordenada, deixando o menos possível para ficar de fora dos demonstrativos formais, a fim de propiciar uma base adequada de informação para o usuário. Ocultar ou fornecer informação demasiadamente resumida é tão prejudicial quanto fornecer informação em excesso.

Diante desse contexto, cabe destacar que a divulgação pode ser classificada de duas formas diferentes: a voluntária e a não voluntária. A esse respeito, segundo Ronen e Yaari (2002, p. 350) a indução ao *disclosure* pode assumir diversas formas: “a obrigatoriedade do *disclosure*, em função de determinações legais ou regulamentares; a indução ao *disclosure*, em função de dispositivos legais que permitam aos investidores processar os administradores por omissão de informações ou apresentação enganosa; e os mecanismos auto-induzidos de *disclosure*, que se verificam quando as dinâmicas entre as empresas e investidores forçam as companhias a divulgar as informações”. Watson (2002, p. 289), define *disclosure* voluntário como aquele “que excede o requerido por leis, normas contábeis ou determinação de órgãos reguladores”.

Considerando a transparência uma etapa fundamental para comunicar a informação ao usuário, cabe relacioná-la com o custo do capital. Entretanto antes, abordar-se-á de modo mais aprofundado as questões aqui discutidas, sob a ótica da teoria da divulgação.

2.2 Teoria da divulgação

Cunha e Ribeiro (2008, p. 7) mencionam que a teoria da divulgação “é uma linha de pesquisa que tem por objetivo explicar o fenômeno da divulgação de informações financeiras”. Sobre a teoria da divulgação, Verrecchia (2001, p. 2), menciona que “a questão prática é de que não existe uma compreensiva e unificada teoria da divulgação, ou pelo menos nenhuma em que eu me sinta confortável em identificar”. Em seu trabalho, Verrecchia (2001) expõe uma classificação de diversos modelos que tratam sobre o assunto, em três grandes categorias: pesquisa sobre divulgação baseada em associação, pesquisa sobre divulgação baseada em julgamento, pesquisa sobre divulgação baseada em eficiência.

Para Verrecchia (2001), a categoria que classifica a pesquisa baseada em associação, relaciona a divulgação e as mudanças nos comportamentos dos investidores que individualmente competem no mercado de capitais buscando a maximização de sua riqueza. Quanto a que a categoria denominada pesquisa sobre a divulgação baseada em julgamento, o autor menciona que a mesma propõe-se a investigar como os gestores e/ou empresas julgam a possibilidade de divulgação de informações sobre as quais são de conhecimento da empresa. Quanto a terceira categoria, pesquisas sobre divulgação baseada em eficiência, o autor menciona que a mesma abrange trabalhos que discutem qual o arranjo de informações que devem ser evidenciadas a luz da preferência dos usuários, caracterizando-se como *ex-ante*, ou seja, analisados em uma perspectiva que antecede a divulgação das informações ao mercado.

A proposta desse trabalho enfatiza a segunda categoria, ou seja, a que se refere a pesquisas baseadas em julgamento. Cabe ao gestor julgar se é adequada a divulgação de informação voluntária e qual seria o impacto dessa divulgação no mercado. Sendo assim, a

abordagem da pesquisa baseada em julgamento, compulsoriamente nos remete aos conceitos de seleção adversa e assimetria de informações.

Segundo Healy e Palepu (1993 *apud* LIMA *et al.*, 2008, p. 1), “assimetria da informação é quando, em um modelo de informação financeira ou econômica, algum agente possui informação sobre certa empresa ou ativo superior a outro agente”. Hendriksen e Van Breda (1999, p. 162) mencionam que “há assimetria informacional quando uma das partes da transação possui mais informação do que outra”.

Segundo Salotti e Yamamoto (2005, p. 59) seleção adversa ocorre quando

um comprador racional interpreta informação não divulgada como uma informação não favorável sobre o valor ou qualidade do ativo. Desse modo, a estimativa do valor do ativo passa a ser adversa, ou seja, na falta de informação, os investidores descontam o valor dos seus ativos até o momento em que se torna interessante para a firma revelar a informação, mesmo desfavorável.

Cunha e Ribeiro (2008) afirmam que empresas com perspectivas financeiras positivas tem incentivo maior para divulgar essas perspectivas e outras informações, detalhadamente, pois acreditam que os custos relacionados a essas informações são compensados pelos benefícios. Para os autores a não-divulgação levaria o mercado a interpretar as perspectivas como ruins. Se, por outro lado, as perspectivas forem ruins, não adianta incorrer em custos para divulgar tal informação. Sua ausência já induz o mercado a interpretar a dificuldade da empresa. Dantas, Zendersky e Niyama (2004, p.3) mencionam que “deve haver um equilíbrio entre o custo e o benefício de divulgar a informação.” Conforme os autores, os custos não devem ser superiores aos benefícios proporcionados pela divulgação.

Percebe-se que a divulgação de informações voluntárias envolve uma série de implicações às quais as empresas estão submetidas. A opção da empresa em divulgar ou não divulgar informações excedentes aquelas obrigatórias, oferecer ou não determinado volume de informação implica em um posicionamento por parte do usuário. Considerando que os credores também constituem um dos usuários da informação contábil, pondera-se que a prática de determinado volume de informação também interfira na relação entre a empresa e os credores e que essa interferência acabe por materializar-se em um maior ou menor custo de capital de terceiros.

2.3 Teoria da divulgação

Correntes teóricas apontam que o custo do capital está diretamente relacionado ao nível de transparência praticado pela empresa. A esse respeito, Lanzana (2004, p. 6), menciona que “o *disclosure* seria responsável por diminuir a assimetria informacional entre gestores e investidores e contribuiria para que investidores tenham o ferramental necessário para uma adequada alocação de seus recursos”. Quinteiro (2004, *apud* GALON, 2006, p. 30) afirma que, “a evidenciação de informações contábeis relevantes reduz a assimetria de informações no mercado e, conseqüentemente, o risco de os investidores cometerem erros em suas decisões, aumentando a atração de capitais”.

Salotti e Yamamoto (2005, p. 64), quando abordam a categorização das pesquisas sobre evidenciação baseadas em eficiência, mencionam que

um tipo de custo relacionado à divulgação que inibe o investimento e, assim, faz com que as ações da firma sejam mais caras é o custo de transação advindo do problema de seleção adversa inerente à troca de ativos entre investidores de vários graus de conhecimento da informação. Esse custo de transação é chamado de “componente do custo de capital relativo à assimetria informacional”. Este componente é o desconto efetuado pela empresa para tornar conveniente o problema da seleção adversa. Conseqüentemente, em busca da sua eficiência, a empresa

procura reduzir a assimetria informacional como uma forma de reduzir o componente do custo de capital relativo a isso. Uma maneira de atingir a redução da assimetria é o comprometimento da empresa com o nível mais alto de divulgação ao público no momento em que as suas ações são oferecidas.

Elliot e Jacobson (1994, *apud* JORGE e GARCÍA-MECA, 2004, p. 82) mencionam que “a empresa obterá um benefício com a divulgação da informação quando essa leve a um custo do capital mais baixo.” Conforme os autores (2004, p.82) “ A maior quantidade de informação divulgada ajuda na redução do custo do capital, uma vez que irá contribuir, ou a ajudar a investidores e credores, a compreender melhor o risco econômico do investimento realizado ou que pensam em realizar.” Ainda, conforme Jorge e García-Meca (2004) a informação incompleta ou escassa, repassada pela empresa se reflete no custo de capital como um prêmio de risco sobre a rentabilidade dos ativos livres de risco e de um prêmio derivado do risco econômico.

Eccles *et al.* (2001 *apud* MALACRIDA e YAMAMOTO, 2006), cita uma pesquisa realizada pela *PricewaterhouseCoopers* procurando identificar entre investidores institucionais e analistas, os principais benefícios associados a uma melhor evidenciação. De acordo com essa pesquisa, cinco fatores são citados como sendo os maiores benefícios de uma melhor evidenciação: aumento da credibilidade dos gestores; mais investidores de longo prazo; maior monitoramento por parte dos analistas; melhor acesso a novos capitais e melhor avaliação do preço das ações. Dentre os benefícios apresentados, destaca-se o que se refere ao melhor acesso a novos capitais. Os autores colocam que a pesquisa demonstra que uma melhor evidenciação está relacionada ao custo do capital, sendo que a empresa detentora de maior acesso a novos capitais tem mais oportunidades de obter um menor custo de capital.

Quando se relaciona a política de evidenciação ao custo do capital, deve-se destacar que o custo do capital pode ser entendido de duas maneiras diferentes: custo do capital próprio e custo do capital de terceiros.

Braga (1995, p. 311), menciona que o “capital próprio é representado pelas contas que compõem o Patrimônio Líquido e o capital de terceiros corresponde aos saldos das contas do Passivo Circulante e do Exigível a Longo Prazo”. Segundo as recentes alterações na Lei 6.404/76, deve-se entender por passivo circulante e exigível a longo prazo, os grupos do passivo circulante e passivo não circulante. A esse respeito, Brigham e Houston (1999), contribuem afirmando que as vantagens da utilização do capital de terceiros incluem o fato de que juros pagos são dedutíveis para fins de imposto; os acionistas não precisam partilhar seus lucros se os negócios forem extremamente bem-sucedido. Complementando, os autores citam que as desvantagens referem-se ao fato de que quanto mais alto for o risco do negócio, mais alta será a taxa de juros, e se o lucro operacional não é suficiente para cobrir os pagamentos de juros, os acionistas terão de cobrir a diferença, e se não puderem fazê-lo, a empresa irá à falência.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS E DESENHO DA PESQUISA

Esta pesquisa, no que se refere aos seus objetivos classifica-se como descritiva. Quanto aos procedimentos a pesquisa pode ser classificada como documental, e quanto à abordagem, classificou-se a pesquisa como qualitativa e quantitativa.

A amostra é composta por 100 empresas, selecionadas dentre aquelas que apresentam maior volume de negociação na BM&FBovespa. Empresas do setor financeiro não fizeram parte da amostra, pois possuem características particulares que não cabem na proposta da pesquisa. A amostra para fins do estudo é caracterizada como não-probabilística e intencional.

A partir do *site* da BM&FBovespa - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo, foram consultadas as empresas que já apresentavam cadastrado o endereço eletrônico,

que seria a fonte para obtenção dos dados relativos ao nível de transparência. Empresas que não tinham seu *site* cadastrado não foram consultadas.

Comparativamente a outros estudos, percebe-se que o número de empresas que compõem a amostra é representativo. Botosan (1997) quanto realizou estudo sobre o custo do capital próprio e sua relação com o nível de transparência estudou uma amostra de 122 indústrias. Yamamoto (2005) pesquisou 93 empresas; Botosan e Plumlee (2002) em estudo similar utilizaram uma amostra composta por 43 indústrias. Lima (2009) quando investigou a relação do nível de evidenciação com o custo do capital de terceiros utilizou uma amostra de 23 empresas em um período de 5 anos que resultou em 115 observações.

Lima (2009) cita outros estudos similares como o de Leuz (2000) que utilizou 103 empresas e Labelle (2002) que pesquisou 157 e 126 empresas nos anos de 1996 e 1997. Objetivou-se delimitar uma amostra com um número suficiente de elementos que permitisse obter um resultado válido estatisticamente e que pudesse confirmar tendências reveladas por estudos anteriores.

Inicialmente foram selecionadas para compor a amostra um total de 133 empresas. A partir do tratamento estatístico dos dados, foram identificados diversos casos que configuravam *outliers* e sendo assim, foram eliminados. A partir disso, a amostra acabou composta por 100 empresas.

As variáveis principais selecionadas para o estudo são o nível de transparência, o custo do capital de terceiros. Além das variáveis citadas, foram adicionadas outras quais são: tamanho da empresa, valor da receita bruta, nível de endividamento e uma variável *dummy* que indica a participação da empresa com ações na bolsa de Nova Iorque. A adição de mais variáveis tem por objetivo contribuir com o poder explicativo do modelo e também para averiguar a relação entre as variáveis principais considerando os efeitos de outras variáveis, como as selecionadas para o estudo.

Os dados necessários para a mensuração das variáveis foram obtidos por meio das informações publicadas pelas empresas na internet. Pesquisas demonstram que a internet está se confirmando como um canal eficiente e eficaz de comunicação com os usuários. A esse respeito, Kelton e Yang (2008) contribuem mencionando que a internet é a única ferramenta de evidenciação da informação que incentiva formas flexíveis de apresentação e permite comunicação imediata, ampla e barata com os investidores.

A partir desse contexto, a técnica de levantamento de dados utilizada foi a análise de conteúdo. Para a mensuração da variável que diz respeito ao nível de transparência praticado pela empresa, foi consultado o *site* corporativo das mesmas e avaliado o conteúdo disponibilizado no *link* investidores. Foi considerada informação voluntária, aquela que foi divulgada espontaneamente e não por força de lei ou regulamentação. Portanto, a informação voluntária excede aquela exigida pela legislação societária e órgãos regulamentadores.

Para apuração do nível de evidenciação para a viabilização deste estudo baseou-se nos modelos propostos nos estudos realizados por Mazer (2007) e Silva Magalhães (2005). O modelo utilizado é composto por 11 questões derivadas de ambos os estudos e mais 3 questões que tratam sobre a divulgação do balanço social, do relatório de sustentabilidade e de informações ambientais. A inclusão destes três itens justificou-se pelo fato de não possuírem caráter obrigatório e sua divulgação ou não depende exclusivamente da livre escolha por parte dos gestores.

Conforme verificado na literatura que trata sobre o tema, não há um modelo padrão para a mensuração do nível de evidenciação de informações voluntárias. Não há consenso sobre os itens que devem ser utilizados para compor a métrica. Portanto, os aspectos subjetivos da métrica para a evidenciação de informações voluntárias constituem uma limitação para a pesquisa. No Quadro 1 demonstram-se os itens utilizados para a apuração do nível de evidenciação de informações voluntárias.

Ordem	Disseminação voluntária	Método
1	Visão Geral	= 1 se o <i>site</i> oferecer uma visão geral consistente do desempenho da empresa (perguntas mais frequentes, fatos recentes, notícias rápidas), e 0 se não a oferecer.
2	Idioma	= 1 se a empresa disponibilizar as informações financeiras em outro idioma além do português, e 0 se não as oferecer.
3	Notícias	= 1 se o <i>site</i> oferecer o texto das notícias financeiras mais recentes, e 0 se não o oferecer.
4	Analistas	= 1 se o <i>site</i> elencar analistas, e 0 se não o oferecer.
5	Comentários	= 1 se o <i>site</i> apresentar textos de comentários e apresentações (por exemplo, os <i>Road shows</i> do desempenho trimestral), e 0 se não os oferecer.
6	Atual	= 1 se o <i>site</i> fornecer os preços das ações no mesmo dia, e 0 se não os oferecer.
7	Histórico	= 1 se o <i>site</i> fornecer o histórico dos preços das ações, e 0 se não o oferecer.
8	Link diferente	= 1 se o <i>site</i> oferecer um <i>link</i> para os dados das ações em um <i>site</i> diferente, e 0 se não o oferecer.
9	Vantagem	= 1 se o <i>site</i> discutir as vantagens de um investidor em manter a posse das ações da empresa, e 0 se não discutir.
10	Código de Ética	= 1 se o <i>site</i> oferecer a visualização do código de ética da empresa, e 0 se não o oferecer.
11	Balanço Social	= 1 se o <i>site</i> oferecer a consulta ao balanço social da empresa, e 0 se não o oferecer.
12	Indicadores Fundamentalistas	= 1 se o <i>site</i> oferecer a visualização de indicadores fundamentalistas, e 0 se não o oferecer.
13	Relatório de Sustentabilidade	= 1 se o <i>site</i> oferecer a consulta a relatório de sustentabilidade, e 0 se não o oferecer.
14	Informações ambientais	= 1 se o <i>site</i> oferecer as informações relacionadas ao impacto no meio ambiente, e 0 se não oferecer.

Quadro 1: Indicadores para apuração do índice de transparência

Fonte: Dados primários.

3.1 Quantificação das variáveis

Para o cálculo do nível de divulgação voluntária das empresas, utilizou-se o seguinte método: para cada item de evidenciação de informação voluntária que a empresa apresentasse, a mesma ganhava um ponto. Logo, ao final do levantamento, o total de pontos obtidos pela empresa foi comparado ao total de pontos passíveis de serem alcançados, razão que resultou no indicador de evidenciação de informações voluntárias. Os dados foram coletados durante o último trimestre de 2009.

Mazer (2007) em um estudo que procurava verificar a relação entre a transparência e o custo do capital próprio também utilizou um modelo composto por 14 questões obtidas a partir de pesquisas similares realizadas. Algumas das questões utilizadas por Mazer (2007) coincidem com as questões utilizadas para esse estudo, bem como a maior parte das informações necessárias para avaliar a transparência das empresas no estudo proposto por Mazer (2007) também foram coletadas no *site* corporativo das empresas na internet.

Encontrado o nível de evidenciação de informações voluntárias, buscou-se apurar o custo do capital de terceiros das mesmas empresas. A partir do *site* da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) foram obtidas as demonstrações contábeis encerradas em 31 de dezembro de 2008 e calculou-se o custo do capital de terceiros, relacionando as despesas financeiras líquidas de impostos (utilizou-se a alíquota de 34%) com o total da média do passivo financeiro oneroso em 31/12/2007 e 31/12/2008. Segundo Assaf Neto (2003) o custo

do capital de terceiros é aquele decorrente do custo da utilização dos passivos financeiros, ou seja, empréstimos, financiamentos e debêntures. Para relacionar o custo do capital de terceiros com o nível de transparência, considerou-se que o nível de transparência apresentado pela empresa no momento da consulta, é o nível que a empresa julga adequado e que reflete no custo de capital de terceiros no momento da apuração deste.

A variável tamanho da empresa representa o valor do ativo da empresa em 31/12/2008 representado pelo valor do seu logaritmo natural. A variável que diz respeito ao valor da receita bruta da empresa também foi representada pelo valor do seu logaritmo natural e refere-se ao valor encontrado na demonstração do resultado do exercício encerrada em 31/12/2008. O endividamento da empresa foi encontrado pela razão do passivo total dividido pelo ativo total ambos em 31/12/2008. A variável *American Depositary Receipts* (ADR) foi encontrada consultando o *site* da *Secure Exchange Commission* (SEC) de onde foi obtida a listagem de empresas brasileiras que negociam ações na bolsa de Nova Iorque por meio de ADR. As variáveis utilizadas nesse estudo, também foram utilizadas em estudos similares realizados por Lima (2007) e Alencar e Lopes (2005). Foram acrescentadas ao modelo de regressão outras variáveis, além do custo de capital de terceiros e do nível de transparência. O objetivo foi melhorar o desempenho estatístico do modelo, bem como verificar possíveis correlações entre as variáveis.

3.2 Procedimentos estatísticos e modelo matemático

A técnica estatística aplicada no estudo foi a regressão linear múltipla, pelo método dos mínimos quadrados ordinários (MQO). O modelo matemático utilizado é, assim, definido:

$$CCT_i = \alpha + \beta_1 Transp_i + \beta_2 Tamanho_i + \beta_3 Endivid_i + \beta_4 Receita_i + \beta_5 ADR_i + \mu$$

- CCT_i é o custo de capital de terceiros da empresa i no ano i ;
- α é o intercepto da reta;
- β são os coeficientes angulares;
- $Transp_i$ representa a variável transparência;
- $Tamanho_i$ representa a variável tamanho pelo valor do ativo;
- $Endivid_i$ representa a variável endividamento;
- $Receita_i$ representa a variável receita total;
- ADR_i representa a variável participação da empresa na bolsa de valores de Nova York por meio de ADR (*American Depositary Receipts*);
- μ é o termo de erro.

A validação dos pressupostos assumidos no modelo de regressão realizou-se pela aplicação de testes para detectar problemas quanto à presença de casos discrepantes (*outliers*), aleatoriedade, normalidade e homocedasticidade. A análise residual ao nível de 5% demonstrou que não existem casos discrepantes ou *outliers*. O teste de aleatoriedade dos resíduos julgou aceita a hipótese de aleatoriedade. Para a avaliação da normalidade foi realizado o teste de aderência *Kolmogorov-Smirnov* que julgou aceita a hipótese de aderência à distribuição normal. Utilizou-se o teste de Levene que aceitou a hipótese de homocedasticidade. Percebe-se, que os resultados da análise residual apontam que a regressão não apresenta *outliers* bem como atende aos critérios de aleatoriedade, distribuição normal e homocedasticidade. Foi também verificado problemas quanto a multicolinearidade. A avaliação da multicolinearidade entre as variáveis independentes foi realizada pela análise da matriz de correlação de *Pearson*.

A Tabela 1 apresenta os resultados da análise.

Tabela 1: Matriz de correlação de *Pearson* das variáveis independentes

Coef.Corr.	Transp	Tamanho	Endivid	Receita	ADR
Transp	+1,0000				
Tamanho	+0,4671	+1,0000			
Endivid	-0,1365	-0,1661	+1,0000		
Receita	+0,3798	+0,8160	-0,0679	+1,0000	
ADR	+0,3447	+0,4741	-0,0403	+0,3345	+1,0000

Fonte: Dados Primários

Quanto a possíveis problemas de multicolinearidade, não são observados na matriz descrita na Tabela 1 indicadores com valores superiores a 0,70, exceto em relação às variáveis receita bruta e tamanho do ativo. Entretanto, destaca-se que ambas as variáveis são incluídas no modelo para a melhora do desempenho estatístico do mesmo e não compõem variáveis principais do estudo.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Atendidos os quesitos para a validação dos pressupostos estatísticos da regressão, foi realizada a análise de regressão, sendo os resultados demonstrados na sequência.

Tabela 2 – Resumo dos resultados

Resultados	
Coef. correlação R	+0,44762
Coef. determinação R ²	0,20036
Signific. ao nível de 5%	Sim
Erro padrão(resid.)	0,124786
Observações	100

Fonte: Dados Primários

Analisando os dados constantes na Tabela 2, percebe-se que a regressão mostra-se significativa, para um intervalo de confiança de 95%. O coeficiente de determinação R² demonstra que as variações na variável dependente são explicadas pelas variações nas variáveis independentes em um percentual de 20,03%.

Em estudo similar realizado por Lima (2009) junto a uma amostra de 115 observações, apurou que o a variação no custo do capital de terceiros era explicada em um nível de 18,66% pelas variáveis independentes selecionadas para o estudo (nível de *disclosure*, taxa de endividamento, patrimônio líquido total, receita bruta, valor de mercado e ADR).

A Tabela 3 demonstra os resultados da regressão linear múltipla pelo método dos mínimos quadrados ordinários.

Tabela 3 – Regressão Linear Múltipla (MQO)

Variável	Coefficiente	D. padrão	Estatística t	Signif.
Constante	+0,210086	0,119145	+1,763	Não
Transp	-0,0131333	0,0581524	-0,226	Não
Tamanho	-0,0360983	0,0134862	-2,677	Sim
Endivid	+0,112092	0,0364758	+3,073	Sim
Receita	+0,0310433	0,0101428	+3,061	Sim
ADR	+0,00613186	0,0355152	+0,173	Não

Fonte: Dados Primários

Analisando-se o desempenho das variáveis independentes, percebe-se que a transparência, principal variável do estudo, não demonstrou significância estatística. Por outro lado, tamanho, endividamento e receita total mostraram-se significativas.

Foi realizada também análise de correlação de *Pearson* entre as variáveis, e os resultados são demonstrados na Tabela 4.

Tabela 4 – Análise de correlação de *Pearson* considerando todas as variáveis

Coef.Corr.	Transp	Tamanho	Endivid	Receita	ADR	CCT
Transp	+1,0000					
Tamanho	+0,4671	+1,0000				
Endivid	-0,1365	-0,1661	+1,0000			
Receita	+0,3798	+0,8160	-0,0679	+1,0000		
ADR	+0,3447	+0,4741	-0,0403	+0,3345	+1,0000	
CCT	-0,0931	-0,1261	+0,3393	+0,0812	-0,0632	+1,0000

Fonte: Dados primários

A partir da análise de correlação de *Pearson*, pode-se verificar o comportamento das variáveis independentes em relação à variável dependente. Percebe-se que a transparência apresenta uma correlação negativa com o custo de capital de terceiros, ou seja, quanto maior a transparência menor tenderia a ser o custo de capital de terceiros. Esses resultados levam a confirmação da hipótese de pesquisa.

Resultados similares foram encontrados no estudo de Lima (2009), que também demonstrou uma relação inversa entre as variáveis nível de *disclosure* e custo do capital de terceiros.

Outras informações podem ser obtidas a partir da análise de correlação de *Pearson*, como a correlação positiva entre custo do capital de terceiros e nível de endividamento. Entende-se que quanto maior o endividamento, maior o risco envolvido na operação de crédito e maior também será a taxa de juros cobrada pelo credor. O nível de transparência também mostrou uma correlação positiva com a variável ADR. Essa posição confirma que empresas que possuem ADR na Bolsa de Nova Iorque também apresentam um maior comprometimento com a transparência.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Existem estudos investigando os benefícios do aumento da transparência por parte das empresas que participam do mercado de capitais. Um dos benefícios identificados menciona que um maior grau de transparência quanto a informações voluntárias está positivamente associado à diminuição do custo do capital de terceiros. Diante dessa perspectiva, o presente trabalho teve por objetivo verificar se o nível de transparência possui correlação negativa com o custo do capital de terceiros na amostra selecionada para a pesquisa.

A hipótese de pesquisa roga que quanto maior for o nível de transparência, menor será o custo com o capital de terceiros. A análise de correlação demonstrou que existe uma correlação negativa entre o nível de transparência praticado pela empresa e o custo do capital de terceiros. Aceita-se assim a hipótese da pesquisa. O resultado da pesquisa confirma o resultado de pesquisas similares como a realizada por Lima (2009). Pela análise de correlação de *Pearson*, também pôde-se constatar que há uma correlação negativa entre transparência e endividamento, revelando que para empresas mais transparentes menor é o endividamento. Percebe-se também que o custo do capital de terceiros possui uma correlação positiva com o nível de endividamento, ou seja, o custo do capital de terceiros aumenta na medida em que aumenta o nível de endividamento. Essa relação pode ser explicada pelo risco envolvido na operação, pois entende-se que quanto maior o endividamento, maior o risco e por consequência maior também o custo de capital de terceiros.

A análise de regressão linear confirma a correlação negativa entre as variáveis transparência e custo de capital de terceiros. Entretanto, a variável transparência não mostrou-se significativa estatisticamente no modelo. As variáveis independentes explicam em 20,03%

das variações ocorridas no capital de terceiros. Finalizando, destaca-se que os resultados encontrados restringem-se a amostra selecionada para o estudo.

REFERÊNCIAS

ALENCAR, R. C. de; LOPES, A. B. Custo de capital próprio e nível de *disclosure* nas empresas brasileiras. **Anais do 5º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**. São Paulo, 2005.

AQUINO, W.; SANTANA, A. C. Evidenciação. **Caderno de Estudos FIPECAFI**, São Paulo, n. 5, jun. 1992.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

BM&FBOVESPA. Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: Nov. 2009.

BRAGA, R. **Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. **Fundamentos da moderna administração financeira**. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

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

BOTOSAN, C. A.; PLUMLEE, M. A. *A re-examination of disclosure level and the cost of equity capital*. **Journal of Accounting Research**, Chicago, v. 40, n. 1, p. 21-40, 2002.

BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. J. *What determines corporate transparency?* **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 2, p. 207-252, 2004.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. **R.Adm. Eletrônica USP**, São Paulo, v.1, n.1, art.6, jan./jun. 2008.

DANTAS, J.A.; ZENDERSKY, H. C.; SANTOS, S. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba/PR. **Anais**. Curitiba PR: Anpad, 2004.

DANTAS, J.A.; ZENDERSKY, H. C.; SANTOS, S. C.; NIYAMA, J. K.. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **E e G Economia e Gestão**, Belo Horizonte, v. 5, n. 11, p. 56-76, dez, 2005.

GALLON, A.V. **Evidenciação Contábil nos Relatórios da Administração das Empresas Participantes dos Níveis de Governança da Bovespa**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade Regional de Blumenau, Blumenau – SC, 2006.

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*, Burlington, v. 31, 2001.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo, Atlas: 1999.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4ª Ed. São Paulo: IBGC, 2009.

IUDÍCIBUS, S. Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas, 1997.

IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. B.. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

JORGE, M. L.; GARCÍA MECA, E.. *Costes, beneficios y factores ligados a la política de divulgación de información financiera. Revista de Contabilidad*, Bilbao, Vol. 7, n.º 14, p. 75-111, 2004.

KELTON, A. S.; YANG, Y. *The Impact of Corporate Governance on Internet Financial Reporting. Journal of Accounting and Public Policy*, Burlington, v. 27, p. 62-87, 2008.

LANZANA, A. P.. **Relação entre disclosure e governança corporativa nas empresas brasileiras**. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo: São Paulo, 2004.

LIMA, G.; LIMA, I.; FÁVERO, L.; MALACRIDA, M. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Anais do encontro da Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração**, Rio de Janeiro, setembro de 2008.

LIMA, G. Nível de evidenciação x custo da dívida das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**, USP, São Paulo, v. 20, n. 49, p. 95-108, janeiro/abril 2009.

MALACRIDA M.; YAMAMOTO, M.. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das Informações e sua Relação com a Volatilidade das Ações do Ibovespa R. **Cont. Fin. USP**, São Paulo, Edição Comemorativa p. 65 – 79, Setembro de 2006.

MAZER, L. P. **O impacto do nível de transparência no custo de capital próprio das empresas do Ibovespa**. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, SP, Brasil, 2007.

PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. A prática da evidenciação de informações avançadas e não obrigatórias nas demonstrações contábeis das empresas brasileiras. **Revista de contabilidade e finanças USP**, São Paulo, v. 36, p. 7-20, 2004.

RONEN, J.; YAARI, V. *Incentives for voluntary disclosure. Journal of Financial Markets*, Burlington, v. 5, n. 3, p. 349-390, Jul. 2002.

SALOTTI, B. M.; YAMAMOTO, M. M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.

SECURE EXCHANGE COMMISSION. Disponível em: < <http://www.sec.gov>>. Acesso em: Nov. 2009.

SILVA, E. C. **Governança corporativa nas empresas:** guia prático de orientação para acionistas e conselho de administração: novo modelo de gestão para redução do custo de capital e geração de valor ao negócio. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, W. M.; MAGALHÃES FILHO, P.A.O. Determinantes da Disseminação Voluntária de Informações Financeiras na Internet. **RAE-eletrônica**, v. 4, n. 2, Art. 19, jul./dez. 2005. Disponível em: <http://www.rae.com.br/electronica/index.cfm?FuseAction=Artigo&ID=2388&Secao=ARTIGO&Volume=4&Numero=2&Ano=2005>. Acesso: 18/09/2009.

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

WATSON, A.; SHRIVES, P.; MARSTON, C. L. *Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK. British Accounting Review*, Burlington, v. 34, p. 289-313, dec. 2002.

YAMAMOTO, M. M. **Teoria da divulgação aplicada ao mercado de capitais brasileiro sob a perspectiva da governança corporativa.** Tese de livre docência. Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil, 2005.