
IMPACTO DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* CORPORATIVO NA LIQUIDEZ DAS AÇÕES DE COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL

Fernando Dal-Ri Murcia¹

Márcio Veras Machado²

▪ Artigo recebido em: 03/08/2012 ▪▪ Artigo aceito em: 16/08/2014 ▪▪▪ Segunda versão aceita em: 06/12/2014

RESUMO

O objetivo deste trabalho é analisar, por meio da análise de regressão, o impacto *ex post* do *disclosure* corporativo na liquidez das ações de companhias abertas no Brasil. A hipótese central de pesquisa é de que a redução da assimetria informacional por meio da divulgação de informações corporativas aumenta o número e o volume de transações entre os participantes do mercado. A análise do *disclosure* foi realizada a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), dos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008, por meio da análise de conteúdo com base em um *check list* composto por 92 itens, dividido em duas grandes dimensões: econômica (43) e socioambiental (49). Já a liquidez das ações foi mensurada de três formas: (i) pelo volume negociado, (ii) pela quantidade de negócios, e (iii) pela negociabilidade. Os resultados das análises confirmam a hipótese da pesquisa e indicam que as empresas podem aumentar a liquidez das ações por meio da divulgação de informações corporativas que reduz o nível de assimetria entre participantes do mercado.

Palavras-chave: Liquidez; *Disclosure*; Assimetria Informacional.

IMPACT OF THE LEVEL OF CORPORATE DISCLOSURE IN THE LIQUIDITY OF STOCKS OF BRAZILIAN PUBLIC COMPANIES

ABSTRACT

The objective of this paper is to analyze, using regression analysis, the impact *ex post* of corporate disclosure in stock liquidity. The research central hypothesis is that the reduction of information asymmetry by corporate disclosure increases the number and the volume of transaction among market participants. Corporate disclosure has been analyzed from Financial Statement, for the years ended in 2006, 2007 e 2008 using content analysis based on a check list composed of 92 items, divided into two dimensions: economic (43) and social – environmental. For liquid, three proxies were used: (i) volume transitioned, (ii) number of transition and (iii) negotiability. The results of analysis have confirmed

¹ Doutor em Contabilidade e Controladoria pela Universidade de São Paulo. Professor do Departamento de Contabilidade e Atuária da FEA USP. Av. Prof. Luciano Gualberto, 908 – FEA 3, sala 237. Cidade Universitária – São Paulo, SP. Email: murcia@usp.br.

² Doutor em Administração pela Universidade de Brasília. Professor do Departamento de Administração da Universidade Federal da Paraíba. Cidade Universitária - Campus I Castelo Branco. João Pessoa, PB. Email: mavmachado@hotmail.com.

the research hypothesis and indicate that companies may increase liquidity by disclosing information that mitigate the level of information asymmetry among market participants.

Keywords: Liquidity, Disclosure, Information Asymmetry.

1 INTRODUÇÃO

A disponibilidade de informações é um elemento-chave para a alocação eficiente de recursos e crescimento da economia (BUSHMAN; SMITH, 2001). A ideia é que a ausência de informações confiáveis impede a alocação de capital humano e financeiro na economia, sendo que o funcionamento eficiente do mercado de capitais depende, significativamente, do fluxo de informações entre a companhia e seus *stakeholders*. Logo, percebe-se que um mercado de capitais líquido e abrangente demanda que as empresas que emitem títulos e valores mobiliários divulguem informações acuradas sobre suas operações. De acordo com Klan e Beuren (2011), diante da busca por fontes de recursos, as empresas se vêem obrigadas a adotar uma postura de maior transparência em relação ao seu modo de governança corporativa.

Contudo, a informação é imperfeita, sua obtenção possui custo, existe assimetria de informação e o nível dessa assimetria é afetado pela ação das companhias e dos indivíduos (STIGLITZ, 2000). Conseqüentemente, uma das principais barreiras que impedem o desenvolvimento de certos mercados de capitais é o problema da assimetria informacional.

Como o próprio nome já diz, assimetria significa algo não simétrico, desigual, mais especificamente informações acerca da empresa. Ressalte-se que a existência de assimetria informacional não se limita a gestores e investidores, já que esse mesmo fenômeno pode estar presente também entre os investidores. De acordo com Beaver (1998), a assimetria entre investidores é caracterizada pela presença de investidores mais bem informados e investidores menos informados. Nesse ambiente, os investidores mais bem informados possuem incentivos para obter retornos anormais, negociando com os investidores menos informados.

Na essência, os investidores menos informados têm medo que os investidores mais bem informados queiram negociar apenas porque o preço dos títulos está muito alto (ou muito baixo), em razão justamente das informações "privilegiadas" que não possuem (LEUZ; WYSOCKI, 2008).

Nesse cenário, investidores menos informados buscam uma proteção contra possíveis perdas resultantes de negociações com outros agentes mais bem informados, diminuindo o preço que estão dispostos a pagar por um título e/ou aumentando o preço exigido para vendê-los. Isso acaba diminuindo o número de transações no mercado e, conseqüentemente, sua liquidez. Segundo Liu (2006), se existem *insider traders* no mercado e os investidores estão atentos a isso, então investidores não informados irão optar por não operar no mercado. No extremo, o mercado pode entrar em colapso.

De acordo com Brown e Hillegeist (2008), essa forma de proteção dos preços no processo de negociação introduz um diferencial entre o preço oferecido e o preço procurado (*bid-ask spread*) no mercado secundário. O *bid-ask spread* é reconhecido como um importante aspecto da liquidez do mercado, pois, se a ação possui maior liquidez, o investidor poderá negociá-la mais rapidamente e sem concessões (ATTIG *et al*, 2006).

Assim, a assimetria informacional e a seleção adversa reduzem o número de ações que os investidores menos informados estão dispostos a negociar. Logo, a existência de investidores com informações privadas (ou privilegiadas) cria o problema da seleção adversa no mercado (BROWN; HILLEGEIST, 2008), o que, conseqüentemente, reduz sua liquidez (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991).

Amihud e Mendelson (1988, 1991, 2006) estabelecem estratégias que as empresas podem empregar para aumentar a liquidez de seus títulos, dentre as quais destacam-se: aumentar a base de investidores da empresa, especialmente atraindo pequenos investidores; prover voluntariamente mais informações ao mercado, reduzindo a assimetria de informações; diminuir a emissão de títulos e ações fragmentadas e listar a empresa em bolsa de valores mais líquidas. Contudo, essas estratégias envolvem um *tradeoff* entre custos e benefícios, que devem ser analisados, quando da tomada de decisão por parte dos gestores. Nesse contexto, o *disclosure* voluntário, pode ser visto como uma medida estratégica da gestão, visando um objetivo específico, e leva em conta custos e benefícios (ROVER *et al*. 2012). Para Cruz e Lima (2010) o *disclosure* influencia o comportamento dos investidores, ao afetar a sua percepção em relação ao risco da companhia, assim como a percepção dos gestores, que decidirão o nível de evidenciação tomando por base o custo a ser incorrido para fornecer as informações.

Nesse contexto, assume-se que o *disclosure* corporativo possui uma influência positiva sobre a liquidez das ações da empresa no mercado de capitais. Isso ocorre, pois o *disclosure* reduz a assimetria informacional existente entre os usuários internos (gestores ou acionistas controladores) e usuários externos (acionistas minoritários). Nesse contexto, a liquidez das ações tende a melhorar com a divulgação voluntária das informações, acima do que é requerido pelas normas, o que conseqüentemente influencia o valor da empresa. (BALAKRISHNAN, *et. al* 2013).

Do mesmo modo, o *disclosure* corporativo também contribui para a redução da assimetria informacional entre usuários externos, isto é, ele nivela as informações entre os participantes do mercado, o que de certa forma aumenta a liquidez e a negociação das ações da empresa.

Diante do exposto, o presente trabalho visa testar empiricamente a relação entre essas duas variáveis, *disclosure* corporativo e liquidez das ações, e tem o seguinte problema de pesquisa: **qual o impacto do nível de *disclosure* corporativo na liquidez das ações de companhias abertas no Brasil?**

Além desta, o presente artigo possui cinco partes. Na seguinte, apresenta-se a fundamentação teórica, onde será abordado o impacto do *disclosure* corporativo na liquidez das ações das empresas. Na terceira parte, abordam-se

os aspectos metodológicos. Na quarta, os resultados da pesquisa. Na quinta, a conclusão. E, por fim, as referências.

2 IMPACTO DO *DISCLOSURE* CORPORATIVO NA LIQUIDEZ DAS AÇÕES DAS EMPRESAS: REDUZINDO A ASSIMETRIA INFORMACIONAL

Pode-se dizer que um investidor racional, que tem consciência de sua desvantagem informacional perante os controladores, apenas optará em investir na empresa caso suas incertezas sejam reduzidas a um nível satisfatório ou caso seja pago, adequadamente (prêmio), por incorrer nos riscos decorrentes da falta de informação.

Esse argumento baseia-se no problema de assimetria informacional existente entre usuários internos da empresa (gestores, acionistas controladores etc.) e usuários externos (acionistas minoritários, credores etc.). Isso acontece porque os usuários internos são mais bem informados, pois possuem acesso privilegiado às informações, já que estão dentro da companhia.

George Akerlof, que recebeu o Prêmio Nobel de Economia em 2001, foi o primeiro pesquisador (ou talvez o mais importante) a modelar a assimetria informacional, no seu trabalho denominado "*The Market for Lemons*", em 1970. Nele, o autor apresenta um exemplo no mercado de carros usados, em que não existe informação sobre os carros e que o preço oferecido pelos compradores é um valor médio entre os carros disponíveis nesse mercado. Segundo Akerlof (1970), isso ocorre devido à assimetria informacional existente entre os vendedores e compradores, sendo que esses últimos não conseguem avaliar se os carros são bons ou ruins (*lemons*), atribuindo, assim, um preço médio.

Dentro desse exemplo, os vendedores dos carros bons sairiam do mercado, pois não teriam incentivos para vender seus carros a preços inferiores (valor médio entre os carros ruins e bons). Em contrapartida, os preços praticados seriam vantajosos para vendedores de carros ruins (*lemons*). Analiticamente, Akerlof (1970) demonstra que o problema de assimetria informacional pode levar ao colapso do mercado, no qual os vendedores de bons carros abandonariam o mercado, pois não obteriam preços justos. Esse problema, decorrente da existência de assimetria informacional, é conhecido como seleção adversa.

No mercado de capitais, a seleção adversa implica que duas ações de empresas de "qualidades" diferentes seriam negociadas com o mesmo preço. Consequentemente, o problema da seleção adversa decorrente da assimetria informacional prejudica o acesso das empresas ao crédito, o que pode resultar no abandono de diversos projetos potencialmente rentáveis, impedindo a alocação eficiente dos recursos na economia.

Em suma, constata-se que a assimetria informacional gera altos custos de transação e baixa liquidez. Consequentemente, as políticas que reduzam essa assimetria auxiliam no desenvolvimento do mercado de capitais (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991), sendo que o *disclosure* corporativo surge como uma peça fundamental para amenizar os problemas de seleção adversa e de risco moral (HEALY; PALEPU, 2001). De acordo com Merkley (2014) o *disclosure* tem valor para

os participantes de mercado á medida em que ele reduz a assimetria de informação permitindo que o analista (*sell-side*) consiga fazer melhores projeções acerca dos fluxos de caixa futuros da empresa. A ideia subjacente é de que o *disclosure* reduz a assimetria, aproximando os níveis de informação entre os participantes do mercado, visto que uma informação que antes era privada, pois apenas os controladores e/ou aqueles com informação privilegiada tinham-lhe acesso, torna-se pública. Dessa forma, o nível de assimetria informacional diminui, à medida que se aumenta o nível de divulgação, ou seja, possuem uma relação inversa.

De maneira geral, o *disclosure* “nivela” as informações entre os participantes do mercado. De acordo com Leuz e Wysocki (2008), isso acontece de duas maneiras. Primeiramente, com mais informações públicas disponíveis torna-se mais difícil e mais caro conseguir informações privadas. Logo, existirão menos investidores com informações privilegiadas. Em segundo lugar, o *disclosure* reduz a incerteza acerca do valor da companhia, que, conseqüentemente, reduz a vantagem informacional que os investidores mais informados teriam. Nessa ótica, ambos os efeitos tendem a reduzir a proteção de preços imposta por investidores menos informados, gerando mais liquidez no mercado. De acordo com Grüning (2011), a divulgação de informações muda as expectativas individuais dos participantes do mercado.

Evidências empíricas de que o *disclosure* aumenta a liquidez das ações da empresa no mercado de capitais são apresentadas por Welker (1995), que analisou 427 empresas de 28 diferentes setores, no período de 1983 a 1990, nos Estados Unidos. Estudo similar, conduzido na China (ZHOU, 2004), frequentemente, comprovou a influência positiva que o aumento do *disclosure* tem na liquidez das ações das empresas.

Em um estudo conduzido no mercado alemão, Leuz e Verrecchia (2000) examinaram uma amostra de empresas que, voluntariamente, adotaram práticas mais transparentes de evidenciação mediante a mudança do GAAP alemão para o US GAAP ou IFRS. Esses autores constataram que as ações dessas empresas apresentaram um menor *bid-ask spread*, sendo que, também, apresentaram um aumento no volume negociado, quando comparadas com empresas que continuaram publicando suas demonstrações no GAAP alemão. Os resultados desses estudos são condizentes com a premissa de que melhores práticas de *disclosure* podem aumentar a liquidez das ações da empresa e sugerem que investidores requerem menor proteção de preço, quando possuem mais informações acerca da companhia.

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

O objetivo deste trabalho é analisar o impacto do *disclosure* corporativo na liquidez das ações de companhias abertas no Brasil. Quanto à caracterização, esta pesquisa classifica-se como um estudo empírico-analítico, que, segundo Martins (2002, p. 34), “[...] são abordagens que apresentam em comum a utilização de técnicas de coleta, tratamento e análise de dados marcadamente quantitativos [...]. Têm forte preocupação com a relação causal entre variáveis. A validação da prova científica é buscada através de

testes dos instrumentos, graus de significância e sistematização das definições operacionais". A descrição dos aspectos metodológicos esta dividida em 4 partes: (i) índice de *disclosure* corporativo, (ii) mensuração da liquidez das ações, (iii) amostra do estudo e (iv) modelo econométrico.

3.1 Índice de *Disclosure* Corporativo (IDC)

A construção de um índice de *disclosure* corporativo é, geralmente, baseada no princípio geral da análise de conteúdo, um método bastante difundido nas ciências sociais (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004). De acordo com Beretta e Bozzolan (2007), a análise de conteúdo é o método mais utilizado nos estudos sobre *disclosure*, pois fornece credibilidade e inferência para a análise, de acordo com determinado contexto.

De uma maneira geral, a análise de conteúdo envolve a classificação de textos em categorias (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004). Segundo Bardin (1977), as categorias são grandes grupos compostos por subcategorias, que, por sua vez, são compostas por unidades de registros. O agrupamento das categorias é realizado por meio de características em comum das informações analisadas, ou seja, classificam-se as informações similares em categorias, a fim de se realizar melhores inferências.

Contudo, de acordo com Wallace e Nasser (1995), existe uma inerente dificuldade no processo de construção de um índice, pois o *disclosure* corporativo é um conceito abstrato que não pode ser mensurado de maneira direta. Isso ocorre, pois *disclosure* é, muitas vezes, apresentado de forma narrativa, qualitativa, tornando difícil sua mensuração. Consequentemente, não existe consenso de qual seria a melhor maneira de avaliar o *disclosure* das empresas (BRAVO; ABAD; TROMBETTA, 2008).

Do mesmo modo, em decorrência da vasta gama de informações que podem possivelmente ser divulgadas pelas empresas, a maioria dos estudos foca apenas um pequeno subgrupo de itens, como por exemplo, apenas informações de natureza econômica, o que é uma limitação que torna os estudos incompletos (BEATTIE; McINNES; FEARNLEY, 2004).

Geralmente, os Índices de *Disclosure* utilizam apenas informações de caráter voluntário, ou seja, aquelas que não são exigidas por lei ou norma. Isso ocorre, pois, *a priori*, não deveria haver diferenças entre o *disclosure* corporativo, no que diz respeito às informações de caráter obrigatório, haja vista que todas as empresas devem atender a legislação vigente.

Nesse sentido, no presente estudo, buscou-se analisar o *disclosure* voluntário das empresas da maneira mais ampla, por meio de uma métrica que englobasse itens de natureza econômica, mas que, igualmente, contemplasse as informações de caráter social e ambiental.

Finalmente, constata-se que é possível minimizar a subjetividade na seleção das informações que comporão a métrica para avaliar o *disclosure* das empresas, baseando-se em estudos realizados anteriormente, na teoria existente e no conhecimento do ambiente socioeconômico do país estudado (OWUSU-ANSAH, 1997).

Assim, o presente trabalho baseou-se nos estudos existentes na literatura. Nessa ótica, construiu-se uma métrica com base em 27 estudos: Ernst e Ernst (1978); Chow e Wong Boren (1987); Zeghal e Ahmed (1990); Meek, Roberts, Gray (1995); Gray, Kouhy e Lavers (1995); Hackston e Milne (1996); Burrit e Welch (1997); Botosan (1997); Willians (1999); Depoers (2000); Salomone e Galluccio (2001); Deegan, Rankin e Tobin (2002); Hail (2002); Nossa (2002); Standard & Poor's (2002); Kuasirikun e Sherer (2004); Lanzana (2004); Yusoff, Lehman e Nasir (2006); Malacrida e Yamamoto (2006); Lima (2007); Alencar (2007); Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007); Andrade e Salotti (2008); Francis, Nanda e Olsson (2008); Hossain (2008), Morris e Tronnes (2008); e Orens e Lybaert (2008). A partir desses trabalhos, foram selecionados 92 itens, divididos em duas dimensões:

- **Dimensão Econômica:** ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8);
- **Dimensão Socioambiental:** informações financeiras sociais (4), produtos e serviços (2), colaboradores (9), políticas ambientais (5), gestão e auditoria ambiental (3), impacto dos produtos e serviços no meio ambiente (7), energia (3), informações financeiras ambientais (6), educação e pesquisa ambiental (2), mercado de créditos de carbono (4) e outras informações ambientais (4).

Quadro 1 – Índice de *Disclosure* Corporativo (IDC)

Dimensão Socioambiental	Dimensão Econômica
Demonstração do Valor Adicionado (DVA)	Efeitos dos eventos econômicos na empresa
Menções ao valor adicionado ou distribuído	Discussão do setor em que a empresa atua
Investimentos de caráter social	Discussão da concorrência
Gastos em projetos sociais	Relacionamento com fornecedores
Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança	Aspectos tecnológicos da atividade operacional
Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços	<i>Market share</i>
Número de funcionários	Identificação dos riscos do negócio
Remuneração dos funcionários	Exposição cambial
Benefícios aos funcionários	Narrativa da história da empresa
Satisfação dos funcionários	Estrutura organizacional
Informação sobre minorias na força de trabalho	Satisfação dos Clientes
Educação e treinamento dos funcionários	Informações por segmento
Segurança no local de trabalho	Utilização da capacidade produtiva
Dados sobre acidentes de trabalho	Indicadores de eficiência
Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe	Quantidades produzidas e/ou serviços prestados
Declaração das políticas, práticas, ações atuais	Unidades vendidas
Estabelecimento de metas e objetivos ambientais	Objetivos, planos e metas futuras da empresa
<i>Compliance</i> com a legislação ambiental	Perspectiva de novos investimentos
Parcerias, conselhos, fóruns ambientais	Principais mercados de atuação
Prêmios e participações em índices ambientais	Perspectivas de atuação em novos mercados
Declaração das políticas, práticas, ações atuais	Política de reinvestimento dos lucros

Gestão ambiental	Pesquisa e desenvolvimento
ISOs 9000 e/ou 14.000	Qualidade dos produtos e serviços
Auditoria Ambiental	Preço dos produtos e serviços da empresa
Desperdícios e resíduos	Correção monetária
Processo de acondicionamento (embalagem)	Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)
Reciclagem	Informações contábeis em US GAAP ou IFRS
Uso eficiente e/ou reutilização da água	Informações detalhada sobre os custos
Impacto no meio ambiente	Preço ou valorização das ações por tipo
Reparos aos danos ambientais	Valor de mercado
Conservação da energia e/ou utilização mais eficiente nas operações	Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)
Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia	Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)
Investimentos ambientais	Indicadores de endividamento
Custos e/ou despesas ambientais	EBITDA
Passivos ambientais	Principais práticas de governança corporativa
Práticas contábeis de itens ambientais	Composição do conselho fiscal
Seguro ambiental	Composição do conselho de administração
Educação ambiental (internamente e/ou comunidade)	Identificação dos principais administradores
Pesquisas relacionadas ao meio ambiente	Remuneração dos administradores
Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo	Remuneração dos auditores
Créditos de carbono	Principais acionistas
Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE)	Relacionamento com os investidores
Certificados de Emissões Reduzidas (CER)	
Menção relativa à sustentabilidade ou desenvolvimento sustentável	
Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento	
Conservação da biodiversidade	
Relacionamento ambiental com <i>stakeholders</i>	

Fonte: Elaborada pelos autores

Ressalta-se que foram realizados alguns ajustes na métrica, devido à mudança de legislação ocorrida com a aprovação da Lei 11.638/07. Assim, algumas informações foram consideradas não-aplicáveis no ano de 2008, como por exemplo, a Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) e a Demonstração do Valor Adicionado (DVA).

Optou-se em avaliar as informações de forma binária, ou seja, caso a empresa tivesse divulgado determinada informação receberia nota 1, caso contrário nota 0. Assim, o nível de *disclosure* voluntário é dado pelo número de categorias evidenciadas pela empresa dividido pelo número total de

categorias. Utilizando esse critério, obteve-se um nível de *disclosure* socioambiental e um nível de *disclosure* econômico, dividindo o número de categorias evidenciadas pela empresa pelo número total de categorias de cada dimensão: socioambiental (49) econômico (43). Por exemplo, a Petrobras, no ano de 2007, atingiu um índice de *disclosure* econômico de 84,40% e um índice de *disclosure* socioambiental de 80,72%.

3.2 Mensuração da Liquidez

Liquidez, negociabilidade ou custos de transação constituem atributos importantes em qualquer instrumento financeiro. Entende-se por ativo líquido aquele que pode ser comprado ou vendido rapidamente ao preço corrente de mercado e a um baixo custo. Portanto, a liquidez está relacionada ao custo de realizar uma transação no mercado de capitais (AMIHU; MENDELSON, 1988, 1991, 2006; LIU, 2006).

Segundo Liu (2006), três fatores afetam a liquidez dos títulos. Primeiro, a liquidez se torna uma questão relevante quando a economia está ou há expectativa de que entre em recessão. Do ponto de vista de alocação dos ativos, investidores avessos ao risco preferem investir em ativos menos arriscados e em ativos líquidos, se a previsão for de uma economia em recessão. Segundo, iliquidez pode ser causada por investidores que possuem informações privilegiadas. Se existem *insider traders* no mercado e os investidores estão atentos a isso, então investidores não informados irão optar por não operar no mercado. Terceiro, as próprias empresas podem causar a iliquidez. *Ceteris paribus*, nenhum investidor está interessado em manter ações de empresas com alta probabilidade de falência ou com uma fraca equipe gerencial.

Segundo Pastor e Stambaugh (2003), do ponto de vista teórico, a definição de liquidez ainda é uma questão aberta. Segundo os autores, não há uma definição sem ambiguidade, teoricamente correta ou universalmente aceita. Aliado a isso, é consenso na literatura que a liquidez não é diretamente observável e que possui inúmeros aspectos que não podem ser capturados em uma única medida (LIU, 2006; AMIHU, 2002, HWANG; LU, 2009).

De acordo com Liu (2006), a liquidez possui quatro dimensões, quais sejam: quantidade de negociação, velocidade de negociação, custo de negociação e impacto no preço. Dessa forma, tendo em vista que não há uma medida de liquidez universalmente aceita e que capte todos essas dimensões simultaneamente, faz-se necessária a utilização de várias medidas, no intuito de se avaliar as múltiplas dimensões da liquidez. Assim, optou-se por utilizar três *proxies* de liquidez, quais sejam:

- **Volume Negociado**, representado pelo volume, em reais, negociado mensalmente para a ação;
- **Quantidade de Negócios**, consistindo na quantidade de negócios realizados mensalmente com a ação;
- **Negociabilidade**, que mensura a participação relativa da ação em negócios conduzidos na Bovespa, obtida conforme Equação 1.

$$\text{Negociabilidade} = 100 \times \frac{p}{P} \times \sqrt{\frac{n}{N} \times \frac{v}{V}} \quad (1)$$

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

3.3 Amostra do Estudo

Em razão da necessidade de se avaliar, manualmente, o *disclosure* das empresas, já que essa variável não se encontra disponível, estudos enfrentam um *trade-off*: analisar um maior número de empresas durante um período de tempo menor ou analisar um número menor de empresas em período de tempo maior?

O presente estudo optou pela primeira opção: avaliar um maior número de empresas em um período de tempo menor. Essa decisão baseou-se na idéia de que seria possível realizar inferências mais robustas acerca das hipóteses, caso a amostra fosse representativa das companhias abertas no Brasil. Assim, a escolha de um período de tempo menor, mais especificamente três anos, possibilitou, *a priori*, selecionar as 100 maiores companhias abertas listadas na BMF&Bovespa.

O critério para a definição das maiores empresas foi a Receita Bruta do exercício findo em 2007, sendo que foram excluídas as empresas do setor financeiro, por possuírem características (total das vendas, endividamento, etc.) que não podem ser comparáveis às das empresas não financeiras. Apesar da amostra das 100 maiores empresas não ser probabilística, ou seja, foi selecionada de maneira intencional, acredita-se que ela é representativa das companhias abertas no Brasil. Em termos de valor de mercado, por exemplo, as empresas da amostra representam 55,07% (2006), 57,11% (2007) e 55,91% (2008) do valor de mercado de todas as empresas com ações negociadas na BMF&Bovespa.

Uma vez definida a amostra da pesquisa, o próximo passo consistiu na definição do período de estudo. Optou-se por analisar as demonstrações contábeis das 100 empresas selecionadas nos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008. Contudo, os balanços de 2006 de duas empresas e os balanços de 2008 de oito empresas não estavam disponíveis no site da BMF&Bovespa, em razão de motivos como o cancelamento de registro na CVM, atraso na entrega das demonstrações contábeis, etc. Nesse sentido, a análise compreendeu: 98 empresas em 2006, 100 empresas em 2007 e 92 empresas em 2008.

3.4 Modelo Econométrico

A amostra reuniu dados para a investigação da existência de uma relação linear entre *disclosure* corporativo e liquidez. Analisou-se se o *disclosure*

corporativo impacta a liquidez das ações, por meio do modelo apresentado na Equação 2:

$$y_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 x_{1,i,t-1} + \varepsilon_i \quad \text{Eq. (2)}$$

Onde:

$y_{i,t}$ - Variável dependente da empresa i , no período t , representada pela liquidez;

β_1 - Representa o coeficiente de regressão a estimar;

$x_{1,i,t-1}$ - Variável explicativa da empresa i , no período $t-1$, representada pelo índice de *disclosure* corporativo;

ε_i - Erro aleatório (ruído branco) com distribuição normal, média zero e variância constante.

A Equação 2 tem por objetivo analisar o efeito *ex post* do *disclosure* corporativo na liquidez, ou seja, o impacto do *disclosure* corporativo na liquidez do ano seguinte. Tendo em vista que outros fatores, além do *disclosure* corporativo, podem influenciar a liquidez, foram incluídas, na análise empírica, algumas variáveis de controle, de modo a garantir a robustez da análise. Tais variáveis são: rentabilidade (RENT), mensurada pelo retorno sobre o patrimônio líquido, tamanho (TAM), mensurada pelo logaritmo do ativo total e endividamento (END), mensurada pela divisão do passivo oneroso pelo patrimônio líquido.

Juntamente com a análise de regressão múltipla, calculou-se, também, o teste “ t ”, para verificar se o índice de *disclosure* corporativo influenciava significativamente a liquidez das empresas analisadas, e o teste “ F ”, para analisar a significância conjunta das variáveis investigadas. Os dados foram, ainda, submetidos aos testes de validação do modelo, como: multicolinearidade, heterocedasticidade, autocorrelação e normalidade. Para tanto, fez-se uso dos pacotes estatísticos SPSS 15.0 e EViews 5.0.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A Tabela 1 evidencia os resultados da regressão, utilizando o *disclosure* econômico como variável explicativa e o volume negociado como variável dependente, conforme Equação 2.

De acordo com a Tabela 1, painel B, a regressão estimada, considerada isoladamente, mostrou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 1%, tendo em vista que o *p-value* obtido para a estatística F é inferior a 0,01. Obteve-se um coeficiente de determinação ajustado de 0,12, evidenciando que 12% da variação no volume negociado é explicado pela variação do *disclosure* econômico (DE). Quanto à significância, o painel A, da Tabela 1, por meio da estatística t , indica que a variável DE mostrou-se significativa estatisticamente ao nível de 1%, bem como o sinal previsto.

Tabela 1 – Resultados da Regressão com DE e sem Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	-77074,99	29213,01	-2,6384	0,008
DE	248048,6	83417,19	2,974	0,003
Painel B				
Descrição	Valor	Descrição	Valor	
R ²	0,132	Teste F (Estatística)	63,103	
R ² ajustado	0,120	Teste F (<i>p</i> -value)	0,000	
Schwarz	24,542	Teste de White (Estatística)	96,142	
Akaike	25,523	Teste de White (<i>p</i> -value)*	0,000	
Jarque-Bera (estatística)	30.828,26	Durbin-Watson*	1,330	
Jarque-Bera (<i>p</i> -value)**	0,000	Número de Observações	418	

* Erros padrões ajustados para correlação serial e heterocedasticidade, usando erro padrão de Newey-West com 4 lags, uma vez que as hipóteses nulas de variâncias homocedásticas e autocorrelação foram rejeitadas, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 418 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de Newey-West aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

A Tabela 2 evidencia os resultados da regressão, utilizando o *disclosure* socioambiental como variável explicativa e o volume negociado como variável dependente, conforme Equação 2. De acordo com a Tabela 2, painel B, a regressão estimada, considerada isoladamente, mostrou-se significativa em termos estatísticos ao nível de significância de 1%, tendo em vista que o *p*-value obtido para a estatística *F* é inferior a 0,01. Obteve-se um coeficiente de determinação ajustado de 0,06, evidenciando que 6% da variação no volume negociado é explicado pela variação do *disclosure* socioambiental (DSA). Quanto à significância, o painel A, da Tabela 2, por meio da estatística *t*, indica que a variável DSA mostrou-se significativa estatisticamente ao nível de 5%, bem como sinal previsto.

No intuito de verificar se os resultados obtidos eram consistentes, foram incluídas variáveis de controle, com objetivo de verificar se havia alteração no sinal ou na significância estatística das variáveis DE e DSA.

Tabela 2 – Resultados da Regressão com DSA e sem Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	-16666,53	16298,40	-1,023	0,307
DSA	142517,6	71450,38	1,995	0,046

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,063	Teste F (Estatística)	27,805
R ² ajustado	0,060	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000
Schwarz	25,619	Teste de White (Estatística)	59,945
Akaike	25,599	Teste de White (<i>p-value</i>)*	0,000
Jarque-Bera (estatística)	36692,02	Durbin-Watson*	1,270
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)**	0,000	Número de Observações	418

* Erros padrões ajustados para correlação serial e heterocedasticidade, usando erro padrão de Newey-West com 4 lags, uma vez que as hipóteses nulas de variâncias homocedásticas e autocorrelação foram rejeitadas, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 418 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de Newey-West aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

Observa-se que a inclusão das variáveis de controle TAM, END e RENT não alterou a significância, nem o sinal das variáveis DE e DSA (Tabelas 3 e 4). Adicionalmente, percebe-se uma melhora no coeficiente de determinação ajustado de ambos modelos, passando de 12% para 31,53% e de 6% para 28,2%, respectivamente.

Tabela 3 – Resultados da Regressão com DE e com Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	-611346,7	137760,4	-4,438	0,000
DE	169660,4	48005,09	3,534	0,000
TAM	38945,34	8744,08	4,454	0,000
END	-21294,61	18083,27	-1,177	0,239
RENT	8330,02	8520,68	0,978	0,328

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,322	Teste F (Estatística)	48,093
R ² ajustado	0,315	Teste F (<i>p</i> -value)	0,000
Schwarz	25,357	Teste de White (Estatística)	147,096
Akaike	25,308	Teste de White (<i>p</i> -value)*	0,000
Jarque-Bera (estatística)	18651,89	Durbin-Watson*	1,486
Jarque-Bera (<i>p</i> -value)**	0,000	Número de Observações	410

* Erros padrões ajustados para correlação serial e heterocedasticidade, usando erro padrão de Newey-West com 4 lags, uma vez que as hipóteses nulas de variâncias homocedásticas e autocorrelação foram rejeitadas, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 418 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de Newey-West aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 0,947, 0,971, 0,980 e 0,977, para as variáveis DE, TAM, END e RENT, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Tabela 4 – Resultados da Regressão com DSA e com Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	-609472,4	144445,4	-4,219	0,000
DSA	90033,21	44438,99	2,0260	0,043
TAM	41828,51	9874,417	4,236	0,000
END	-23232,08	19387,07	-1,198	0,232
RENT	8224,905	9027,162	0,911	0,3628

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,289	Teste F (Estatística)	41,121
R ² ajustado	0,282	Teste F (<i>p</i> -value)	0,000
Schwarz	25,405	Teste de White (Estatística)	136,429
Akaike	25,356	Teste de White (<i>p</i> -value)*	0,000
Jarque-Bera (estatística)	20561,11	Durbin-Watson*	1,459
Jarque-Bera (<i>p</i> -value)**	0,000	Número de Observações	410

* Erros padrões ajustados para correlação serial e heterocedasticidade, usando erro padrão de Newey-West com 4 lags, uma vez que as hipóteses nulas de variâncias homocedásticas e autocorrelação foram rejeitadas, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 418 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de Newey-West aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 0,928, 0,941, 0,983 e 0,985, para as variáveis DSA, TAM, END e RENT, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Por fim, com o objetivo de averiguar se os resultados obtidos são sensíveis à *proxy* de liquidez utilizada, fez-se uso de outras *proxies*. Assim, as Tabelas 5, 6, 7 e 8 evidenciam os resultados, utilizando as variáveis quantidade de negócios e negociabilidade como *proxy* para liquidez.

Percebe-se que os resultados não sofrem alterações, ao utilizar a negociabilidade e a quantidade de negócios como *proxy* para liquidez. Os resultados obtidos nas Tabelas 5 e 6 são similares aos obtidos na Tabela 3, assim como os obtidos nas Tabelas 7 e 8 são similares aos obtido na Tabela 4, ou seja, não há alteração no sinal, nem na significância estatística das variáveis DE e DSA, nem na explicação do modelo. Logo, não há evidências que os resultados obtidos sejam sensíveis à *proxy* utilizada para mensurar a liquidez.

Tabela 5 – Resultados da Regressão utilizando a Negociabilidade como proxy para liquidez, DE e Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	-8,905	1,968	-4,525	0,000
DE	2,241	0,692	3,263	0,001
TAM	0,571	0,123	4,638	0,000
END	-,0147	0,214	-0,688	0,492
RENT	0,211	0,078	2,705	0,007

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,3193	Teste F (Estatística)	48,199
R ² ajustado	0,3127	Teste F (<i>p</i> -value)	0,000
Schwarz	3,056	Teste de White (Estatística)	133,436
Akaike	3,008	Teste de White (<i>p</i> -value)*	0,000
Jarque-Bera (estatística)	27916,78	Durbin-Watson***	1,888
Jarque-Bera (<i>p</i> -value)**	0,000	Número de Observações	416

*erros padrões estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 247 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (variance inflation factor). Obteve-se um FIV de 0,949, 0,968, 0,985 e 0,995, para as variáveis DE, TAM, END e RENT, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Tabela 6 – Resultados da Regressão utilizando a Quantidade de Negócios como proxy para liquidez, DE e Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	-3024368	640777,2	-4,720	0,000
DE	753337,7	237111,0	3,177	0,001
TAM	193907,7	39805,01	4,871	0,000
END	2393,52	76653,46	0,031	0,9751
RENT	67520,30	28461,06	2,372	0,0181

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,323	Teste F (Estatística)	48,199
R ² ajustado	0,317	Teste F (<i>p</i> -value)	0,000
Schwarz	28,496	Teste de White (Estatística)	97,318
Akaike	28,447	Teste de White (<i>p</i> -value)*	0,000
Jarque-Bera (estatística)	43794,40	Durbin-Watson***	1,833
Jarque-Bera (<i>p</i> -value)**	0,000	Número de Observações	416

*erros padrões estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 247 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 0,949, 0,968, 0,985 e 0,995, para as variáveis DE, TAM, END e RENT, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Tabela 7 – Resultados da Regressão utilizando a Negociabilidade como proxy para liquidez, DSA e Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	p-valor
C	-8,889	1,998	-4,449	0,000
DSA	1,168	0,640	1,825	0,068
TAM	0,610	0,133	4,595	0,000
END	-0,184	0,219	-0,843	0,393
RENT	0,209	0,079	2,660	0,008

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,291	Teste F (Estatística)	42,076
R ² ajustado	0,284	Teste F (<i>p-value</i>)	0,000
Schwarz	3,098	Teste de White (Estatística)	127,838
Akaike	3,049	Teste de White (<i>p-value</i>)*	0,000
Jarque-Bera (estatística)	28944,87	Durbin-Watson***	1,876
Jarque-Bera (<i>p-value</i>)**	0,000	Número de Observações	416

*erros padrões estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 247 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 0,925, 0,937, 0,989 e 0,998, para as variáveis DE, TAM, END e RENT, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

Tabela 8 – Resultados da Regressão utilizando a Quantidade de Negócios como proxy para liquidez, DSA e Variáveis de Controle

Painel A				
Variável Explicativa	Coefficiente	Erro padrão*	Estatística <i>t</i>	<i>p</i> -valor
C	-3020909,0	650101,0	-4,647	0,000
DSA	368565,3	221321,4	1,665	0,0966
TAM	207834,2	43013,48	4,832	0,000
END	-12833,28	79602,92	-0,161	0,8720
RENT	67402,81	28718,62	2,347	0,0194

Painel B			
Descrição	Valor	Descrição	Valor
R ²	0,292	Teste F (Estatística)	42,380
R ² ajustado	0,285	Teste F (<i>p</i> -value)	0,000
Schwarz	28,541	Teste de White (Estatística)	93,771
Akaike	28,492	Teste de White (<i>p</i> -value)	0,000
Jarque-Bera (estatística)	45510,84	Durbin-Watson***	1,815
Jarque-Bera (<i>p</i> -value)**	0,000	Número de Observações	

*erros padrões estimados com correção para heterocedasticidade de White, uma vez que a hipótese nula de variâncias homocedásticas foi rejeitada, ao nível de 5%.

**De acordo com o teorema do limite central e considerando que foram utilizadas 247 observações, o pressuposto da normalidade pode ser relaxado (BROOKS, 2002). Adicionalmente, a correção de White aumenta o erro padrão, diminuindo a estatística *t*, tornando sua estimativa mais robusta.

*** Rejeita-se a hipótese de autorrelação nos resíduos.

Para detectar a presença de multicolinearidade, fez-se uso dos testes FIV (*variance inflation factor*). Obteve-se um FIV de 0,949, 0,968, 0,985 e 0,995, para as variáveis DE, TAM, END e RENT, concluindo-se pela inexistência de colinearidade (LEVINE; BERENSON; STEPHAN, 2000).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

George Akerlof, em seu trabalho seminal intitulado “*The Market for Lemons*”, modela o conceito da assimetria informacional, demonstrando que o problema da seleção adversa acarreta sérios problemas de liquidez, podendo inclusive levar ao colapso de um mercado. No contexto do mercado de capitais, uma das formas que as empresas têm para amenizar esse problema é divulgar mais informações acerca de suas operações, diminuindo o nível de assimetria informacional. De acordo com essa linha de raciocínio, o nível de transparência corporativa de uma empresa possui impacto sobre a liquidez das ações.

O objetivo do presente trabalho foi testar empiricamente essa relação no mercado de capitais brasileiro. Os resultados encontrados suportam que o tanto o *disclosure* econômico (DE), quanto o *disclosure* socioambiental (DAS) impactam a liquidez das ações. Do mesmo modo, percebeu-se que a inclusão

das variáveis de controle não alterou a significância, nem o sinal das variáveis relacionadas ao *disclosure*. Constatou-se, ainda, que os resultados obtidos não são sensíveis à *proxy* de liquidez utilizada, já que os resultados são robustos utilizando o volume negociado, a quantidade de negócios e a negociabilidade.

Assim, com base nos resultados apresentados, é possível atestar que a transparência corporativa impacta a liquidez das ações. Nesse sentido, a principal contribuição deste estudo é apresentar evidências empíricas de que, apesar de acarretar custos para as empresas (como por exemplo, o custo de propriedade, relacionado à divulgação de informações estratégicas aos concorrentes), uma postura mais transparente pode trazer um benefício para as empresas: ações mais líquidas.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, p. 488-500, 1970.
- ALENCAR, R. *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro*. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.
- AMIHUD, Y. Illiquidity and stock returns: cross-section and time series effects. **Journal of Financial Markets**, v. 5, n. 1, p.31-56, 2002.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Liquidity and asset price: financial management implications. *Financial Management*, v.17, n.1, p. 5-15, 1988.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Stock and bond liquidity and its effect on prices and financial policies. **Financial Market Portfolio Management**, v. 20, p. 19-32, 2006.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H.. Liquidity, assets prices and financial policy. **Financial Analysts Journal**, v.47, n.6, p. 56-66, 1991.
- ANDRADE, J; SALOTTI, B. Balanço de recursos humanos: uma análise de companhias do mercado brasileiro. In: Congresso ANPCONT, 2, 2008, Salvador. **Anais...**: Congresso ANPCONT, 2008. CD-ROM.
- ATTIG, N.; FONG, W.; GADHOUM, Y.; LANG, L. Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity. **Journal of Banking and Finance**, v. 30, p. 2875-2892, 2006.
- BALAKRISHNAN, K., et al. Shaping liquidity: on the causal effects of voluntary disclosure. (August 25, 2013). **Journal of Finance, Forthcoming**. Disponível no SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1950123>. Acesso em 21 de Agosto de 2014.
- BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.
- BEATTIE, V.; McINNES, B.; FEARNLEY, S. A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. **Accounting Forum**, v .28, p. 205-236, 2004.
- BEAVER, W. **Financial reporting: an accounting revolution**. Editora Prentice Hall, 1998.

BERETTA, S.; BOZZOLAN, S. Quality versus quantity: The case of forward-looking disclosure. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Forthcoming, 2008. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Janeiro, 2007. Acesso em 11 de Setembro de 2009.

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

BRAVO, F.; ABAD, C.; TROMBETTA, M. Methodological and empirical analysis of problems in the measurement of voluntary disclosure. In: **European Accounting Association Annual Congress**, 31, 2008, Rotterdam.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. Cambridge: Cambridge University Press, 2002.

BROWN, S.; HILLEGEIST, S. How disclosure quality affects the level of information asymmetry. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Março, 2008. Acesso em 22 de agosto de 2009.

BURRIT, R.; WELCH, S. Accountability for environmental performance of the Australian Commonwealth public sector. **Accounting, Auditing & Accountability Journal**. V.10, p.532-561, 1997.

BUSHMAN, R.; CHEN, Q.; ENGEL, E.; SMITH, A. Financial accounting information, organization complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, p. 167-201, 2004.

CHOW, C.; WONG-BOREN, A. Voluntarily disclosure by Mexican companies. **The Accounting Review**, v. 62, p. 533-541, 1987.

CRUZ, C.; A.; LIMA, G. Reputação corporativa e nível de *disclosure* das empresas de capital aberto no Brasil. *Revista Universo Contábil*, v. 6, n. 1, p. 85-101, 2010.

DEEGAN, C., RANKING, M., TOBIN, J. An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: a test of legitimacy theory, **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v.15, p.312-43, 2002.

DEPOERS, F. A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. **European Accounting Review**, v. 9, p. 245-263, 2000.

DIAMOND, D.; VERRECCHIA, R. Disclosure, liquidity and the cost of capital. **Journal of Finance**, v. 46, p. 1325-1360, 1991.

ERNST and ERNST. **Social responsibility disclosure: 1978 survey**. Ernst and Ernst, Cleveland, OH, 1978.

FRANCIS, J.; NANDA, D.; OLSON, P. Voluntarily disclosure, information quality, and costs of capital. **Journal of Accounting Research**, v. 46, p. 53-99, 2008.

GRAY, R.; KOUHY, R.; LAVERS, S. Methodological themes: constructing a research database of social and environmental reporting by UK companies. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**. v. 8, p.78-101, 1995.

GRÜNING, M.. Capital Market Implications of corporate disclosure: German evidence. **Business Research**, v. 4, n.1, p. 48-72, 2011.

HACKSTON, D.; MILNE, M. Some determinants of social and environmental disclosure in New Zealand companies. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v.9, p. 77-108, 1996.

HAIL, L. The impact of voluntarily corporate disclosure on the ex ante cost of capital for Swiss firms. **European Accounting Review**, v. 11, p. 741-743, 2002.

HEALY, P.; PALEPU, K. Information asymmetry, corporate disclosure and capital markets: A review of empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

HOSSAIN, M. The extent of disclosure in annual reports of banking companies: The case of India. In: **American Accounting Association Annual Meeting**, 2008, Anaheim.

HWANG, S.; LU, C. **Cross-sectional stock returns in the UK market: the role of liquidity risk**, Working Paper, Cass Business School, 2009. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=969809>.

IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. **Manual de contabilidade das sociedades por ações** (Aplicável às demais sociedades). 7. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

KLANN, R. BEUREN, I. Características de empresas que influenciam o seu *disclosure* voluntário de indicadores de desempenho. **Brazilian Business Review**, v. 8, n. 2, p. 96-118, 2011.

KUASIRIKUN, N.; SHERER, M. Corporate social accounting in Thailand. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v. 17, p. 629-660, 2004.

LANZANA, A. **Relação entre o disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LEUZ, C.; VERRECCHIA, R. The economic consequences of increased disclosure. **Journal of Accounting Research**, v. 38, p. 91-124, 2000.

LEUZ, C.; WYSOCKI, P. Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Março, 2008. Acesso em 22 de agosto de 2008.

LEVINE, D. M.; BERENSON, M. L.; STEPHAN, D. **Estatística: teoria e aplicações**. Rio de Janeiro: LTC, 2000.

LIMA, G. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileira**. 118 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LIU, W. A liquidity-augmented capital asset pricing model. **Journal of Financial Economics**, v.82, p.631-671, 2006.

MALACRIDA, M.; YAMAMOTO, M. Governança corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do

IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças**, Edição Comemorativa, p. 65-79, 2006.

MARTINS, G. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MEEK, G.; ROBERTS, C.; GRAY, S. Factors influencing voluntarily annual report disclosure by U.S., U.K., and continental European multinational corporations. **Journal of International Business Studies**, v. 26, p. 555-572, 1995.

MERKLEY, K. Narrative disclosure and earnings performance: evidence from R&D disclosures. *The Accounting Review*, Vol. 89, No. 2, 2014

MORRIS, R. D. M., TRONNES, P. C. The determinants of voluntary strategy disclosure: An international comparison. In: **American Accounting Association Annual Meeting**, 2008, Anaheim.

NOSSA, V. **Disclosure ambiental**: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional. 2002. 246 p. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. 2002.

OWUSU-ANSAH, S. The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies: A comment. **The European Accounting Review**, v. 6, p. 487-492, 1997.

ORENS, R.; LYBAERT, N. Analysts' earnings forecasts and non-financial disclosures. In: **European Accounting Association Annual Congress**, 31, 2008, Rotterdam.

PASTOR, L.; STAMBAUGH, R. F. Liquidity risk and expected returns. *The Journal of Political Economy*, v. 111, n. 3, p.642-685, 2003.

ROVER, S., et al. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando a análise de regressão em painel. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v.47, n.2, p.217-230, 2012.

SALOMONE, R.; GALLUCCIO, G. Environmental issues and financial reporting trends: a survey in the chemical and oil & gas industries. FEEM Working Paper. No. 32, 2001.

STANDARDS & POOR'S. **Transparency and Disclosure (T&D) 2002 rankings**. Disponível em: www.standardandpoors.com. Acesso em 15 de Setembro de 2008.

STIGLITZ, J. The contributions of the economics of information to twentieth century economics. **Quarterly Journal of Economics**, v. 115, p. 1441-1478, 2000.

WALLACE, O.; NASER, K. Firm specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 14, p. 311-368, 1995.

WELKER, M. Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets. **Contemporary Accounting Research**, v. 11, p. 801-827, 1995.

WILLIAMS, S. M. Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific region: an international empirical test of political economy theory. **The International Journal of Accounting**, v. 34, p. 209-238, 1999.

YUSOFF, H.; LEHMAN, G.; NASIR, N. Environmental engagements through the lens of disclosure practices: a Malaysian story". **Asian Review of Accounting**, v. 14, p.122-48, 2006.

ZEGHAL, D.; AHMED, S. Comparison of Social Responsibility Information Disclosure Media Used by Canadian Firms. **Accounting, Auditing and Accountability Journal**, v.3, p.1-13, 1990.

ZHOU, H. The impact of increased accounting disclosure on information asymmetry: A case of implementing new auditing standards in emerging markets. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Novembro, 2004. Acesso em 22 de agosto de 2008.