



UNIVERSIDADE
FEDERAL DO CEARÁ

CONTEXTUS

REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO

Contextus – Contemporary Journal of Economics and Management

ISSN 1678-2089
ISSNe 2178-9258

www.periodicos.ufc.br/contextus

Rentabilidade e *disclosure* voluntário das empresas acionárias brasileiras

Profitability and voluntary disclosure of Brazilian equity companies

Rentabilidad y divulgación voluntaria de las empresas de capital brasileño

<https://doi.org/10.19094/contextus.2020.44593>

Paulo Henrique Amaral Rody

<https://orcid.org/0000-0001-9786-8049>

Professor no Instituto de Ensino Superior Blauro Cardoso de Mattos (FASERRA) e doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)

Mestre em Ciências Contábeis pela FUCEPE Business School

paulohrody@gmail.com

Anderson Fioresi de Sousa

<https://orcid.org/0000-0001-7716-6795>

Professor no Instituto Federal do Espírito Santo (IFES) e Doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)

Mestre em Ciências Contábeis pela FUCEPE Business School

andersonfioresi@gmail.com

Thiago Roozevelt de Souza

<https://orcid.org/0000-0002-8538-7878>

Doutorando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)

Mestre em Administração pela Universidade Federal de Sergipe (UFS)

thiagorzv@yahoo.com.br

Diane Rossi Maximiano Reina

<https://orcid.org/0000-0001-9683-9991>

Professora na Universidade Federal do Espírito Santo (UFES)

Doutora em Controladoria e Contabilidade pela Universidade de São Paulo (USP)

diane.reina@ufes.br

RESUMO

Este artigo verificou se a rentabilidade influencia de forma positiva o nível de *disclosure* voluntário das empresas. Para alcançar o objetivo deste artigo, foi adotado a técnica de Análise de Regressão Linear Múltipla com dados em painel de efeito fixo, de todas as empresas não financeiras da B3, sendo 527 empresas do período de 2010 a 2018 (nove anos), gerando uma amostra inicial total de 4.743 observações. Com base nos resultados do modelo econométrico, constatou-se que quanto maior for a rentabilidade, em média, menor será o nível de *disclosure* voluntário das empresas listadas na B3, evidência que contraria a hipótese da literatura, que sinaliza uma relação positiva da rentabilidade sobre o *disclosure* voluntário.

Palavras-chave: rentabilidade; *disclosure* voluntário; endividamento; tamanho das empresas; liquidez acionária.

ABSTRACT

This article verified whether profitability positively influences companies' voluntary disclosure level. To achieve the objective of this article, a Multiple Linear Regression (MLR) Analysis was used with fixed effect panel data, from all non-financial companies of B3 (Brazilian stock exchange), being 527 companies from the period from 2010 to 2018 (nine years), generating a total initial sample of 4,743 observations. Based on the results of the econometric model, we found that higher profitability is associated with lower voluntary disclosure levels of B3 listed companies. This evidence contradicts the hypothesis of the literature, that indicates a positive relationship between profitability and voluntary disclosure.

Keywords: profitability; voluntary disclosure; indebtedness; firm size; equity liquidity.

RESUMEN

Este artículo verificó si la rentabilidad influye positivamente en el nivel de divulgación voluntaria de las empresas. Para lograr el objetivo de este artículo, se utilizó la técnica de Análisis de regresión lineal múltiple con datos en un panel de efectos fijos, de todas las compañías no financieras de B3, siendo 527 compañías del período de 2010 a 2018 (nueve años), generando una muestra inicial total de 4.743 observaciones. Con base en los resultados del modelo econométrico, se encontró que cuanto mayor es la rentabilidad, en promedio, menor es el nivel de divulgación voluntaria de las empresas que figuran en B3, evidencia que contradice la hipótesis en la literatura, lo que indica una relación positiva de rentabilidad sobre divulgación voluntaria.

Palabras clave: rentabilidad; divulgación voluntaria; endeudamiento; tamaño de las empresas; liquidez de capital.

Informações sobre o Artigo

Submetido em 24/06/2020

Versão final em 02/09/2020

Aceito em 09/09/2020

Publicado online em 30/11/2020

Comitê Científico Interinstitucional

Editor-Chefe: Diego de Queiroz Machado

Editor Associado: Keysa Manuela Cunha de Mascena

Avaliado pelo sistema *double blind review* (SEER/OJS – versão 3)



Como citar este artigo:

Rody, P. H. A., Sousa, A. F., Souza, T. R., & Reina, D. R. M. (2020). Rentabilidade e *disclosure* voluntário das empresas acionárias brasileiras. *Contextus – Revista Contemporânea de Economia e Gestão*, 18(19), 264-274.

<https://doi.org/10.19094/contextus.2020.44593>

1 INTRODUÇÃO

Dentro do escopo da contabilidade está o fornecimento de informações que sejam úteis para os tomadores de decisão (Horvat & Mojzer, 2019; Mihaylova & Papazov, 2018; Tulvinschi, 2019). Segundo Hendriksen e Van Breda (2016), a principal finalidade da divulgação de relatórios financeiros, é dar suporte aos acionistas e a outros indivíduos na tomada de decisões, com ênfase na transparência das informações. Este processo de divulgação, inclusive de informações não obrigatórias, contribui para redução da assimetria de informações, seleção adversa, risco moral e custos de transação (Bezerra, Lustosa, Sales & Fernandes, 2015).

Em relação ao *disclosure* voluntário, pesquisas têm buscado explicar a motivação para a discrepância no nível de divulgação alicerçando suas hipóteses em teorias diversas (Elfeky, 2017). Uma das razões para que uma empresa venha a adotar tal procedimento é sinalizada por Rouf e Akhtaruddin (2018) e D'Angelo, El Gazzar e Jacob (2018), ao apontarem que problemas de informação e de incentivos atrapalham a alocação de recursos eficiente, e que o *disclosure* é um importante meio para que a administração comunique investidores externos a respeito do desempenho e governança das empresas.

Dentre diversas possibilidades, o *disclosure* voluntário pode ser visto sob a lente da Teoria da Sinalização, na qual o gestor emite sinais ao mercado para mitigar os problemas de assimetria informacional tais como seleção adversa e risco moral (Klann & Beuren, 2011; Elfeky, 2017). Nesta perspectiva, o gestor tende a divulgar boas informações acerca da empresa, desde que os benefícios gerados por tal divulgação sejam maiores que os custos subjacentes (Murcia & Santos, 2009).

Os resultados encontrados na literatura mostram que os índices de rentabilidade são os mais populares tipos de *disclosure* entre as empresas (Haddad, Shibly & Haddad, 2020). As empresas divulgam informações voluntariamente para sinalizar ao mercado seus potenciais de crescimento (Louie, Ahmed & Ji, 2019) e a rentabilidade de uma empresa é um indicador útil para esse fim e, normalmente, está associada com o nível de divulgação voluntária. Como destacam Rouf e Akhtaruddin (2018) a rentabilidade está significativamente correlacionada de forma positiva com a divulgação voluntária das organizações. Entendimento corroborado por Aly, El Halaby e Hussainey (2018) ao destacarem que as empresas egípcias tendem a se beneficiar de uma relação positiva entre rentabilidade e nível de *disclosure* voluntário.

Apesar de ser um tema em evidência, a literatura revela que pesquisas sobre práticas de divulgação voluntária por empresas em países emergentes permanecem baixas (Zaini, Samkin, Sharma & Davey, 2018). Sustentando-se no entendimento, de que empresas com alta rentabilidade tendem a divulgar voluntariamente esse tipo de informação para gerar boas expectativas ao mercado, como também no custo de uma interpretação ruim por parte do mercado no caso de não divulgação, esta

pesquisa busca evidências no mercado brasileiro acerca da prática do *disclosure* voluntário. Nesse sentido, a questão norteadora desta pesquisa é: a rentabilidade influencia positivamente o nível de *disclosure* voluntário das empresas?

Amparado nesta questão, o objetivo do presente estudo foi verificar se a rentabilidade influencia de forma positiva o nível de *disclosure* voluntário das empresas. A pesquisa se justifica, uma vez que ainda falta um melhor entendimento da relação da rentabilidade com o *disclosure* voluntário em países emergentes (Zaini et al. 2018). Tal aspecto pode ser percebido nos resultados diversificados e não significativos encontrados sobre o tema no Brasil (Murcia & Santos, 2009; Klann & Beuren, 2011; Angonese, Sanches & Bezerra, 2014; Consoni & Colauto, 2016).

Os resultados encontrados divergem da hipótese levantada pela pesquisa indicando que as empresas com maior rentabilidade apresentam menor nível de *disclosure* voluntário. Tal resultado representa oportunidade para novos estudos e debates em busca de teorias que forneçam um melhor entendimento para a teoria do *disclosure* voluntário.

Como contribuição teórica, a pesquisa traz para a literatura do *disclosure* voluntário, uma análise mais aprofundada e robusta sobre a relação da rentabilidade com o *disclosure* voluntário, por meio de uma amostra mais abrangente do que a utilizada pela literatura atual sobre o tema, uma vez que a maior parte das pesquisas se limitam a uma amostra pequena. A *proxy Disclosure* Voluntário, por ter natureza primária, e demandar elevado tempo para ser mensurada e coletada, faz este artigo se diferenciar da literatura atual, por trazer uma amostra abrangente com todas as empresas não financeiras da B3, contando com 4743 observações, o que fornece aos resultados maior poder preditivo e maior confiabilidade.

Como contribuição prática, as evidências empíricas sobre a relação da rentabilidade com o *disclosure* voluntário, podem ser utilizadas pelos usuários que fazem uso das informações divulgadas pelas empresas listadas na B3, sobretudo os investidores, para tomar decisões eficientes sobre a aplicação de capital e demais decisões gerenciais.

As próximas partes do artigo foram organizadas desta forma: (2) Referencial Teórico: foram abordados os assuntos pertinentes relacionados ao tema deste artigo com base na literatura atualizada; (3) Metodologia: foi evidenciado como os dados da pesquisa foram coletados e analisados, bem como os demais aspectos relevantes relacionados à metodologia da pesquisa quantitativa; (4) Análise e Discussão dos Resultados: foram apresentadas a Estatística Descritiva e a Análise de Regressão Linear Múltipla com dados em painel de efeito fixo, de todas as empresas não financeiras da B3, sendo 527 empresas do período de 2010 a 2018 (9 anos). (5) Considerações Finais: foram apresentadas as conclusões dos autores sobre os resultados encontrados, bem como descritas as contribuições para a ampliação do fenômeno estudado, além de recomendações para futuras pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Rentabilidade e *Disclosure* Voluntário

A ideia de *disclosure* expressa a divulgação de informações contábeis, sejam qualitativas ou quantitativas, compulsórias ou voluntárias, que proporcionem informações precisas e úteis aos usuários para a tomada de decisão (Lopes & Alencar, 2010). Corroborando, Frenkel, Guttman e Kremer (2020) e Acar e Okzan (2017) entendem o *disclosure* como um mecanismo importante da qualidade da informação contábil, que tem ganhado importância nos últimos anos, dentro da pesquisa contábil.

Uma discussão minuciosa sobre o tema foi proposta por Verrecchia (2001), que apresenta três (ou quatro) categorias amplas de estudo. A primeira é composta pelos estudos que se baseiam na associação (*association-based disclosure*), os quais pesquisam a associação entre comportamento dos investidores e o *disclosure*. A segunda composta por estudos baseados na discricionariedade (*discretionary-based disclosure*), os quais buscam estabelecer os motivos da divulgação, investigando as razões que levam as empresas e/ou gestores a divulgarem certas informações.

A terceira, abarca os estudos de *disclosure* baseados na eficiência (*efficiency-based disclosure*), que buscam investigar quais informações são preferidas e mais eficientes, antes de sua divulgação. Há também, por fim, um tipo de relação entre a retenção de informações e a motivação dos administradores. Nesse aspecto, o mercado assimila o conteúdo das informações omissas e, quando isso vai de encontro à intenção dos administradores, define-se como *threshold level of disclosure* (ponto de equilíbrio).

O presente estudo foi realizado levando em consideração o *disclosure* baseado na discricionariedade na classificação de Verrecchia (2001), ou teoria do *disclosure* voluntário, como consagrado por diversos autores, a qual pressupõe que os gestores possuem incentivos para divulgar as informações, ou não, voluntariamente (Klann & Beuren, 2011; Rufino & Monte, 2015). As divulgações deverão acontecer voluntariamente desde que os benefícios gerados por tal divulgação sejam maiores que os custos subjacentes (Murcia & Santos, 2009).

Entretanto, nem todas as empresas terão altos níveis de divulgação voluntária. Haddad *et al.* (2020), por exemplo, destacam que a divulgação voluntária de índices contábeis fornecida nos relatórios anuais das empresas de manufatura do Conselho de Cooperação do Golfo foi considerada extremamente baixa. Possível explicação para esta perspectiva pode ser buscada na teoria contratual da firma. Por esta perspectiva a informação contábil tem o papel de monitoramento dos contratos e, conseqüentemente, de promover a diminuição da assimetria de informações e custos de transação. Por outro lado, apesar de o aumento do *disclosure* voluntário proporcionar melhoria no monitoramento do agente, ele tende a aumentar os custos de remuneração do agente (Hermalin & Weisbach, 2012). Assim, o aumento do *disclosure* gera crescimento nos custos de transação que,

no limite, podem superar os benefícios do *disclosure* e destruir valor da firma (Hermalin & Weisbach, 2012).

Diversos pesquisadores têm buscado identificar variáveis que se relacionam com o *disclosure* voluntário das empresas. Tsang, Xie e Xin (2019), por exemplo, relataram que os investimentos estrangeiros levam a uma divulgação voluntária aprimorada, além de apresentarem impacto maior sobre o *disclosure* do que os investimentos nacionais. Já Guttman e Meng (2020) evidenciaram que a capacidade das empresas de divulgar ou ocultar voluntariamente informações pode afetar suas decisões de investimento. Enquanto Cassar, Gerakos, Green, Hand e Neal (2018) destacaram que os custos de agência enfrentados pelos investidores influenciam a divulgação voluntária.

Em meio a estas discussões um aspecto muito fomentado é o raciocínio de que o nível de rentabilidade das empresas pode influenciar a divulgação voluntária por parte dos gestores e/ou das empresas. Para Salotti e Yamamoto (2008) esta variável se enquadra no conceito de seleção adversa, uma vez que empresas com melhor desempenho financeiro tem maior incentivo para divulgá-lo, caso contrário, a não divulgação poderia levar o mercado a interpretar que o desempenho foi ruim e, conseqüentemente, induzir o investidor a não selecionar uma boa opção de investimento quando o faria caso tivesse acesso à informação.

Nesse sentido para Alsharari e Alhmoud (2019) e Rouf e Akhtaruddin (2018) existe uma associação positiva entre rentabilidade e divulgação voluntária, ou seja, empresas com maior rentabilidade tendem a divulgar mais informações, na tentativa de aumentar o nível de informações de seus investidores. Kolsi (2017) e Rufino e Monte (2015) corroboram desse entendimento, afirmando que empresas com maior rentabilidade têm maiores incentivos para divulgar informações sobre sua situação financeira. Portanto, uma rentabilidade alta deverá ser compreendida pelo gestor como uma informação boa e, então, este deverá evidenciar com maior ênfase quanto maior for a rentabilidade da empresa.

Nessa mesma linha Aly *et al.* (2018) destacam que diversas empresas se beneficiam da relação entre rentabilidade e *disclosure* voluntário, no sentido de sinalizar para o mercado boa *performance* econômica. Nesse cenário, Félix Júnior, Oliveira, Miranda, Lagiola e Galvão, 2018 e Haniffa e Cooke (2005) também referenciam uma perspectiva para a divulgação voluntária da rentabilidade relacionando-a com divulgação de informações voluntárias. Para os autores, empresas com maior rentabilidade tendem a divulgar informações voluntárias a fim de evidenciar seu desempenho para o mercado.

Esses entendimentos estão em linha com a Teoria da Sinalização que, no contexto do mercado, explica o *disclosure* voluntário como uma tentativa do gestor de atenuar a assimetria informacional sinalizando ao mercado qualidades que podem diferenciar sua empresa das demais (Klann & Beuren, 2011; Wardhani, 2019).

2.2 Desenvolvimento da Hipótese de Pesquisa

No contexto internacional, Acar e Ozkan (2017) estabeleceram a hipótese de que há uma diferença na

estrutura de governança corporativa das empresas que reconhecem provisões. Foi efetuada uma análise com 191 empresas não financeiras listadas na BIST (*Borsa Istanbul*), a bolsa de valores da Turquia. Os resultados mostraram que aquelas empresas que reconhecem provisões têm um conselho de administração maior, e que 62% das observações realizadas reconhecem provisões. Dentre estas empresas, apenas 32% fornecem informações com divulgação integral de acordo com a IAS 37 de 2005 a 2010 (pós-IFRS).

Nesse mesmo cenário, Acar e Ozkan (2017) sustentam que a estrutura de governança corporativa afeta os relatórios financeiros, dada a importância que a governança corporativa ganhou em seu papel de reduzir a assimetria da informação e conflitos de agência, conseqüentemente, influenciando positivamente a divulgação de informações financeiras e a qualidade desta divulgação. Já Allaya, Derouiche e Muessig (2018) destacam que empresas com maior divulgação voluntária têm mais dívida de longo prazo, sugerindo que as empresas se beneficiam de ampla divulgação por meio de maior acesso à dívida de longo prazo.

Quanto a relação da rentabilidade com o nível de *disclosure* voluntário das empresas, Bhatia e Dhamija (2015) investigaram a relação entre a divulgação voluntária de indicadores financeiros com o desempenho das empresas listadas na bolsa de valores da Índia. Dentre os índices estudados, a rentabilidade apresentou relação negativa com o *disclosure*, porém não significativo. Não obstante, a pesquisa de Kolsi (2017) evidenciou que a rentabilidade afeta de forma positiva o *disclosure* voluntário das empresas da Arábia, o que pode ajudar os investidores na tomada de decisões e levar a uma alocação justa de recursos.

Ainda nessa linha de pesquisa, Alsharari e Alhmoud (2019) e Ahmadi e Bouri (2017) destacam a existência da influência da rentabilidade sobre o *disclosure* voluntário. Dentro desse cenário, por meio da associação positiva entre rentabilidade e *disclosure* voluntário, empresas com essa característica, buscam fazer mais elucidações, exercendo melhor o valor que a divulgação de suas informações voluntárias podem gerar (Félix Júnior et al., 2018). Portanto, um índice de divulgação voluntária mais alto por empresas que possuem alta lucratividade, pode melhorar seu nível de desempenho organizacional.

No Brasil algumas pesquisas que investigaram fatores que influenciam o *disclosure* voluntário, encontraram relação positiva, porém, sem significância, entre rentabilidade e *disclosure* voluntário, como Murcia e Santos (2009), Klann e Beuren (2011). Já Consoni e Colauto (2016) e Angonese *et al.* (2014) encontraram relação negativa, mas também não significativa.

No que se refere a relação das medidas contábeis de desempenho com o *disclosure* voluntário, Haddad et al. (2020), Karajeh, Ibrahim e Lode (2017) e Egbunike e Tarilaye (2017) evidenciaram que quanto maior forem a alavancagem financeira e o tamanho de uma empresa maior será o *disclosure* voluntário. Ademais, Elfeky (2017) testou uma estrutura teórica que evidenciou que há uma correlação significativa positiva entre tamanho da empresa,

rentabilidade da empresa, alavancagem da empresa, conselheiros independentes e tipo de auditor, com o nível de divulgação voluntária das empresas do Egito.

Na literatura que investigou a relação entre a rentabilidade e o nível de *disclosure* voluntário, dentre aquelas pesquisas que encontraram correlação positiva com significância estatística, destacam-se os estudos de Rouf e Akhtaruddin (2018); Aly et al. (2018); Elfeky (2017); Rufino e Monte (2015) e Haniffa e Cooke (2005). Observa-se, contudo, que esta relação, ou seja, rentabilidade versus *disclosure* voluntário ainda carece de entendimento no cenário brasileiro, onde as pesquisas têm apresentado resultados divergentes e sem significância estatística, abrindo espaço para novos estudos desta natureza. Dessa forma, formulou-se a seguinte hipótese de pesquisa:

H1: quanto maior a rentabilidade, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas.

3 METODOLOGIA

3.1 Amostra Inicial

Compõem a amostra não probabilística deste estudo todas as empresas não financeiras da B3, totalizando 527 empresas do período de 2010 a 2018 (9 anos), gerando um total de 4743 observações. Foi feito o recorte da amplitude temporal da amostra, em virtude de o ano de 2010, ser o primeiro ano de divulgação do Formulário de Referência (FR) e o ano de 2018, por ser o ano mais recente.

O Formulário de Referência (FR) foi instituído através da Instrução CVM 480/2009 e é entregue anualmente pelas empresas emissoras de valores mobiliários. O documento foi escolhido como fonte do *disclosure* voluntário devido a uniformidade na estrutura de apresentação contribuindo para a comparabilidade das informações divulgadas, além de ter implementado um novo padrão de exigências das informações de divulgação obrigatória, o que pode impactar os resultados da divulgação voluntária de pesquisas anteriores (Consoni & Colauto, 2016).

A despeito da obrigatoriedade de apresentação do FR, as informações consideradas para a formação da variável *disclosure* voluntário se restringiram àquelas que permitem a discricionariedade do emissor, procedimento em linha com pesquisas nacionais recentes acerca do tema (Consoni & Colauto, 2016; Consoni, Colauto & De Lima, 2017).

As variáveis observáveis (Métricas) foram coletadas por meio do suporte do *Software* Econômica. Foram excluídas da amostra as empresas do setor financeiro, porque poderiam gerar um resultado enviesado, por possuírem características muito específicas não comparáveis com as empresas não financeiras.

3.2 Variável Dependente

A variável dependente é o *Disclosure* Voluntário, que foi obtido por meio da técnica de análise de conteúdo dos FR presentes no *website* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) das empresas listadas na B3 dos exercícios de 2010 a 2018. De acordo com Bardin (2010) a análise de conteúdo é feita por meio de procedimentos de análise e descrição da base de dados de uma pesquisa, que

permitam a inferência das informações sobre a amostra dessa pesquisa.

Para mensurar a *proxy* do *Disclosure* Voluntário, foi construído um Índice de *Disclosure* Voluntário, baseado na definição de categorias e subcategorias dos elementos que compõem o *Disclosure* Voluntário das empresas, elaborado pela pesquisa de Murcia e Santos (2009). Foram excluídos da *proxy* original de Murcia e Santos (2009) as seguintes subcategorias: Demonstrativo de Fluxo de Caixa,

Informações por Segmento, Exposição Cambial e Remuneração dos Administradores. A exclusão se deve ao fato de que o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) tornou obrigatória a divulgação desses itens. Assim, tais informações deixaram de ser consideradas elementos de divulgação voluntária. O resultado foi uma *proxy* composta por 26 itens de *Disclosure* Voluntário conforme discriminado no Tabela 1.

Tabela 1

Itens que compõem a *proxy* de *disclosure* voluntário

Categoria	Nº	Subcategoria
Ambiente de Negócios	1	Discussão do setor em que a empresa atua.
	2	Relacionamento com fornecedores.
	3	Satisfação dos clientes.
	4	<i>Market share</i> (grau de participação da empresa no mercado).
	5	Identificação dos riscos do negócio.
Atividade Operacional	6	Narrativa da história da empresa.
	7	Aspectos tecnológicos da atividade operacional.
	8	Capacidade produtiva.
	9	Unidades vendidas.
Aspectos Estratégicos	10	Objetivos, planos e metas futuras da empresa.
	11	Principais mercados de atuação.
	12	Política de reinvestimento dos lucros.
	13	Pesquisa e desenvolvimento.
	14	Principais produtos ou serviços da empresa.
	15	Informações sociais e/ou ambientais.
Informações Financeiras	16	Informações contábeis em US GAAP ou IFRS.
	17	Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV).
	18	Preço ou valorização das ações (ON, PN).
	19	Valor de mercado.
	20	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros).
Índices Financeiros	21	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA).
	22	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca).
	23	Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP).
	24	EBITDA.
Governança Corporativa	25	Principais práticas de governança corporativa.
	26	Relacionamento com os investidores.

Fonte: Adaptado de Murcia e Santos (2009).

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

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

Em que:

DISCV = Divulgação Voluntária de cada empresa;

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

TS = Total de Subcategorias (26).

3.3 Variáveis Independente de Interesse e de Controle

A variável independente de interesse é o Retorno sobre o Ativo (ROA). Pela análise dessa métrica, espera-se verificar que empresas mais lucrativas tendam a divulgar

um número mais elevado de informações para legitimar a sua existência, fazendo com que dessa forma, firmas com maior ROA possuam maior nível de *disclosure* voluntário (Elfeky, 2017; Haniffa & Cooke, 2005). A fonte de coleta de dados dessa métrica foi o *Software* Econômica, calculada através da razão entre o lucro líquido sobre o ativo total de cada companhia.

Foram incluídas no modelo econométrico cinco variáveis de controle que mais foram utilizadas pela literatura, de modo a não enviesar a amostra e garantir a robustez da análise empírica da pesquisa, conforme constam na Tabela 2 (tópico 3.4).

3.4 Modelo Econométrico

Para atingir o objetivo deste artigo que consiste em verificar se a rentabilidade tem influência positiva sobre o nível de *disclosure* voluntário das empresas, foi estimado o seguinte modelo econométrico conforme consta na Equação 2 e com variáveis descritas na Tabela 2.

$$DISCV_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 CAFE_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 ALF_{it} + \beta_5 LIQA_{it} + \beta_6 LIC_{it} + \epsilon_i$$

Tabela 2

Variáveis dos modelos econométricos do estudo

Sigla	Descrição	Mensuração	Fonte	Sinal Esperado	Literatura
Variável Dependente - Conforme Equação 2					
DISCV	<i>Disclosure</i> Voluntário	Número de subcategorias de <i>disclosure</i> voluntário divulgadas dividido pelo número total de subcategorias.	CVM		Silva e Onusic (2014)
Variável Independente de Interesse - Conforme Equação 2					
ROA	Retorno sobre o Ativo	Razão entre o lucro líquido sobre o ativo total de cada companhia.	Economática	(+)	Elfeky (2017)
Variáveis Independentes de Controle - Conforme Equação 2					
CAF	Captação de Financiamentos via Emissão de Ações	Logaritmo natural da quantidade de ações emitidas por cada companhia.	Economática	(+)	Wen (2013)
TAM	Tamanho da Empresa	Logaritmo natural do ativo total de cada companhia.	Economática	(+)	Dawd (2018)
ALF	Alavancagem Financeira	Divisão do passivo circulante mais o passivo não circulante pelo ativo total de cada companhia.	Economática	(+)	Lan, Wang e Zhang (2013)
LIQA	Liquidez Acionária	$LIQ = 100 \times \left(\frac{Z}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{Y}{V}\right)}$	Economática	(+)	Consoni e Colauto (2016)
LIC	Liquidez Corrente	Divisão do ativo circulante pelo passivo circulante de cada companhia.	Economática	(+)	Assaf Neto (2006)

Fonte: Elaboração própria.

O DISCV foi obtido por meio da Equação (1) conforme tópico anterior (3.2) e o termo “ \mathcal{E} ” também presente no modelo econométrico, significa outros fatores não observados que podem afetar a variável dependente. Como técnica de análise de dados foi aplicada a Regressão Linear Múltipla com dados em painel de efeito fixo, por ser a mais adequada para tratamento de dados em que a variável dependente é contínua (Wooldridge, 2002).

Quanto ao tratamento da base de dados, foram adotados os seguintes procedimentos: a) os *missing values* foram eliminados da amostra pelo *Software* Stata, devido ao fato de que algumas empresas deixaram de divulgar determinadas informações. Assim, aquelas empresas que deixaram de divulgar qualquer uma das variáveis do estudo, foram eliminadas da amostra deste artigo; b) para eliminar os *outliers* da amostra, com o intuito de não enviesar os resultados obtidos, primeiramente os dados foram dispostos em ordem crescente, e em seguida, foram excluídas 1% das empresas que possuíam os menores valores, bem como 1% daquelas que detinham os maiores valores. Após os procedimentos, de uma amostra inicial de 4743 observações de todas as empresas não financeiras

da B3 referente aos anos 2010 a 2018, restou uma amostra final de 2783 observações.

Como limitação metodológica, existe certa fragilidade no que se refere a subjetividade quanto a mensuração da *proxy* do *disclosure* voluntário. Isto porque o método utilizado para a construção dessa variável – análise de conteúdo – pressupõe a existência de discricionariedade. No entanto, apesar de tal discricionariedade estar presente na construção de qualquer variável não observável, diversas pesquisas nessa linha adotaram critério de mensuração idêntico para essa *proxy*.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Resultado do Modelo Econométrico

4.1.1 Comportamento das Variáveis

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

Tabela 3

Comportamento das variáveis – equação 2

Variável	Observação	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo
DISCV	2.783	59,331	15,745	15,000	92,000
ROA	2.783	11,293	88,333	-1.302,624	531,220
CAF	2.783	11,247	2,447	0,000	25,455
TAM	2.783	13,995	2,607	1,791	20,572
ALF	2.783	1,430	16,103	-313,338	620,665
LIQA	2.783	0,149	0,361	0,000	8,370
LIC	2.783	7,447	60,942	0,000	1.718,815

Fonte: Elaboração própria.

Legenda: Esta tabela de estatística descritiva (conforme Equação 2) contém o número de observações, a média, o desvio padrão e os valores mínimo e máximo de todas as variáveis que compõem o modelo econométrico de regressão linear múltipla com dados em painel de efeito fixo, no período de 9 anos (2010-2018).

Com base na Tabela 3, constatou-se que cada variável possui 2.783 observações no período compreendido entre os exercícios de 2010 a 2018 de uma série temporal da amostra de 9 anos. As variáveis DISCV e

TAM apresentaram as maiores médias (59,33 e 13,99, respectivamente), enquanto as variáveis ALF e LIQA obtiveram as menores médias (1,43 e 0,14, respectivamente). Quanto ao desvio padrão, as variáveis ROA e LIC apresentaram os maiores desvios padrões (88,33 e 60,94, respectivamente), já as variáveis CAF e LIQA demonstraram os menores desvios padrões (2,44 e 0,36, respectivamente). Já as variáveis ROA e LIC registraram as maiores amplitudes entre valores mínimo e máximo (-1302,62 a 531,22 e 0,00 a 1718,81, respectivamente), e as variáveis TAM e LIQA obtiveram as menores amplitudes entre valores mínimos e máximos (1,79 a 20,57 e 0,00 a 8,37, respectivamente).

4.1.2 Matriz de Correlação e Ramsey Reset Test

Por meio da matriz de correlação de Spearman das variáveis presentes na Equação 2, na qual constam a existência de correlação positiva ou negativa entre a variável independente de interesse com a variável dependente; e a existência de correlação positiva ou negativa entre a variável independente de interesse com as variáveis independentes de controle, cujo os resultados constam a seguir.

Quanto a existência de correlação entre as variáveis independentes com a variável dependente, verificou-se que a variável independente de interesse ROA, possui correlação positiva com a variável dependente DISCV, o que supõe que quando o ROA aumenta o DISCV também irá aumentar, o mesmo se aplica as variáveis independentes de controle CAF, TAM, LIQA, ou seja, supõe-se que quando as variáveis CAF, TAM e LIQA aumentarem o DISCV também aumentará. Com relação a variável independente de controle LIC, ela possui correlação negativa com a variável dependente DISCV, o que supõe que quando o LIC aumenta o DISCV irá diminuir. Já a variável de controle ALF não está correlacionada com o DISCV.

No que se refere a existência de correlação entre as variáveis independentes com as variáveis independentes, identificou-se que existe correlação entre as variáveis independentes, como a variável independente de controle TAM que está correlacionada de forma positiva com a variável independente de controle CAF a um percentual de 56,61%, sendo esse o maior percentual de correlação entre

as variáveis independentes da matriz de correlação. Dessa forma, como esse percentual de correlação entre as variáveis independentes está dentro do limite aceitável (mais próximo de 50% do que de 100%), não há a existência de multicolinearidade entre as variáveis independentes presentes no modelo econométrico deste artigo (Wooldridge, 2002). Destaca-se que a ausência de multicolinearidade, sugere a não existência de tendências no modelo econométrico, este teste figura entre os principais testes dos pressupostos de modelos econométricos empregados pela literatura, o que pressupõe que o modelo foi estimado de forma adequada.

Embora o modelo econométrico elaborado por este artigo seja original, tendo sido estimado com base nas principais variáveis empregadas pela literatura internacional e nacional, as quais foram devidamente fundamentadas pelas respectivas pesquisas anteriores. Com o objetivo de identificar eventuais problemas associados à existência de variáveis omitidas no modelo econométrico, aplicou-se o teste de especificação de modelo Ramsey Reset Test, o qual concluiu que o modelo econométrico estimado por este artigo não possui variáveis omitidas, o que sugere consistência na especificação do modelo, indicando robustez e confiança nos resultados gerados.

4.1.3 Regressão Linear Múltipla

A Tabela 4, descreve o resultado da regressão linear múltipla com dados em painel de efeito fixo, da Equação 2, de uma série temporal de 9 anos (2010-2018) das empresas não financeiras listadas na B3.

Com base na análise da Tabela 4, considerando que o p-valor (0,014) do coeficiente Beta da variável ROA foi inferior ao nível de significância de 5%, então, com 95% de confiança, verifica-se que a variável independente de interesse ROA tem influência significativa negativa sobre a variável dependente DISCV. Logo, para cada 1% de rentabilidade, o DISCV diminuirá em 0,007 o nível de *disclosure* voluntário das empresas. Esse resultado sugere que quanto maior a rentabilidade, menor o nível de *disclosure* voluntário das empresas, o que significa a rejeição da hipótese de pesquisa (H1), que previa que quanto maior a rentabilidade, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas.

Tabela 4

Regressão linear múltipla – equação 2

DISCV _{it} = β ₀ + β ₁ ROA _{it} + β ₂ CAF _{it} + β ₃ TAM _{it} + β ₄ ALF _{it} + β ₅ LIQA _{it} + β ₆ LIC _{it} + ε _{it}								
DISCV	Beta	Erro Padrão	t	P > t	IC 95 %		Sinal Esperado	Sinal Obtido
ROA	-0,007	0,003	-2,46	0,014**	-0,014	-0,001	(+)	(-)
CAF	0,183	0,235	0,78	0,437	-0,279	0,645	(+)	(Neutro)
TAM	1,723	0,364	4,73	0,000***	1,006	2,439	(+)	(+)
ALF	-0,025	0,008	-3,20	0,002***	-0,041	-0,010	(+)	(-)
LIQA	-0,076	0,944	-0,08	0,936	-1,933	1,780	(+)	(Neutro)
LIC	-0,0004	0,005	-0,07	0,945	-0,012	0,011	(+)	(Neutro)
CONSTANTE	33,113	4,605	7,19	0,000	24,055	42,170		

Fonte: Elaboração própria.

Legenda: Esta tabela contém o resultado da regressão linear múltipla da Equação 2 em que os símbolos *, ** e *** significam que o coeficiente Beta é significativo ao nível de 90% de confiança, 95% de confiança e 99% de confiança, respectivamente. E os sinais esperados do coeficiente Beta conforme a literatura e os sinais obtidos por meio do resultado da regressão linear múltipla.

Essa evidência contraria a tendência prevista na literatura, como nas pesquisas de Rouf e Akhtaruddin (2018); Aly et al. (2018) e Elfeky (2017), que encontraram uma correlação positiva entre a rentabilidade e o *disclosure* voluntário. O resultado desta pesquisa, também destoa das evidências das pesquisas de Rufino e Monte (2015) e Salotti e Yamamoto (2008), que afirmam que empresas com maior rentabilidade têm maiores incentivos para divulgar informações sobre sua situação financeira.

Importante salientar que dentre as várias abordagens que tentam explicar as motivações para a divulgação voluntária, esta pesquisa buscou base, principalmente na Teoria da sinalização, na qual a divulgação é uma tentativa do gestor de atenuar a assimetria informacional sinalizando ao mercado qualidades diferenciadoras de sua empresa (Klann & Beuren, 2011; Wardhani, 2019). Não obstante, uma alternativa para entendimento dos resultados aqui obtidos é a sua interpretação a partir da abordagem contratual da firma e dos custos de transação. Pela abordagem contratual a firma é vista como um conjunto de contratos que intermediam as relações entre os diversos agentes econômicos (Santos, Calíope & Coelho, 2015).

Por esta perspectiva o aumento da quantidade ou qualidade da divulgação pode melhorar o papel de monitoramento dos contratos e, conseqüentemente, de promover a diminuição da assimetria de informações e custos de transação. Entretanto, a melhoria de monitoramento que a maior divulgação proporciona ao principal tem como contrapartida o aumento dos custos de remuneração do agente (Bezerra *et al.*, 2015). Assim, o aumento do *disclosure* gera crescimento nos custos de transação que, no limite, podem superar os benefícios de tal aumento de *disclosure* e destruir valor da firma (Hermalin & Weisbach, 2012), o que pode explicar o fato de empresas com alta rentabilidade, mesmo tendo motivações para aumentar seu *disclosure* não o fazerem.

De outro modo, aliado a esta perspectiva, o fato de a rentabilidade estar negativamente correlacionada com o nível de *disclosure* voluntário, sugere uma questão a respeito dos custos nos quais as empresas com rentabilidade ruim precisam incorrer para sinalizar positivamente para o mercado. Outras pesquisas que também encontraram relação negativa entre rentabilidade e *disclosure* voluntário, apesar de apresentarem efeito não significativo (Bhatia & Dhamija, 2015; Consoni & Colauto, 2016; Angonese *et al.*, 2014), indicam um campo ainda aberto para pesquisas futuras em busca do entendimento para as motivações da divulgação voluntária.

Como resultados complementares, verifica-se que a variável independente de controle TAM tem influência significativa positiva sobre a variável dependente DISCV. Logo, quando a empresa aumenta 1 Real em seu ativo total, o DISCV aumentará em 1,723 o seu nível de *disclosure* voluntário. Essa evidência indica que quanto maior o tamanho da empresa, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas listadas na B3. Esse resultado corrobora com as evidências da literatura, como constatado nos estudos de Haddad et al. (2020), Dawd (2018), Elfeky (2017) e Karajeh et al. (2017), que

evidenciaram uma relação positiva entre tamanho e *disclosure* voluntário das empresas.

Constatou-se também como resultados complementares, conforme consta na Tabela 4, considerando que o p-valor (0,002) do coeficiente Beta da variável ALF foi inferior ao nível de significância de 1%, então, com 99% de confiança, verifica-se que a variável independente de controle ALF tem influência significativa negativa sobre a variável dependente DISCV. Logo, quando a empresa aumenta em 1 Real o seu endividamento, o DISCV diminuirá em 0,025 o seu nível de *disclosure* voluntário. Esse resultado sugere que quanto maior for a alavancagem financeira, em média, menor será o nível de *disclosure* voluntário das empresas listadas na B3. Resultado que diverge da hipótese da literatura, como as evidências de Lan et al. (2013) e Salotti e Yamamoto (2008), que encontraram uma relação positiva da alavancagem financeira sobre o *disclosure* voluntário.

Por fim, na análise dos resultados da Tabela 4, as variáveis independentes de controle CAF, LIQA e LIC, não foram estatisticamente significativas, sendo seus p-valores 0,437, 0,936 e 0,945, respectivamente.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste artigo foi verificar se a rentabilidade influencia de forma positiva o nível de *disclosure* voluntário das empresas, tendo como hipótese de pesquisa que quanto maior a rentabilidade, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas. Para alcançar o objetivo deste artigo, estimou-se um modelo econométrico de Regressão Linear Múltipla com dados em painel de efeito fixo, de todas as empresas não financeiras da B3, sendo 527 empresas do período de 2010 a 2018 (9 anos), gerando uma amostra inicial total de 4.743 observações.

Como resultado do modelo econométrico, obtidos por meio da Equação 2, constatou-se que quanto maior a rentabilidade, menor o nível de *disclosure* voluntário das empresas. O resultado significa a rejeição da hipótese de pesquisa (H1), que previa que quanto maior a rentabilidade, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas. Portanto, o resultado desta pesquisa, é diferente daquele apresentado pela literatura, que indica que empresas com maior rentabilidade, tendem a possuir maiores níveis de *disclosure* voluntário. Uma possível explicação para o resultado, mas que carece de mais evidências, pode estar na abordagem contratual da firma, pela qual um aumento de *disclosure* pode melhorar o monitoramento dos contratos, porém, sob a contrapartida de elevação nos custos de remuneração dos gestores. Perspectiva que sugere um limite para o aumento da divulgação em que os benefícios não ultrapassam os custos para tal.

Como resultado complementar, verificou-se que quanto maior o tamanho da empresa, em média, maior o nível de *disclosure* voluntário das empresas listadas na B3. Esse resultado corrobora com as evidências da literatura, que prevê que empresas de maior porte, tendem a divulgar um maior nível de informações voluntárias. Como indica a literatura, aumentar o nível de divulgação de informações voluntárias pode trazer uma série de benefícios para as

empresas, entre os principais, atrair mais investimentos e aumento de vantagem competitiva no mercado. Portanto, empresas de maior porte, podem se preocupar em manter elevados índices de *disclosure* voluntário, pelo desejo de se manterem entre as maiores empresas e elevar sua vantagem competitiva entre as empresas concorrentes no mercado em que atuam ou porque essas empresas, necessitam melhorar a *performance* de outras medidas de desempenho econômico e financeiro.

Também como resultado complementar, identificou-se que quanto maior for a alavancagem financeira, em média, menor será o nível de *disclosure* voluntário das empresas listadas na B3. Resultado que diverge da hipótese da literatura, que sinaliza que empresas mais alavancadas financeiramente, possuem maior nível de *disclosure* voluntário. Se sob certa ótica, empresas com maior nível de endividamento tendem a divulgar mais informações voluntárias para manter seus credores bem informados, por outro lado, elas podem diminuir o nível de *disclosure* voluntário, na tentativa de camuflar certas informações que poderiam ser consideradas negativas e indesejáveis aos credores e assim dificultar a obtenção de novos financiamentos. A empresa utilizaria dessa forma, baixos índices de *disclosure* voluntário, de forma intencional, para esconder certas informações e assim tentar manter ou elevar seus níveis de alavancagem financeira.

Os resultados deste artigo são relevantes para a literatura do *disclosure* voluntário, por trazerem evidências atuais e com uma amostra abrangente, sobre a relação entre a rentabilidade e o *disclosure* voluntário das empresas acionárias brasileiras, contribuindo dessa forma, com o aprimoramento e crescimento deste campo de estudo. Para o mercado, os resultados sinalizam que nem sempre empresas com maiores níveis de rentabilidade, optam por divulgar mais informações voluntárias, sendo que tais evidências podem dar apoio no processo de tomada de decisão e de aplicação de capital para os usuários das informações que são divulgadas pelas empresas listadas na B3, sobretudo para os investidores.

Como sugestão para pesquisas futuras, recomenda-se que sejam utilizados outros Relatórios Financeiros divulgados pelas companhias na B3, além do Formulário de Referência, como Notas Explicativas, Relatório da Administração, entre outros, para aumentar a abrangência e consistência da *proxy disclosure* voluntário.

REFERÊNCIAS

- Acar, E., & Ozkan, S. (2017). Corporate governance and provisions under IAS 37. *EuroMed Journal of Business*, 12(1), 52-72. <https://doi.org/10.1108/EMJB-03-2016-0007>
- Ahmadi, A., & Bouri, A. (2017). The relationship between financial attributes, environmental performance and environmental disclosure: empirical investigation on french firms listed on cac 40. *Management of Environmental Quality*, 28(4), 490-506. <https://doi.org/10.1108/MEQ-07-2015-0132>
- Allaya, M., Derouiche, I., & Muessig, A. (2018). Voluntary disclosure, ownership structure, and corporate debt maturity: A study of French listed firms. *International Review of Financial Analysis*, 1-16. <https://doi.org/10.1016/j.ifa.2018.12.008>
- Alsharari, N. M., & Alhמוד, T. R. (2019). The determinants of profitability in Sharia-compliant corporations: evidence from Jordan. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(4), 546-564. <https://doi.org/10.1108/JIABR-05-2016-0055>
- Aly, D., El-Halaby, S., & Hussainey, K. (2018). Tone disclosure and financial performance: evidence from Egypt. *Accounting Research Journal*, 31(1), 63-74. <https://doi.org/10.1108/ARJ-09-2016-0123>
- Angonese, R., Sanches, J. R., & Bezerra, F. A. (2014). Determinantes da divulgação de informações voluntárias por meio da internet. *ConTexto*, 14(26), 19-31.
- Assaf Neto, A. (2006). *Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro* (8a. ed.). São Paulo: Atlas.
- Bardin, L. (2010). *Análise de conteúdo* (4a. ed.). Lisboa: Edições 70.
- Bezerra, P. C. S., Lustosa, P. R. B., Sales, I. C. H., & Fernandes, B. V. R. (2015). Estrutura de propriedade, conselho de administração e *disclosure* voluntário: evidências de empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 11(2), 25-46.
- Bhatia, M., & Dhamija, S. (2015). Voluntary disclosures of financial ratios in India. *South Asian Journal of Management*, 22(1), 28-49.
- Cassar, G. J., Gerakos, J. J., Green, J. R., Hand, J. R., & Neal, M. (2018). Hedge fund voluntary disclosure. *The Accounting Review*, 93(2), 117-135. <https://doi.org/10.1007/s1156-019-00810-x>
- Consoni, S., & Colauto, R. D. (2016). Voluntary disclosure in the context of convergence with International accounting standards in Brazil. *Review of Business Management*, 18(62), 658-677. <https://doi.org/10.7819/rbgn.v18i62.2242>
- Consoni, S., Colauto, R. D., & Lima, G. A. S. F. (2017). A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 28(74), 249-263. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201703360>
- D'angelo, T., El Gazzar, S., & Jacob, R. A. (2018). Firm characteristics associated with concurrent disclosure of GAAP-compliant financial statements with earnings announcements. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 26(3), 365-381.
- Dawd, I. (2018). Aggregate financial disclosure practice: evidence from the emerging capital market of Kuwait. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(4), 626-647.
- Egbunike, A. P., & Tarilaye, N. (2017). Firm's specific attributes and voluntary environmental disclosure in Nigéria: evidence from listed manufacturing companies. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 21(21), 1-10.
- Elfeky, M. L. (2017). The extent of voluntary disclosure and its determinants in emerging markets: evidence from Egypt. *The Journal of Finance and Data Science*, 3, 45-59. <https://doi.org/10.1016/j.jfds.2017.09.005>
- Félix Júnior, L. A., Oliveira, M. R. G., Miranda, L. C., Lagioia, U. C. T., & Galvão, K. S. (2018). Disclosure of information about human resources and the factors that affect its voluntary disclosure in administration's reports. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 37(1), 129-146. <https://doi.org/10.4025/enfoque.v37i1.33663>
- Frenkel, S., Guttman, I., & Kremer, I. (2020). The effect of exogenous information on voluntary disclosure and market quality. *Journal of Financial Economics*, 138(1), 176-192. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.04.018>
- Haddad, A. E., Shibly, F. B., & Haddad, R. (2020). Voluntary disclosure of accounting ratios and firm-specific characteristics: the case of GCC. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 18(2), 301-324. <https://doi.org/10.1108/JFRA-04-2019-0055>

- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 24(5), 391-430. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2005.06.001>
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (2016). *Teoria da Contabilidade*. São Paulo: Atlas.
- Hermalin, B. E., & Weisbach, M. S. (2012). Information disclosure and corporate governance. *The Journal of Finance*, 67(1), 195-233. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01710.x>
- Horvat, T., & Mojzer, J. (2019). Influence of company size on accounting information for decision-making of management. *Naše gospodarstvo/Our economy*, 65(2), 11-20. <https://doi.org/10.2478/ngoe-2019-0007>
- Karajeh, A. I., Ibrahim, M. Y.B., & Lode, N. A. B. (2017). Impact of shareholder structure on voluntary disclosure in Malaysian companies. *Global Business and Management Research*, 9(1), 142-153.
- Klann, R. C., & Beuren, I. M. (2011). Características de empresas que influenciam o seu *disclosure* voluntário de indicadores de desempenho. *BBR-Brazilian Business Review*, 8(2), 96-118. <https://doi.org/10.15728/bbr.2011.8.2.5>
- Kolsi, M. C. (2017). The determinants of corporate voluntary disclosure policy: evidence from the Abu Dhabi securities exchange (ADX). *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(2), 249-265. <https://doi.org/10.1108/JAEE-12-2015-0089>
- Lan, Y., Wang, L., & Zhang, X. (2013). Determinants and features of voluntary disclosure in the Chinese stock market. *China Journal of Accounting Research*, 6, 265-285. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2013.04.001>
- Lopes, A. B., & Alencar, R. C. (2010). Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian Case. *The International Journal of Accounting*, 45(4), 443-464. <https://doi.org/10.1016/j.intacc.2010.09.003>
- Louie, J., Ahmed, K., & Ji, X. (2019). Voluntary disclosures practices of family firms in Australia. *Accounting Research Journal*, 32(2), 273-294. <https://doi.org/10.1108/ARJ-04-2016-0042>
- Mihaylova, L., & Papazov, E. (2018). Using accounting information for strategic decision-making in a multi-segmented company. *Copernican Journal of Finance & Accounting*, 7(1), 21-33. <https://doi.org/10.12775/CJFA.2018.002>
- Murcia, F. D., & Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de *disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade*, 3(2), 72-95. <https://doi.org/10.17524/repec.v3i2.68>
- Rouf, M., & Akhtaruddin, M. (2018). Factors affecting the voluntary disclosure: a study by using smart PLS-SEM approach. *International Journal of Law and Management*, 60(6), 1498-1508. <https://doi.org/10.1108/IJLMA-01-2018-0011>
- Rufino, M. A., & Monte, P. A. do. (2015). Fatores que explicam a divulgação voluntária das 100 empresas com ações mais negociadas na BM&FBOVESPA. *Sociedade, Contabilidade e Gestão*, 9(3), 59-75. https://doi.org/10.21446/scg_ufrj.v9i3.13332
- Salotti, B. M., & Yamamoto, M. M. (2008). Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, 19(48), 37-49. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772008000300004>
- Santos, J. G. C., Calíope, T. S., & Coelho, A. C. (2015). Teorias da Firma como fundamento para formulação de teorias contábeis. *Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)*, 9(1), 101-116. <https://doi.org/10.17524/repec.v9i1.1182>
- Shimada, Y. (2020). Voluntary disclosure of investment forecasts and the cost of capital: evidence from the treatment effect estimates model. *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 27(4), 472-489. <https://doi.org/10.1080/16081625.2018.1517050>
- Silva, W. M., & Onusic, L. (2014). Corporate e-disclosure determinants: evidence from the Brazilian market. *International Journal of Disclosure and Governance*, 11, 54-73. <https://doi.org/10.1057/ijdg.2012.14>
- Tsang, A., Xie, F., & Xin, X. (2019). Foreign institutional investors and corporate voluntary disclosure around the world. *The Accounting Review*, 94(5), 319-348. <https://doi.org/10.2308/accr-52353>
- Tulvinschi, M. (2019). Considerations regarding the role of accurate and significant accounting information in the decision-making process. *The USV Annals of Economics and Public Administration*, 19(2), 125-132.
- Verrecchia, R. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 97-180. [https://doi.org/10.1016/S0165-4101\(01\)00025-8](https://doi.org/10.1016/S0165-4101(01)00025-8)
- Wardhani, R. (2019). The role of audit quality on market consequences of voluntary disclosure: evidence from East Asia. *Asian Review of Accounting*, 27(3), 373-400. <https://doi.org/10.1108/ARA-03-2018-0083>
- Wen, X. (2013). Voluntary disclosure and investment. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 677-696. <https://doi.org/10.1111/j.1911-3846.2012.01169.x>
- Wooldridge, J. M. (2002). *Econometric analysis of cross section and panel data*. MIT Press.
- Zaini, S., Samkin, G., Sharma, U., & Davey, H. (2018). Voluntary disclosure in emerging countries: a literature review. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 8(1), 29-65. <https://doi.org/10.1108/JAEE-08-2016-0069>

CONTEXTUS

REVISTA CONTEMPORÂNEA DE ECONOMIA E GESTÃO.

ISSN 1678-2089

ISSNe 2178-9258

1. Economia, Administração e Contabilidade – Periódico
2. Universidade Federal do Ceará. FEAAC – Faculdade de
Economia, Administração, Atuária e Contabilidade

**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO,
ATUÁRIA E CONTABILIDADE (FEAAC)**

Av. da Universidade – 2486, Benfica
CEP 60020-180, Fortaleza-CE

DIRETORIA: Paulo Rogério Faustino Matos
Danielle Augusto Peres

Website: www.periodicos.ufc.br/contextus

E-mail: revistacontextus@ufc.br



A Contextus está classificada no sistema Qualis – Capes como periódico B1, na área de Administração Pública e de Empresas, Ciências Contábeis e Turismo (2013-2016).



A Contextus está de acordo e assina a Declaração de São Francisco sobre a Avaliação de Pesquisas (DORA).



A Contextus é associada à Associação Brasileira de Editores Científicos (ABEC).



Esta obra está licenciada com uma licença Creative Commons Atribuição – Não Comercial 4.0 Internacional.

EDITOR-CHEFE

Diego de Queiroz Machado (UFC)

EDITORES ADJUNTOS

Alane Siqueira Rocha (UFC)

Francisco Vicente Sales Melo (UFC)

Márcia Zabdiele Moreira (UFC)

EDITORES ASSOCIADOS

Adriana Rodrigues Silva (IPSantarém, Portugal)

Alessandra de Sá Mello da Costa (PUC-Rio)

Andrew Beheregarai Finger (UFAL)

Armando dos Santos de Sousa Teodósio (PUC-MG)

Brunno Fernandes da Silva Gaião (UEPB)

Carlos Enrique Carrasco Gutierrez (UCB)

Dalton Chaves Vilela Júnior (UFAM)

Elionor Farah Jreige Weffort (FECAP)

Gabriel Moreira Campos (UFES)

Guilherme Jonas Costa da Silva (UFU)

Henrique César Muzzio de Paiva Barroso (UFPE)

Jorge de Souza Bispo (UFBA)

Keysa Manuela Cunha de Mascena (UNIFOR)

Manuel Anibal Silva Portugal Vasconcelos Ferreira (UNINOVE)

Marcos Cohen (PUC-Rio)

Marcos Ferreira Santos (La Sabana, Colômbia)

Mariluce Paes-de-Souza (UNIR)

Minelle Enéas da Silva (La Rochelle, França)

Pedro Jácome de Moura Jr. (UFPB)

Rafael Fernandes de Mesquita (IFPI)

Rosimeire Pimentel (UFES)

Sonia Maria da Silva Gomes (UFBA)

Susana Jorge (UC, Portugal)

Thiago Henrique Moreira Goes (UFPR)

CONSELHO EDITORIAL

Ana Sílvia Rocha Ipiranga (UECE)

Conceição de Maria Pinheiro Barros (UFC)

Danielle Augusto Peres (UFC)

Diego de Queiroz Machado (UFC)

Editinete André da Rocha Garcia (UFC)

Emerson Luís Lemos Marinho (UFC)

Eveline Barbosa Silva Carvalho (UFC)

Fátima Regina Ney Matos (ISMT)

Mario Henrique Ogasavara (ESPM)

Paulo Rogério Faustino Matos (UFC)

Rodrigo Bandeira-de-Mello (FGV-EAESP)

Vasco Almeida (ISMT)

CORPO EDITORIAL CIENTÍFICO

Alexandre Reis Graeml (UTFPR)

Augusto Cezar de Aquino Cabral (UFC)

Denise Del Pra Netto Machado (FURB)

Ednilson Bernardes (Georgia Southern University)

Ely Laureano Paiva (FGV-EAESP)

Eugenio Ávila Pedrozo (UFRGS)

Francisco José da Costa (UFPB)

Isak Kruglianskas (FEA-USP)

José Antônio Puppim de Oliveira (UCL)

José Carlos Barbieri (FGV-EAESP)

José Carlos Lázaro da Silva Filho (UFC)

José Célio de Andrade (UFBA)

Luciana Marques Vieira (UNISINOS)

Luciano Barin-Cruz (HEC Montréal)

Luis Carlos Di Serio (FGV-EAESP)

Marcelle Colares Oliveira (UFC)

Maria Ceci Araujo Misoczky (UFRGS)

Mônica Cavalcanti Sá Abreu (UFC)

Mozar José de Brito (UFL)

Renata Giovinazzo Spers (FEA-USP)

Sandra Maria dos Santos (UFC)

Walter Bataglia (MACKENZIE)