



UNIVERSIDADE ESTÁCIO DE SÁ
Programa de Pós-Graduação em Administração e Desenvolvimento Empresarial
Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial (MADE)

ALESSANDRO ANTUNES LEANDRO

**O IMPACTO DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* SOBRE OS INDICADORES RETORNO
SOBRE O ATIVO E RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO SETOR DE EDUCAÇÃO**

Rio de Janeiro
2019

ALESSANDRO ANTUNES LEANDRO

**O IMPACTO DO NÍVEL DE *DISCLOSURE* SOBRE OS INDICADORES RETORNO
SOBRE O ATIVO E RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO DAS EMPRESAS
BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO SETOR DE EDUCAÇÃO**

Dissertação apresentada à Universidade Estácio de Sá, como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre em Administração e Desenvolvimento Empresarial.

Orientador: Prof. Dr. Antônio Carlos Magalhães da Silva.

Rio de Janeiro

2019

L437i Leandro, Alessandro Antunes

O impacto do nível de disclosure sobre os indicadores retorno sobre o ativo e retorno sobre o patrimônio líquido das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação. / Alessandro Antunes Leandro. – Rio de Janeiro, 2019.
61 f.

Dissertação (Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial) – Universidade Estácio de Sá, 2019.

1. Disclosure. 2. Indicadores de rentabilidade.
3. Regressão Linear Múltipla com dados em painel.
I. Título.

CDD 658.5



UNIVERSIDADE ESTÁCIO DE SÁ
Programa de Pós-Graduação em Administração e Desenvolvimento Empresarial

A dissertação

O IMPACTO DO NÍVEL DE DISCLOSURE SOBRE OS INDICADORES RETORNO SOBRE O ATIVO E RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO SETOR DE EDUCAÇÃO
elaborada por

ALESSANDRO ANTUNES LEANDRO

e aprovada por todos os membros da Banca Examinadora foi aceita pelo Curso de Mestrado Profissional em Administração e Desenvolvimento Empresarial como requisito parcial à obtenção do título de

MESTRE EM ADMINISTRAÇÃO E DESENVOLVIMENTO EMPRESARIAL

Rio de Janeiro, 10 de junho de 2019.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Antonio Carlos Magalhães da Silva - Presidente
Universidade Estácio de Sá

Prof. Dr. Paulo Roberto da Costa Vieira
Universidade Estácio de Sá

Prof. Dr. Alexius Viktor Andrade Freund
Banco Central do Brasil

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus filhos Caio e Isabela, que em suas particularidades, respeitaram os limites impostos pelas horas de dedicação à esta pesquisa, mesmo que não entendessem exatamente o motivo. Sei o quanto minha ausência foi sentida nas brincadeiras de final de semana nestes últimos 30 meses.

Dedico, também, à minha querida companheira e esposa Cristina, exemplo de amor, carinho, empatia e complacência. Com sua rara qualidade em saber lidar com as crianças, soube administrar e minimizar minha ausência junto delas. Sem essa parceria, certamente não chegaria até aqui.

Não poderia deixar de dedicar esta pesquisa aos meus pais: Maurício (*In memoriam*) e Maria Helena. Exemplos de luta e resiliência. Não fossem eles, não estaria aqui redigindo essa dedicatória.

Do mesmo modo, dedico aos meus irmãos Cláudia e Bruno, como prova de que Deus permite os obstáculos, mas ajuda a superá-los.

Finalmente, dedico este trabalho a todos aqueles que direta e indiretamente direcionaram esforços e pensamentos positivos para que esse trabalho fosse concluído.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente à Deus, por me permitir realizar esse sonho e por ter a bondade de me agradecer com uma família maravilhosa.

Aos meus filhos Caio e Isabela e minha esposa Cristina, que em suas singularidades, me apoiaram e compreenderam a minha renúncia em diversos momentos que poderíamos estar juntos.

Aos meus pais, Maurício (*In memoriam*) e Maria Helena, dos quais herdei o espírito de luta e resiliência.

Aos meus irmãos Cláudia e Bruno e demais membros da família Leandro pelo incentivo e torcida para que esse sonho se realizasse.

À família Amat, da qual Deus me permitiu ingressar e conviver com adoração, amizade e respeito desde 2002.

Ao meu amigo e compadre André Ramos, que me apresentou o mundo acadêmico, do qual milito como docente há exatamente 10 anos.

Ao meu orientador, Antônio Carlos Magalhães, pela sua disponibilidade e respostas sempre rápidas, por suas instruções, estímulo e dedicação à esta pesquisa.

Aos professores Paulo Roberto e Antônio Augusto, pelas relevantes sugestões propostas nas bancas de homologação e pré-defesa, as quais contribuíram consideravelmente para a melhoria deste trabalho.

Aos colegas de MADE, pela amizade e companheirismo nessa empreitada.

Aos funcionários do MADE, pela presteza e auxílio nessa trajetória.

Finalmente, a todos que de alguma forma contribuíram para o sucesso dessa jornada.

*“Tudo aquilo que o homem ignora, não existe para ele.
Por isso, o universo de cada um se resume ao tamanho do seu saber.”*

Albert Einstein

RESUMO

Com a globalização econômica e, conseqüentemente, o estreitamento das relações comerciais em escala global, surgiu a necessidade de adaptação da linguagem contábil em nível internacional. Uma das alterações significativas advindas do processo de padronização e convergência para um modelo contábil global é o *disclosure*, em razão da necessidade de qualificar as informações divulgadas pelas empresas aos seus públicos de interesse. No Brasil, as companhias de capital aberto também tiveram que se adequar às mudanças provenientes desse processo, sobretudo na divulgação de informações. Aliado a esse conjunto de informações legais e voluntárias, a aplicação da técnica contábil para analisar as demonstrações contábeis contribui de forma relevante para a análise da situação econômica e financeira das empresas e, portanto, representa um importante instrumento de suporte à tomada de decisão. Por conseguinte, esta pesquisa teve como propósito avaliar o impacto do nível de *disclosure* sobre os indicadores contábeis Rentabilidade sobre o Ativo e Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido. A abordagem utilizada no estudo foi quantitativa e do tipo explicativa com a aplicação de regressão linear múltipla com dados em painel com efeito fixo. Os resultados obtidos acerca do grau de significância revelam que quanto maior a divulgação de informações estratégicas e operacionais, menor é a rentabilidade das companhias. Por outro lado, demonstra que Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior contribuiu para o aumento considerável do número de matrículas de novos alunos, o que resultou em um crescimento expressivo nos resultados econômico-financeiros das companhias. No que concerne à aplicabilidade desta dissertação, enfatiza-se a importância dos usuários das informações contábeis considerarem em suas decisões econômicas que quanto maior for o *disclosure* de informações relacionadas a aspectos operacionais e estratégias corporativas, menor é a rentabilidade dos Ativos e do Patrimônio Líquido. Sob a ótica dos gestores, esse resultado torna-se aplicável em decisões como aumentar, manter ou diminuir o nível de *disclosure*.

Palavras-chave: *Disclosure*; Indicadores de Rentabilidade; Regressão Linear Múltipla com Dados em Painel.

ABSTRACT

Due to economic globalization and, consequently, the narrowing of trade relations on a global scale, the adaptation of accounting language at the international level became imperative. One of the significant changes arising from the process of standardization and convergence to a global accounting model is Disclosure, because of the need to qualify the information reported by the companies to their stakeholders. In Brazil, the publicly traded companies also had to adapt to the changes resulting from this process, especially in the dissemination of information. In addition to this set of legal and voluntary information, the application of the accounting technique to analyze financial statements contributes in a relevant way to the analysis of the economic situation and therefore represents an important tool to support decision making. Accordingly, this research aims to assess the impact of the level of disclosure on the accounting indicators Profitability on Assets and Profitability on Shareholders' Equity. The approach used in the study was quantitative and explanatory with the application of multiple linear regression based on panel data with fixed effect. The results obtained on the degree of significance reveal that greater the disclosure of strategic and operational information, the lower is the profitability of companies. On the other hand, it demonstrates that the Fund of Student Financing of Higher Education has contributed to a considerable increase in the enrollment of new students, which resulted in a significant growth in the economic-financial results of the companies. Regarding the applicability of this dissertation, it is emphasized the importance of the users of the accounting information to consider in their economic decisions that the greater the disclosure of information related to operational aspects and corporate strategies, the lower the profitability of Assets and Equity. From the viewpoint of managers, it becomes applicable in decisions such as increasing, maintaining or decreasing the level of disclosure.

Key words: Disclosure; Profitability Indicators; Multiple Linear Regression with Panel Data.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AO	Aspectos Operacionais
B3	Bolsa Brasil Balcão
BSC	<i>Balanced Scorecard</i>
CPC	Comitê de Pronunciamentos Contábeis
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DEF	Desempenho Econômico-Financeiro
EC	Estratégia Corporativa
FIES.	Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior
IAS	<i>International Accounting Standard</i>
IES	Instituições de Ensino Superior
PL	Capital Próprio ou Patrimônio Líquido
PROUNI	Programa Universidade para Todos
RPL	Retorno sobre o Patrimônio Líquido
RsA	Retorno sobre o Ativo
VM	Visão do Mercado

LISTA DE FIGURAS

Figura 1:	Sequência do processo contábil	25
Figura 2:	Objetivos da análise econômico-financeira	26
Figura 3:	Categorias do índice de divulgação voluntária	34
Figura 4:	Modelagem quantitativa do estudo	38

LISTA DE QUADROS

Quadro 1:	Razões para a análise das demonstrações contábeis	27
Quadro 2:	Critério de avaliação da métrica	35
Quadro 3:	Índice de divulgação	35

LISTA DE TABELAS

Tabela 1:	Estatísticas descritivas das variáveis de cada trimestre entre 2012 a 2018	41
Tabela 2:	Pontuação mínima e máxima possível das variáveis explicativas	44
Tabela 3:	Matriz de correlação entre as variáveis utilizadas na pesquisa	45
Tabela 4:	Resultado da regressão com dados em painel com efeito fixo para RsA	46
Tabela 5:	Resultado da regressão com dados em painel com efeito fixo para RPL	47

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1:	Distribuição da frequência relativa de RsA	42
Gráfico 2:	Distribuição da frequência relativa de RPL	43

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	15
1.1.	QUESTÃO-PROBLEMA	19
1.2.	OBJETIVOS	20
1.2.1.	Objetivo Geral	20
1.2.2.	Objetivos Intermediários	20
1.3.	RELEVÂNCIA	20
1.3.1.	Relevância Organizacional	20
1.3.2.	Relevância Acadêmica	20
1.4.	DELIMITAÇÃO	21
1.4.1.	Delimitação Organizacional	21
1.4.2.	Delimitação Temporal	21
2.	REFERENCIAL TEÓRICO	22
2.1.	TEORIA DO <i>DISCLOSURE</i>	22
2.2.	ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS	24
2.3.	INDICADORES DE RENTABILIDADE	27
2.4.	OUTROS ESTUDOS	29
3.	METODOLOGIA	33
3.1.	ABORDAGEM METODOLÓGICA	33
3.2.	HIPÓTESES	33
3.3.	APLICAÇÃO DO MODELO	34
3.4.	DADOS EM PAINEL	36
3.5.	POPULAÇÃO E AMOSTRA	40
3.6.	COLETA DE DADOS	40
3.7.	TRATAMENTO DOS DADOS	40
4.	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS	41
4.1.	ANÁLISE DESCRITIVA DOS RESULTADOS	41
4.2.	ANÁLISE INFERENCIAL DOS RESULTADOS COM DADOS EM PAINEL	44
5.	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	49
5.1.	CONCLUSÕES	49
5.2.	RECOMENDAÇÕES	51
	REFERÊNCIAS	53

1. INTRODUÇÃO

Com a globalização econômica, e conseqüentemente, o estreitamento das relações comerciais em escala global, surgiu a necessidade de adaptação da linguagem contábil em nível internacional, de modo que a comunicação no mundo dos negócios pudesse ser realizada em diversos países sem tantas divergências (SILVA et al., 2018). A promulgação da Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007 inseriu alterações significativas na legislação societária brasileira ao determinar que as companhias de capital aberto, de capital fechado, instituições financeiras e limitadas de grande porte adotassem a normatização contábil em consonância com os padrões internacionais (SILVA, FERREIRA e MENEZES, 2016).

Uma das alterações significativas advindas do processo de harmonização, padronização e convergência para um modelo contábil internacional é o *disclosure* em razão da necessidade de qualificar as informações divulgadas pelas empresas aos seus públicos de interesse. De acordo com Murcia e Machado (2014), a palavra *disclosure* significa revelar, divulgar, expor, ou seja, tornar algo público, evidenciar alguma coisa ou informação empresarial. Assim, o *disclosure* está ligado aos objetivos da Contabilidade, ao garantir informações diferenciadas a vários tipos de usuários (IUDÍCIBUS, 2015).

Nesse cenário de padronização das normas contábeis, as empresas estão vivendo uma situação onde a informação assume caráter cada vez mais estratégico em suas relações. A evidenciação clara, objetiva e completa possibilita maior grau de confiabilidade e segurança ao se decidir por uma alternativa em detrimento de outra (OLIVEIRA, SOUZA e FORTE, 2014).

No Brasil, as Instituições de Ensino Superior (IES) também tiveram que se adequar às mudanças provenientes desse processo de padronização. O setor de ensino no Brasil é altamente relevante para a economia do País, devido, sobretudo, pelo tamanho de sua população. Além disso, essas organizações representam relevante papel social no desenvolvimento e capacitação de milhares de pessoas. Segundo dados do Censo de Educação Superior 2017, o Brasil representa o quinto maior mercado de ensino superior do mundo e o maior mercado de ensino superior da América Latina, com 8,3 milhões de estudantes matriculados. A média de crescimento anual em matrículas em IES é de 4,6%.

Ainda assim, a ampliação do acesso universitário é um problema social a ser enfrentado no Brasil, sendo que a necessidade de expandir esse acesso faz parte do processo de extensão de direitos que caracteriza a cidadania moderna (LOCATELI et al., 2017).

Segundo Locateli et al. (2017), nas últimas décadas, houve um grande aumento no número de estudantes frequentando IES, e um dos fatores que levaram a esse aumento foi o Fundo de Financiamento ao Estudante do Ensino Superior (FIES). Os repasses do FIES podem representar um percentual considerável no Contas a Receber dessas instituições. Esse programa pode afetar a rentabilidade das instituições privadas de Ensino Superior e, seus efeitos, portanto, podem vir a ser evidenciados nas demonstrações contábeis. Assim, é possível, a partir da análise dessas demonstrações, verificar as variações dos índices de rentabilidade das empresas.

Não há como negar a importância das informações obtidas, através da análise dos indicadores econômico-financeiros, como elemento de análise do desempenho de empresas em determinado período de tempo. Essas informações assumem importância ímpar para investidores interessados nas variações do patrimônio das empresas e para outros usuários da informação contábil interessados em obter elementos concernentes à evolução das empresas e os possíveis riscos que estas podem apresentar. Além disso, torna-se importante também para os órgãos de governo, formuladores de políticas públicas, que conheçam os impactos das alterações de determinadas políticas sobre a rentabilidade das instituições de ensino (LOCATELI et al., 2017).

Nesse sentido, gerir adequadamente recursos informacionais e seus fluxos, tanto no relacionamento interno quanto no relacionamento externo, tornou-se essencial (VITAL, FLORIANI e VARVAKIS, 2010). De acordo com Klan e Beuren (2011), diante da busca por fontes de recursos, as empresas se veem obrigadas a adotar uma postura de maior transparência em relação ao seu modo de governança corporativa.

O estudo de O'Rian, Curry e Harth (2012) revela que práticas associadas à transparência abre a possibilidade das organizações divulgarem as suas informações. Assim, as partes interessadas terão acesso fácil aos dados que tiverem sido abertos pelas organizações. Os *stakeholders* processarão esses dados de forma ágil e na maioria das vezes sem a necessidade de intermediários utilizando-se de mecanismos de processamento apropriados, muitas vezes disponíveis de forma gratuita também na internet.

Slomski (2013) destaca que da obrigação de informar, a administração deve cultivar o desejo de informar. Para isso, a entidade pode utilizar seus demonstrativos para reduzir a assimetria informacional entre a entidade e a sociedade.

A contabilidade pode ser considerada como um dos principais sistemas de informações existentes em uma empresa. Como a contabilidade é uma ciência social, sofre os impactos resultantes das mudanças e necessidades concernentes aos relacionamentos entre empresa e sociedade. As empresas devem estar preparadas para atender as novas demandas informacionais resultantes dessas interações, de forma a melhor garantir a transparência. Por isso, para se manter tecnicamente e socialmente útil, ela deve responder às necessidades da sociedade e refletir as condições culturais, econômicas, jurídicas, sociais e políticas do meio em que opera, o qual se apresenta em constante mudança (LIMA et al., 2012).

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e o Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) emitiram o Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1) (Apresentação das Demonstrações Contábeis), a fim de convergir às normas internacionais de contabilidade, que delibera, a partir da *International Accounting Standard (IAS) 1*, a base para a apresentação das demonstrações contábeis.

Assim sendo, o CPC 26 (R1) (2011) determina que:

O objetivo das demonstrações contábeis é o de proporcionar informação acerca da posição patrimonial e financeira, do desempenho e dos fluxos de caixa da entidade que seja útil a um grande número de usuários em suas avaliações e tomada de decisões econômicas. As demonstrações contábeis também objetivam apresentar os resultados da atuação da administração, em face de seus deveres e responsabilidades na gestão diligente dos recursos que lhe foram confiados.

Respaladas por esse dispositivo legal, muitas empresas, de forma voluntária e com o objetivo de aumentar o nível de *disclosure*, incluem informações a respeito dos planos da administração e suas iniciativas estratégicas, bem como outros tipos de informação sobre projetos e investimentos futuros. Para que esse objetivo seja realizado com êxito, a Ciência Contábil, constantemente, aprimora seus mecanismos de registro de divulgação, padronizando relatórios e adequando-se às realidades e necessidades dos usuários no que tange à mensuração e divulgação da informação relevante aos mesmos (LIMA et al., 2012).

Aliado a esse conjunto de informações legais e voluntárias, a aplicação da técnica contábil da análise das demonstrações contábeis, que se utiliza de ferramentas estatísticas para examinar, comparar e interpretar o conteúdo das demonstrações contábeis, contribui de forma relevante para a análise da situação econômica e financeira das empresas e, portanto, representa um importante instrumento de suporte à tomada de decisão (PADOVEZE e BENEDICTO, 2010).

O uso de técnicas para tais avaliações, através da extração de itens das demonstrações contábeis, torna-se uma forma de ajuda às empresas, como por exemplo, a adoção da Análise das Demonstrações Contábeis, onde há a comparação, interpretação de indicadores, por meio de coeficientes, números ou quocientes dos dados dos demonstrativos, a fim de diagnosticar a situação econômica, patrimonial financeira e de desempenho operacional da entidade (FERRARI, 2014).

De acordo com Silva et al. (2014), as técnicas mais citadas na literatura incluem análises por indicadores (índices ou quocientes) financeiros e econômicos, análise horizontal e vertical, análise da taxa de retorno sobre investimentos, dentre outras.

Assim, os indicadores econômico-financeiros constituem uma representação de diversos índices ou quocientes, que possuem o objetivo de facilitar e aprofundar a análise das demonstrações contábeis. Índice é a conexão entre contas ou grupo de contas das Demonstrações Financeiras, visando evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa (KITZBERGER e PADOVEZE, 2015).

Pelo índice Retorno sobre o Ativo (RsA), a rentabilidade é medida a partir dos investimentos, que são contabilmente classificados no Ativo. Na mesma linha, os investidores querem saber quanto essa rentabilidade representa em relação ao capital próprio investido, contabilmente classificado no Patrimônio Líquido (PL). Para se obter essa medida, calcula-se o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL).

O uso do RsA pode proporcionar alguns benefícios segundo Wernke (2008), os quais são: a identificação de como a margem do lucro aumenta ou se deteriora; a possibilidade de medir a eficiência dos ativos permanentes em produzir vendas; possibilidade de avaliar a gestão do capital de giro por intermédio de indicadores mensurados em dias; faculta o estabelecimento de medidas que aferem a habilidade do gestor para controlar custos e despesas em função do volume de

vendas; propicia a comparação das medidas de eficiência citadas anteriormente e estabelece o patamar máximo de custo de captação de recursos que a empresa pode suportar.

Em se tratando de RPL, este evidencia o retorno do capital próprio aplicado na empresa, ou seja, os acionistas são os que mais se interessam em acompanhar o desempenho desse indicador, uma vez que este se trata do retorno do investimento que foi feito, analisando se foi superior às outras alternativas ou se ultrapassou as taxas de rendimento do mercado financeiro (WERNKE, 2008).

O CPC 00 (R1) (2011) conceitua Ativo e Patrimônio Líquido como:

Ativo é um recurso controlado pela entidade como resultado de eventos passados e do qual se espera que fluam futuros benefícios econômicos para a entidade. Patrimônio Líquido é o interesse residual nos ativos da entidade depois de deduzidos todos os seus passivos. Passivo é uma obrigação presente da entidade, derivada de eventos passados, cuja liquidação se espera que resulte na saída de recursos da entidade capazes de gerar benefícios econômicos.

Nessa perspectiva, propõe-se com esta pesquisa a aplicação de modelos de métodos quantitativos na apuração do impacto do nível de *disclosure* sobre os indicadores RsA e RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

De acordo com Silva et al. (2014), os métodos quantitativos têm sido muito usados em contabilidade nos últimos tempos. Eles permitem inferir análises mais apuradas, o que facilita a formatação das ideias (assertivas sobre determinados fatos).

1.1. QUESTÃO - PROBLEMA

Qual é o impacto do nível de *disclosure* sobre os indicadores contábeis de rentabilidade RsA e RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação?

1.2. OBJETIVOS

1.2.1. Objetivo Geral

Avaliar o impacto do nível de *disclosure* sobre os indicadores contábeis de rentabilidade RsA e RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação e, assim, demonstrar aos usuários das informações contábeis a importância de se considerar tal influência em suas análises e decisões econômicas.

Dentre o repertório de indicadores que evidenciam a situação econômica e financeira de uma empresa, disponível na literatura, foram escolhidos para essa pesquisa indicadores de rentabilidade, em função da rentabilidade representar o principal pilar de sustentabilidade de um negócio e, além disso, por considerar que a análise da rentabilidade pode ser considerada como uma das mais importantes para a análise das demonstrações financeiras, pois seu objetivo é apresentar o retorno do capital investido e identificar as razões que levaram a esta taxa de rentabilidade, conforme explanado por Padoveze e Benedicto (2010).

1.2.2. Objetivos Intermediários

Para se atingir o objetivo geral proposto, têm-se os seguintes objetivos intermediários:

- a) Revisar a literatura sobre nível de *disclosure* e sobre os indicadores de rentabilidade RsA e RPL;
- b) Mensurar o nível de *disclosure*, de acordo com o modelo proposto por Consoni e Colauto (2016) e calcular o RsA e o RPL das empresas integrantes da amostra para cada trimestre no período de 2012 a 2018.

1.3. RELEVÂNCIA

1.3.1. Relevância Organizacional

Do ponto de vista organizacional, a partir da análise dos resultados da pesquisa, os usuários das informações contábeis poderão tomar decisões econômicas sobre comprar, manter ou vender instrumentos financeiros e, também, prover recursos financeiros às entidades.

Sob a ótica dos gestores das empresas, o resultado da pesquisa poderá contribuir em decisões como aumentar ou diminuir o nível de *disclosure*.

1.3.2. Relevância Acadêmica

Esse estudo contribuirá com futuras pesquisas acadêmicas sobre o tema, já que a abordagem sobre a existência de impacto do nível de *disclosure* sobre os indicadores RsA e RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação é recente, em função, principalmente, da convergência das normas contábeis brasileiras aos padrões internacionais a partir de 2008.

1.4. DELIMITAÇÃO

1.4.1 Delimitação Organizacional

Serão utilizadas como objeto desse estudo as empresas do setor de educação que possuem ações negociadas na Brasil Bolsa Balcão (B3).

1.4.2. Delimitação Temporal

Para atingir os objetivos dessa pesquisa, delimita-se analisar as demonstrações contábeis e relatórios financeiros divulgados ao mercado pelas empresas para cada trimestre no período de 2012 a 2018.

O período compreendido entre 2012 a 2018 representa o intervalo de tempo em que as quatro empresas componentes da amostra divulgaram publicamente o conjunto completo de suas demonstrações contábeis, notas explicativas e relatórios econômico-financeiros, possibilitando a composição da base de dados regular.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

O subitem 2.1, que trata sobre a teoria do *disclosure* demonstra estudos e argumentos sobre a existência da teoria da divulgação em contabilidade. O subitem 2.2, sobre análise das demonstrações contábeis, aborda a teoria sobre a técnica contábil pela qual se apuram informações através da utilização de indicadores que evidenciam o desempenho econômico e financeiro de uma empresa em determinado período. O subitem 2.3, sobre indicadores de rentabilidade, apresenta a revisão da literatura sobre os principais indicadores utilizados para o cálculo da situação econômica de determinada empresa, ao se apurar o retorno do capital investido e a taxa de rentabilidade do negócio. Por fim, o subitem 2.4, referente a outros estudos, onde são apresentados resultados obtidos em pesquisas similares ao tema estudado nessa pesquisa.

2.1. TEORIA DO *DISCLOSURE*

Estudos da década de 80 já tratavam sobre a “Teoria da Divulgação” (em inglês, *theory of disclosure*), com destaque para as pesquisas de Verrecchia (1983) e Dye (1985), que apresentaram uma revisão teórica e demonstraram argumentos para a existência de uma teoria unificada ou abrangente sobre *disclosure*.

Verrecchia (2001) destaca como propósito de sua pesquisa a categorização dos vários modelos que tratam do assunto, propondo uma taxonomia a qual engloba três categorias amplas de pesquisa sobre divulgação em Contabilidade:

1. Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação (*association-based disclosure*): tem como objetivo principal investigar a relação ou associação entre a divulgação (como sendo um processo exógeno) e as mudanças no comportamento dos investidores, os quais competem no mercado de capitais na forma de agentes individuais que maximizam a sua riqueza. A principal característica desse tipo de pesquisa é o estudo dos efeitos da divulgação nas mudanças das ações dos investidores, principalmente através do comportamento dos preços dos ativos em equilíbrio e do volume de negociação;
2. Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary-based disclosure*): compreende pesquisas que identificam quais os motivos da divulgação, ou seja, procuram examinar como os gestores e/ou as empresas

decidem divulgar determinadas informações. Desse modo, a divulgação é um processo endógeno, considerando os incentivos que os gestores e/ou as empresas têm para divulgar as informações. Nesse caso, o mercado de capitais é considerado o único consumidor representativo das informações divulgadas pelas empresas;

3. Pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência (*efficiency-based disclosure*): abrange pesquisas sobre quais configurações de divulgação são as preferidas, na ausência de conhecimento passado sobre a informação, isto é, a divulgação ainda não ocorreu e, portanto, pode ser caracterizada como sendo *ex ante*. Trabalhos classificados nessa categoria discutem quais os tipos de divulgação mais eficientes, ou seja, aqueles incondicionalmente preferidos. Nesse caso, as ações dos agentes do mercado de capitais que maximizam a riqueza são endógenas.

Salotti e Yamamoto (2005) realizaram um ensaio sobre a Teoria da Divulgação baseado no estudo de Verrecchia, de 2001, e ressaltam que, para iniciar o desenvolvimento de um modelo de divulgação, assume-se a existência de algum ativo (em geral, a firma), cujo valor é incerto e sobre o mesmo alguma informação é divulgada.

Yamamoto e Salotti (2006) enfatizam que a divulgação, que pode ser classificada como completa, justa ou adequada, está relacionada com a utilização de canais formais ou informais pelas empresas para fornecer informações contábeis, de natureza quantitativa e qualitativa para aqueles que delas necessitam.

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. Como consequência dessa falta de simetria das informações a respeito das empresas, decisões econômicas tomadas por usuários da informação contábil podem não ser eficazes justamente em função dessa assimetria informacional. Nesse cenário, usuários mais bem informados tendem a tomar as melhores decisões (STIGLITZ, 2000).

Assim, Lima e Pereira (2011) dizem que o *disclosure* possui papel essencial na redução da assimetria informacional existente entre a empresa e os *stakeholders* e é tido como uma das principais formas de comunicação entre a empresa e os diversos usuários interessados em avaliar o desempenho da administração.

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 (MURCIA e MACHADO, 2014).

Assim, pode-se considerar que a assimetria informacional tende a diminuir na medida em que o nível de *disclosure* aumenta (CONSONI, COLAUTO e LIMA, 2017). Sem a divulgação de informações, os usuários não possuem bases seguras para discernir sobre uma posição patrimonial, financeira e econômica em relação a uma determinada empresa que se propõe a divulgar a informação. Divulgar voluntariamente informações pode contribuir de forma relevante para as decisões dos usuários em relação àqueles que divulgam informações menos favoráveis (CONSONI e COLAUTO, 2016).

2.2. ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

Uma das principais ferramentas utilizadas na análise da situação econômica e financeira das empresas são as análises das demonstrações contábeis ou, simplesmente, análises de balanços, como são conhecidas. Entre os atributos da Contabilidade, a compreensibilidade das informações é uma das características que confere sua utilidade para a tomada de decisão por parte de seus usuários. Uma das ferramentas essenciais nesse processo é a análise das demonstrações contábeis (ALMEIDA et al., 2018).

De acordo com Neto (2012), a análise das demonstrações contábeis tem foco no estudo do desempenho econômico e financeiro de uma empresa em determinado período do passado, para que seja possível diagnosticar posteriormente sua posição atual e produzir resultados que sirvam de base para a previsão de tendências futuras.

O uso dos quocientes ou indicadores tem por objetivo principal permitir ao analista extrair tendências e comparar os quocientes com padrões preestabelecidos. A periodicidade da análise, outro ponto de grande importância, dependerá dos objetivos que se pretende atingir e alcançar (ALMEIDA et al., 2018).

As demonstrações são capazes de fornecer índices financeiros e econômicos que possibilitam a comparação de empresas. Tais índices refletem com maior profundidade a realidade vivenciada pela empresa. Destarte, são bastante utilizados por analistas para descrever por meio

de médias estabelecidas conforme o ramo de atividade ou mercado, se a empresa possui ou não qualidade financeira, e se investir nela seria uma opção vantajosa (MARTINS e SANTOS, 2017).

Matarazzo (2010) diz que as demonstrações financeiras fornecem uma série de dados sobre a empresa, de acordo com regras contábeis. A análise de balanços transforma esses dados em informações e será tanto mais eficientes quanto melhores informações produzir.

Sob esse aspecto, é importante destacar a distinção entre dados e informação. Os dados são números ou descrição de objetos ou eventos que, isoladamente, não provocam nenhuma reação no leitor, ou seja, são irrelevantes do ponto de vista informacional. Já informações, representam, para quem as recebe, uma comunicação que pode produzir reação ou decisão, sendo desta forma, relevante (MATARAZZO, 2010).

Nesse sentido, a Figura 1 ilustra essa ideia:

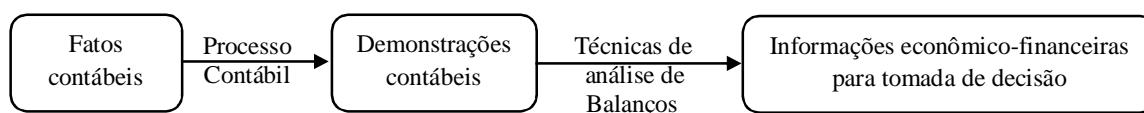


Figura 1: sequência do processo contábil

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010)

O objetivo da análise das demonstrações contábeis compreende a indicação de informações numéricas, preferencialmente de dois ou mais períodos regulares, de modo a instrumentalizar gestores, acionistas, clientes, fornecedores, instituições financeiras, governo, investidores e outras pessoas interessadas em conhecer a situação da empresa ou tomar decisão (PADOVEZE e BENEDICTO, 2010).

Para Neto (2012), a análise visa relatar, com base nas informações contábeis fornecidas pelas empresas, a posição econômico-financeira atual, as causas que determinaram a evolução apresentada e as tendências futuras. Em outras palavras, pela análise extraem-se informações sobre a posição passada, presente e futura (projetada) de uma empresa.

Sob a ótica de Padoveze e Benedicto (2010), o objetivo da análise financeira consiste em um processo meditativo sobre os números de uma entidade, para avaliação de sua situação econômica, financeira, operacional e de rentabilidade. De forma ilustrativa, pode-se constatar essa assertiva na Figura 2.

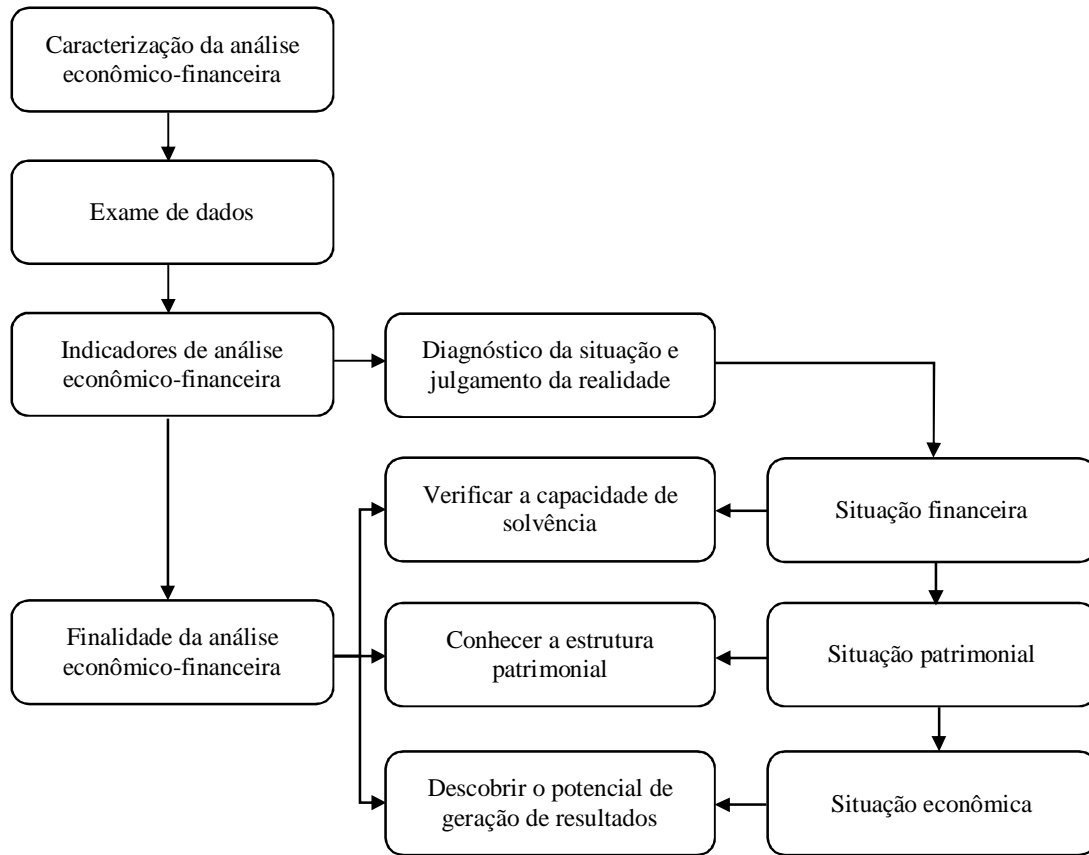


Figura 2: objetivos da análise econômico-financeira
 Fonte: Padoveze e Benedicto (2010)

Ainda sobre a análise das demonstrações contábeis, Neto (2012) diz que os dados e informações da análise das demonstrações contábeis de uma empresa podem atender a diferentes objetivos, consoante os interesses de seus vários usuários ou pessoas físicas ou jurídicas que apresentam algum tipo de relacionamento com a empresa. Nesse processo de avaliação, cada usuário procurará detalhes específicos e conclusões próprias e, muitas vezes, não coincidentes.

Diversas razões ou objetivos específicos também levam os diversos usuários das demonstrações contábeis a se debruçarem sobre eles para obter uma avaliação da situação da empresa (PADOVEZE e BENEDICTO, 2010).

Quadro 1: razões para a análise das demonstrações contábeis.

- Liberação de crédito;
- Investimentos de capital;
- Fusão, Cisão ou Incorporação de empresas;
- Rentabilidade/Retorno;
- Liquidez;
- Perspectivas da empresa;
- Fiscalização ou controle;
- Relatórios administrativos;

Fonte: Adaptado de Padoveze e Benedicto (2010)

2.3. INDICADORES DE RENTABILIDADE

Basicamente, alguns dos índices que surgiram há muitos anos permanecem em uso até hoje. Entretanto, com a evolução das empresas através do tempo, as técnicas foram aprimoradas por estudos científicos dentro das universidades que empregaram avançados conhecimentos de estatística e matemática. Sua aceitação ganhou força por ser uma forma de conhecer a situação das empresas de maneira bastante prática. Dessa maneira, algo entre 10 e 20 indicadores tende a ser o mais utilizado. Alguns desses se impõem pela sua natural importância e são aceitos universalmente como bons e devem necessariamente constar do rol dos indicadores (ALMEIDA et al., 2018).

Segundo Padoveze e Benedicto (2010), a análise da rentabilidade pode ser considerada como uma das mais importantes para a análise das demonstrações financeiras, pois seu objetivo é apresentar o retorno do capital investido e identificar as razões que levaram a esta taxa de rentabilidade.

Vieira et al. (2011) afirmam que, por intermédio dos índices de rentabilidade, calcula-se o quanto uma empresa está sendo lucrativa ou não, considerando os capitais investidos, o quanto os investimentos estão rendendo e qual o resultado financeiro da empresa. Esses índices evidenciam qual foi a rentabilidade dos capitais investidos e o resultado das operações realizadas por uma organização.

Seguindo a mesma ideia, Wernke (2008) afirma que os quocientes de rentabilidade objetivam demonstrar o retorno proporcionado pelos investimentos realizados na empresa. Destarte, ao avaliar a rentabilidade os investidores terão condições de decidir se vale a pena manter o empreendimento, se é interessante economicamente aplicar mais capital no negócio ou se a

companhia está proporcionando retorno inferior a outras oportunidades de investimento disponíveis.

Partindo desse princípio, isto é, de que todas as empresas utilizam recursos representados por capital investido, e que todas buscam gerar lucros para remunerar esse capital, a medição dessa eficiência, visando atender a esse objetivo, pode ser feita utilizando-se os indicadores de rentabilidade denominados RsA e RPL. Assim, estes indicadores serão objeto dessa pesquisa.

Segundo Neto (2012), esses indicadores têm por objetivo avaliar os resultados auferidos por uma empresa em relação a determinados parâmetros que melhor revelam suas dimensões.

Além disso, o embasamento adotado para comparar o estudo dos resultados empresariais são o ativo total, o patrimônio líquido e as receitas de vendas (NETO, 2012).

O RsA representa a taxa de retorno gerado pelas aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos. Indica o retorno gerado por cada \$1,00 investido pela empresa (NETO, 2012). É calculado da seguinte forma:

$$RsA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Assim, indica quanto a empresa obtém de lucro líquido para cada R\$1,00 de investimento total. Quanto maior for o quociente, melhor é o retorno sobre o investimento.

Segundo Wernke (2008), o RPL evidencia o retorno do capital próprio (PL) aplicado na empresa. Assim, os acionistas são os que mais se interessam em acompanhar o desempenho desse indicador, uma vez que este se trata do retorno do investimento que foi feito, analisando se foi superior às outras alternativas ou se ultrapassou as taxas de rendimento do mercado financeiro (WERNKE,2008).

Já para Neto (2012), o RPL trata da mensuração do retorno que a empresa tem dos recursos aplicados por seus proprietários (acionistas), ou seja, para cada \$1,00 de recursos próprios (patrimônio líquido) investido na empresa, quanto os acionistas embolsam de retorno.

Para calculá-lo usa-se a seguinte expressão:

$$RPL = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}}.$$

Destarte, esse índice revela o quanto a empresa obteve de lucro líquido para cada R\$1,00 de patrimônio líquido. Assim como o RsA, quanto maior for o quociente, melhor é o retorno sobre o capital próprio. A utilização do Patrimônio Líquido Médio como denominador tem por finalidade capturar todas as mutações ocorridas no patrimônio líquido durante o período em análise. Assim, apura-se uma rentabilidade média para o respectivo período.

2.4. OUTROS ESTUDOS

Nesta seção, serão destacados alguns trabalhos em relação ao *disclosure* e o seu impacto em diversas variáveis e, também, da rentabilidade e gestão nas IES tanto em âmbito nacional, quanto em âmbito internacional.

Na literatura internacional, algumas pesquisas apresentaram a relação entre o nível de *disclosure* e o custo de capital, demonstrando que quanto maior for o nível de *disclosure*, menor será o custo de captação da empresa (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002).

Do mesmo modo, Gao (2010) também demonstrou essa relação, porém em circunstâncias limitadas, apresentando situações em que a alteração no custo de capital pode estar associada à qualidade de divulgação, quando novos investimentos são suficientemente elásticos.

Trabalhos como os de Margolis, Elfenbein e Walsh (2009), Van Beurden e Gössling (2008), Galbreath e Shum (2012) e Saeidi et al. (2015) tiveram como objetivo identificar fatores que possam vir a gerar valor para as empresas ao relacionar o *disclosure* socioambiental voluntário às suas respectivas performances.

Clarkson et al. (2013) enfatizaram o *disclosure* ambiental voluntário, sendo de fundamental importância para a responsabilidade social das empresas. Nos resultados, o *disclosure* ambiental foi relevante quanto à atribuição de valor da firma, o que indica sua função quanto às estratégias ambientais da gestão, obtendo-se relação positiva com o custo de capital.

No cenário nacional, Consoni, Colauto e Lima (2017) pesquisaram a divulgação voluntária de empresas brasileiras e o gerenciamento de resultados contábeis. Os autores concluíram que a divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados não parecem ser simultaneamente determinados, já que não foi possível inferir uma relação significativa entre as medidas usadas. Além disso, a ausência de relação entre gerenciamento de resultados e divulgação voluntária sugere que as decisões de divulgação não são um fator determinante do envolvimento das empresas no gerenciamento de resultados no Brasil.

Souza e Almeida (2017) estudaram os fatores relacionados ao nível de *disclosure* das companhias brasileiras de capital aberto e constataram que há relação positiva e significativa entre a internacionalização e o nível de *disclosure* das empresas, ou seja, empresas que dispõem de ações negociadas em bolsas de valores de mercados internacionais tendem a divulgar mais em detrimento às outras empresas.

A pesquisa de Sousa et al. (2014) investigou a relação entre o valor de mercado e a divulgação voluntária de informações econômicas, sociais e ambientais em relatórios das companhias listadas na bolsa de valores brasileira, no período de 2007 a 2011. Como resultado, houve relação significativa e positiva entre a divulgação voluntária econômica e o valor de mercado das empresas.

Lima e Pereira (2011) pesquisaram a associação entre índices de *disclosure* e características corporativas das instituições de ensino superior filantrópicas do Brasil. A conclusão que os autores chegaram foi que, considerando a não obrigatoriedade legal de divulgação voluntária de informações não financeiras, a maioria das instituições pesquisadas só apresenta *disclosure* obrigatório, demonstrando a pouca preocupação das instituições com o *disclosure* voluntário.

O estudo de Costa et al. (2018) teve como objetivo analisar a relação entre o *disclosure* voluntário das informações socioambientais e o valor da empresa. Como resultado, a pesquisa revelou que o *disclosure* ambiental não tem relação com o preço da ação da empresa.

Barros, Kos e Consoni (2017), avaliaram a influência do *disclosure* voluntário no custo da dívida de financiamentos em empresas listadas na bolsa de valores. Como resultado, apuraram que, embora as empresas da amostra apresentem diferenças em níveis de evidenciação espontânea e também diferenças de custo de financiamento, não foram identificados indícios de que a divulgação voluntária influencia negativamente o custo da dívida.

O impacto do nível de *disclosure* corporativo na liquidez das ações de companhias abertas no Brasil foi tema de estudo por Murcia e Machado (2014). Os resultados das análises confirmaram a hipótese da pesquisa e indicaram 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.

Mattos, Filho e Moreira (2016) avaliaram o desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de serviços de educação na BM&FBovespa e a participação do FIES e do Programa Universidade para Todos (PROUNI) nos seus resultados. A pesquisa identificou que houve um crescimento expressivo no resultado econômico-financeiro das referidas instituições, bem como em número de alunos matriculados que aderiram a estes programas de incentivo ao ensino superior. Observou-se também uma grande participação desses programas no resultado econômico dessas instituições. Os autores ainda ressaltaram que tal exposição representa um grande risco financeiro para essas empresas, principalmente tendo em vista o contingenciamento de recursos públicos de incentivo ao ensino superior iniciado no ano de realização da pesquisa.

Com o objetivo de avaliar o impacto do FIES na rentabilidade das empresas do setor educacional, Locateli et al. (2017), realizaram uma análise de correlação entre as variações na rentabilidade das empresas e as variações dos valores referentes aos repasses do FIES no contas a receber. Com base nas análises, os autores concluíram que há uma forte correlação entre as variações nos repasses do FIES e as variações na rentabilidade das empresas do setor educacional analisadas.

Ainda sobre as IES, estudos como o de Petrelli e Colossi (2006) ressaltam que as IES realizam uma função social significativa: prover formação superior pessoas capazes de influenciar processo de desenvolvimento da sociedade em direção melhorias da vida humana no planeta e que, por esta razão, faz-se necessário que as IES promovam divulgação de suas atividades para que sociedade onde ela está inserida possa conhecê-la e avaliar seus resultados.

Junior, Farias e Gomes (2006) ressaltam que as IES têm sido exigidas a atenderem cada vez mais às necessidades de seus clientes e que, na atual conjuntura, observou-se uma preocupação, cada vez maior das IES, envolvendo dirigentes, corpo discente e docente e pessoal administrativo, no que diz respeito à postura que deve ser apresentada à sociedade como um todo.

Também preocupados como as IES estão se estruturando estrategicamente para fazer frente aos desafios impostos, o estudo de Dias, Santos e Beiruth (2016) analisou a consistência das estratégias de IES baseado na percepção dos *stakeholders* utilizando-se do *Balanced Scorecard* (BSC). Os autores concluíram que a consistência estratégica pode contribuir com a competitividade organizacional, identificando a existência de alinhamento nas ações desenvolvidas que resultam em maior eficiência para um cenário competitivo de acordo com seus interessados.

A respeito do uso do BSC como ferramenta estratégica de gestão em IES, a pesquisa de Ulyssea et al. (2013) revelou que as estratégias da IES pesquisada estão traduzidas em iniciativas e ações, por meio da ferramenta BSC, que a instituição traduziu os objetivos estratégicos do Plano de Desenvolvimento Institucional em metas operacionais e que o mapeamento da instituição desenvolvido por meio da metodologia BSC gerou uma visão holística e alinhada das estratégias desdobrando-as até seu nível operacional.

Assim, de acordo com os estudos realizados e dos pressupostos teóricos utilizados na revisão da literatura, esta pesquisa tem como objetivo avaliar o efeito do nível de *disclosure* nos indicadores contábeis RsA e RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação. Dessa forma, pretende-se demonstrar aos usuários das informações contábeis e financeiras a importância de se considerar tal relação em suas análises e decisões econômicas.

3. METODOLOGIA

3.1. ABORDAGEM METODOLÓGICA

Com a finalidade de atingir o objetivo proposto, a abordagem utilizada nessa pesquisa será quantitativa, objetivando responder o problema do trabalho, por intermédio de pesquisa aplicada. Essa abordagem se caracteriza pela organização, sumarização, caracterização e interpretação de dados numéricos coletados e tratados através da aplicação de métodos e técnicas da Estatística (THEÓPHILO e MARTINS, 2016).

Por essa razão, no tocante aos seus objetivos, o estudo é do tipo explicativo, já que tem como preocupação precípua identificar as variáveis mais importantes que determinam ou participam na ocorrência do fenômeno estudado, de acordo com o proposto por Gil (2009).

3.2. HIPÓTESES

O estudo de Dal Magro et al. (2015) sustenta que as empresas mais rentáveis têm boas notícias para compartilhar com seus *stakeholders* e, portanto, estão mais motivadas a divulgar informações em relação as empresas menos rentáveis. Desta forma, no intuito de verificar o impacto do nível de *disclosure* nos indicadores de rentabilidade das companhias do setor de educação listadas na bolsa de valores de São Paulo, foram formuladas as seguintes hipóteses:

H0: Há impacto positivo do nível de *disclosure* sobre o indicador contábil RsA das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

H1: Há impacto negativo do nível de *disclosure* sobre o indicador contábil RsA das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

H2: Não há impacto do nível de *disclosure* sobre o indicador contábil RsA das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

H3: Há impacto positivo do nível de *disclosure* sobre o indicador contábil RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

H4: Há impacto negativo do nível de *disclosure* sobre o indicador contábil RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

H5: Não há impacto do nível de *disclosure* sobre o indicador contábil RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

3.3. APLICAÇÃO DO MODELO

Para a determinação do nível de *disclosure* será utilizado o modelo proposto por Consoni e Colauto (2016). Os autores configuraram a métrica com base em estudos brasileiros e definem seu conteúdo a partir, inclusive, de elementos que permanecem voluntários no decorrer de um determinado período em estudo.

Assim, o conteúdo informacional da métrica está estruturado em quatro categorias: 1. Visão de mercado; 2. Estratégia corporativa; 3. Desempenho econômico-financeiro; e 4. Aspectos operacionais, conforme a Figura 3.

Visão do mercado			
Informações relacionadas à percepção da administração acerca da dinâmica do ambiente econômico, competitivo e regulatório do(s) mercado(s) em que a empresa atua.	Estratégia corporativa	Desempenho econômico-financeiro	
	Informações relacionadas à explicação da estratégia corporativa para a criação de valores aos acionistas com base nos objetivos, planos ou metas. Inclui estratégia de gestão de riscos e estrutura organizacional, bem como informações acerca das estruturas de alinhamento de interesses.	Análise de indicadores econômico-financeiros utilizados para monitorar o desempenho financeiro da companhia. Inclui parâmetros como custo de capital próprio, valor econômico adicionado e os resultados por segmentos ou unidades de negócio.	Aspectos operacionais
			Informações acerca das ações empreendidas pela administração para executar sua estratégia. Descrição das atividades operacionais, bem como informações sobre inovação, desenvolvimento de marcas, formação do capital intelectual, relacionamento com consumidores e cadeia de fornecimento.

Figura 3: categorias do índice de divulgação voluntária
Fonte: Consoni e Colauto (2016).

Consoni e Colauto (2016) conceberam a métrica com base em estudos brasileiros e definem seu conteúdo a partir de elementos que permanecem voluntários no decorrer do período em estudo.

Esse aspecto da metodologia é relevante no contexto desta análise porque, a partir de 2008, o Brasil começou o processo de convergência às normas internacionais de contabilidade. Ademais, em 2009, o CVM começou a exigir das empresas o preenchimento do Formulário de Referência, que substituiu o Formulário de Informações Anuais (IAN) e contribuiu para alterar a natureza da

divulgação e aumentar o volume e o detalhamento das informações divulgadas (CONSONI, COLAUTO e LIMA, 2017).

Os procedimentos para a coleta de dados são iguais aos adotados por Consoni e Colauto (2016), alinhando o escopo de cada item da métrica com o conteúdo das demonstrações contábeis e relatórios financeiros trimestrais das empresas.

Considerando o fato de que algumas empresas divulgam informações mais detalhadas que outras, os autores definiram os critérios de codificação que consideram o nível de detalhamento das informações, tanto em termos qualitativos como em quantitativos.

Assim, a avaliação da métrica seguiu o critério demonstrado no quadro 2:

Quadro 2: critério de avaliação da métrica.

Nível de <i>disclosure</i>	Descrição	Nota
Informação ausente	Quando nenhuma informação é apresentada sobre o item em análise.	0
Informação declarativa	Quando a informação é apresentada em termos puramente descritivos.	1
Informação declarativa e quantitativa	Quando a informação é apresentada de forma declarativa e expressa em números de natureza financeira e não financeira.	2

Fonte: Adaptado de Consoni e Colauto (2016).

Com base nesse critério, cada empresa pode receber uma pontuação individual absoluta que varia entre 0 a 50 pontos, já que são 25 itens medidos e cada um valendo, no máximo, 2 pontos. Para a obtenção do índice de cada empresa, em uma escala de 0 a 2, a pontuação absoluta referente a cada trimestre será a soma das notas atribuídas a cada métrica. Assim, quanto mais próximo de 50 for o resultado apurado pela soma das notas, melhor será considerada a divulgação voluntária da empresa.

Quadro 3: índice de divulgação

Visão do mercado	
1	Análise competitiva
2	Participação de mercado
3	Avaliação das principais tendências econômicas do mercado
4	Influência do governo sobre as atividades da empresa
Estratégia corporativa	
5	Planos e objetivos corporativos
6	Alinhamento das atividades da empresa com os objetivos estabelecidos
7	Prospecção de novos investimentos
8	Previsões de vendas
9	Previsões de resultados

10	Previsões de fluxo de caixa
Desempenho econômico-financeiro	
11	Variação no nível de recebíveis
12	Variação no volume de vendas
13	Variação no nível de despesas administrativas e comerciais
14	Variação no nível do resultado operacional
15	Variação no custo dos bens vendidos, dos produtos fabricados ou serviços prestados
16	Efeito financeiro proveniente da captação de recursos de terceiros de curto e longo prazo
17	Efeito financeiro proveniente da aplicação de recursos próprios
18	Comportamento do valor das ações ordinárias e preferenciais
19	Indicadores globais (EVA, EBITDA, MVA)
20	Custo do capital próprio
Aspectos operacionais	
21	Medidas de eficiência operacional
22	Dependência de tecnologia, de fornecedores, de clientes ou de mão de obra
23	Investimentos e desinvestimentos
24	Investimento de recursos em gestão do capital humano
25	Investimento de recursos em projetos de educação, cultura e desenvolvimento social

Fonte: Adaptado de Consoni e Colauto (2016).

Importante ressaltar que foi feito um ajuste nas métricas, excluindo-se aquelas referentes à indústria manufatureira, de forma a torná-las mais aderentes às empresas prestadoras de serviços educacionais.

3.4. DADOS EM PAINEL

Segundo Marques (2000), o benefício principal do uso de modelos de dados em painel se refere ao controle da heterogeneidade individual, ou seja, à possibilidade de medir isoladamente os resultados por conta de diferenças existentes entre cada observação em cada *cross-section*, além disso, é possível avaliar a evolução das variáveis em estudo ao longo do tempo. Neste sentido, Sousa e Leite Filho (2008) citaram que a utilização de dados em painéis tem como vantagem permitir desconsiderar e contrastar pressupostos que estão implícitos na análise de *cross-section*.

Segundo Hsiao (1986), os modelos para dados em painel possuem vantagens, tais como a possibilidade de controle da heterogeneidade presente nos indivíduos, assim como da redução da colinearidade entre as variáveis explicativas ao usar mais observações, o que aumenta o grau de liberdade. Além disso, o autor cita a capacidade de identificar e mensurar efeitos que não são possíveis de serem detectados por meio isolado de análise de dados em corte transversal ou de séries temporais.

A utilização de dados em painel tem se tornado cada vez mais popular na pesquisa de gestão estratégica e possui vantagens sobre heterogeneidade não observada, adequando as estimativas estatísticas e capturando os efeitos médios para unidades individuais e os efeitos dinâmicos da

amostra. Entretanto, os autores recomendam algumas precauções que devem ser observadas ao utilizar os dados do painel, uma vez que podem haver efeitos de grupo, de tempo ou ambos. (MULLER-KAHLE, WANG e WU, 2014).

De acordo com Duarte, Lamounier e Takamatsu (2007), o modelo geral para a regressão de dados em painel é representado por:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_{1it}x_{1it} + \dots + \beta_{kit}x_{kit} + e_{it}$$

Onde:

“*i*” representa os diferentes indivíduos;

“*t*” o período de tempo em análise;

“ β_0 ” o parâmetro do intercepto;

“ β_k ” o coeficiente angular referente à *k*-ésima variável explicativa do modelo;

Neste modelo geral, o intercepto e os parâmetros resposta são diferentes para cada indivíduo e para cada período de tempo. Existindo, assim, mais parâmetros desconhecidos do que observações, não sendo possível, neste caso, estimarem os seus parâmetros. (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

Além disso, a regressão de dados em painel é caracterizada por uma combinação entre dados de corte transversal com séries temporais, que apresenta como vantagem o poder de controlar a heterogeneidade entre os indivíduos (DUARTE; LAMOUNIER; TAKAMATSU, 2007).

Hsiao (2003) descreveu que um conjunto de dados longitudinal, ou em painel, é aquele que segue uma determinada amostra de indivíduos ao longo do tempo e, portanto, fornece múltiplas observações sobre cada indivíduo na amostra. Os dados em painel geralmente fornecem ao pesquisador um grande número de pontos, aumentando os graus de liberdade e reduzindo a colinearidade entre variáveis explicativas, melhorando, assim, a eficiência dos parâmetros econométricos. Mais importante, os dados longitudinais permitem que um pesquisador analise várias questões econômicas relevantes que não podem ser estudados utilizando somente dados de séries temporais ou de corte transversal. Neste contexto, Santos e Caliari (2012) descreveram que

o uso de dados em painel possui vantagens por destacar o maior número de observações, aumentando os graus de liberdade e reduzindo o grau de colinearidade entre variáveis explicativas.

Nessa linha, a utilização de dados em painel também tem a capacidade de aglomerar um número maior de observações, de modo que entre as variáveis explicativas os graus de liberdade aumentam enquanto que a colinearidade diminui (HSIAO, 2014).

A vantagem no uso desta técnica é, em primeiro lugar, permitir a observação de relações dinâmicas, algo que não é alcançado com apenas dados transversais. Em segundo lugar, o painel permite o controle da heterogeneidade não-observada nos dados transversais (JUNIOR e YOSHINAGA, 2008).

As variáveis a serem explicadas são os indicadores de rentabilidade R_{sA} e R_{PL} , mensurados de acordo com as fórmulas apresentadas neste referencial teórico. Como variáveis explicadas, os indicadores serão testados quanto à variação positiva ou negativa a partir das variáveis explicativas visão do mercado (VM) da empresa i no final do período t , estratégia corporativa (EC) da empresa i no final do período t , desempenho econômico-financeiro (DEF) da empresa i no final do período t e aspectos operacionais (AO) da empresa i no final do período t , além das variáveis de controle binárias fundo de financiamento ao estudante do ensino superior (FIES), Programa Universidade para Todos (PROUNI), crise financeira (CRI) e Fusões ou Incorporações (FI), conforme demonstrado na Figura 4.

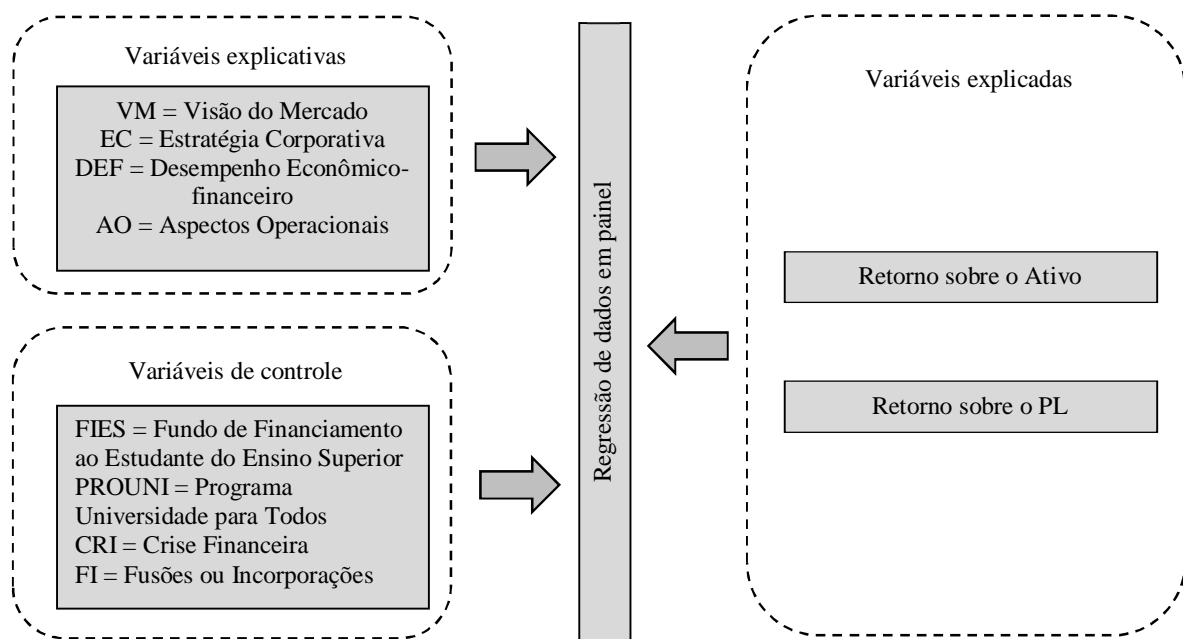


Figura 4: Modelagem quantitativa do estudo
Fonte: o autor (2019).

Com o objetivo de avaliar o impacto do nível de *disclosure* sobre os indicadores contábeis RsA e RPL, as equações a serem aplicadas são:

Equação 1:

$$RsA_{it} = \alpha + \beta VM_{it} + \beta EC_{it} + \beta DEF_{it} + \beta AO_{it} + \beta VARCONTROL1_{it} + \beta VARCONTROL2_{it} + \beta VARCONTROL3_{it} + \beta VARCONTROL4_{it} - \varepsilon$$

Equação 2:

$$RPL_{it} = \alpha + \beta VM_{it} + \beta EC_{it} + \beta DEF_{it} + \beta AO_{it} + \beta VARCONTROL1_{it} + \beta VARCONTROL2_{it} + \beta VARCONTROL3_{it} + \beta VARCONTROL4_{it} - \varepsilon$$

Onde:

RsA = Retorno sobre o Ativo

RPL = Retorno sobre o Patrimônio Líquido

VM = Visão do Mercado

EC = Estratégia Corporativa

DEF = Desempenho Econômico-financeiro

AO = Aspectos Operacionais

VARCONTROL1 = FIES

VARCONTROL2 = PROUNI

VARCONTROL3 = Crise Econômica

VARCONTROL4 = Fusões ou Incorporações

i – Empresas selecionadas

t – Tempo

ε – Erro

As variáveis de controle FIES e PROUNI foram incluídas na fórmula por exercerem influência significativa na apuração da rentabilidade das instituições do setor educacional (MATTOS, FILHO e MOREIRA, 2016 e LOCATELI et al., 2017).

Já a variável de controle Crise Econômica foi incluída em função do impacto causado nos resultados das IES, que registra desde 2012 uma redução significativa no número de matrículas, crescimento da evasão e da inadimplência (SILVA, 2017).

A variável de controle Fusões e Incorporações é considerada na fórmula porque pode influenciar o cálculo do indicador RsA quando da ocorrência dessas combinações de negócios e seus respectivos impactos no Ativo das companhias (CPC 15 (R1), 2011).

Todas as variáveis de controle identificadas e incluídas na fórmula apresentada terão comportamento binário quando da ocorrência em i e no período t realizado.

3.5. POPULAÇÃO E AMOSTRA

A população do presente estudo é composta pelas empresas que possuem ações negociadas na B3. A amostra é composta pelas empresas do setor de educação que possuem suas ações negociadas na B3, a saber:

- i. Ânima Holding S.A. (ANIM3);**
- ii. Estácio Participações S.A. (ESTC3);**
- iii. Kroton Educacional S.A. (KROT3); e**
- iv. Ser Educacional S.A. (SEER3).**

3.6. COLETA DE DADOS

Em relação ao método adotado para a coleta de dados, a pesquisa pode ser classificada como *ex-post facto*. Conforme Gil (2009), esse tipo de pesquisa tem por definição ser uma investigação sistemática e empírica na qual o pesquisador não tem controle direto sobre as variáveis independentes, já que elas representam um fato ocorrido ou não são manipuláveis intrinsecamente.

Assim, os dados serão coletados diretamente das demonstrações contábeis e relatórios financeiros trimestrais das empresas integrantes da amostra.

3.7. TRATAMENTO DOS DADOS

Para realizar a análise dos resultados da pesquisa, os dados foram primeiramente coletados e calculados em Excel e, em seguida, para executar a análise estatística descritiva e estruturação dos dados em painel foi utilizado o *software* Gretl, versão 1.7.1, para onde os dados correspondentes às variáveis (dependentes, independente e de controle) foram importados.

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DE RESULTADOS

Nesta seção, serão apresentados os resultados estatísticos encontrados na pesquisa. A análise, tanto em termos descritivos como em termos inferenciais tem por objetivo dar significado e obter informações que permitam responder às hipóteses existentes neste estudo, a partir dos objetivos indicados anteriormente.

4.1. ANÁLISE DESCRITIVA DOS RESULTADOS

A estatística descritiva da amostra apresenta a média, o desvio-padrão e os valores mínimo e máximo, conforme a Tabela 1, composta pelas quatro empresas, sendo, Ânima Holding S.A., Estácio Participações S.A., Kroton Educacional S.A. e Ser Educacional S.A., para cada trimestre do período de 2012 a 2018.

Tabela 1: estatísticas descritivas das variáveis de cada trimestre entre 2012 a 2018

variáveis	média	desvio-padrão	mínimo	máximo
RsA	2,9912%	2,6730%	-3,6742%	16,941%
RPL	6,8856%	15,361%	-31,311%	128,03%
VM	2,7188	1,3195	0,00000	6,0000
EC	2,8958	0,49160	1,0000	4,0000
DEF	18,000	0,00000	18,000	18,000
AO	5,5417	1,2559	2,0000	8,0000
FIES (<i>dummy</i>)	0,38542	0,48925	0,00000	1,0000
PROUNI (<i>dummy</i>)	0,56250	0,49868	0,00000	1,0000
CRI (<i>dummy</i>)	0,25000	0,43529	0,00000	1,0000
FI (<i>dummy</i>)	0,31250	0,46595	0,00000	1,0000

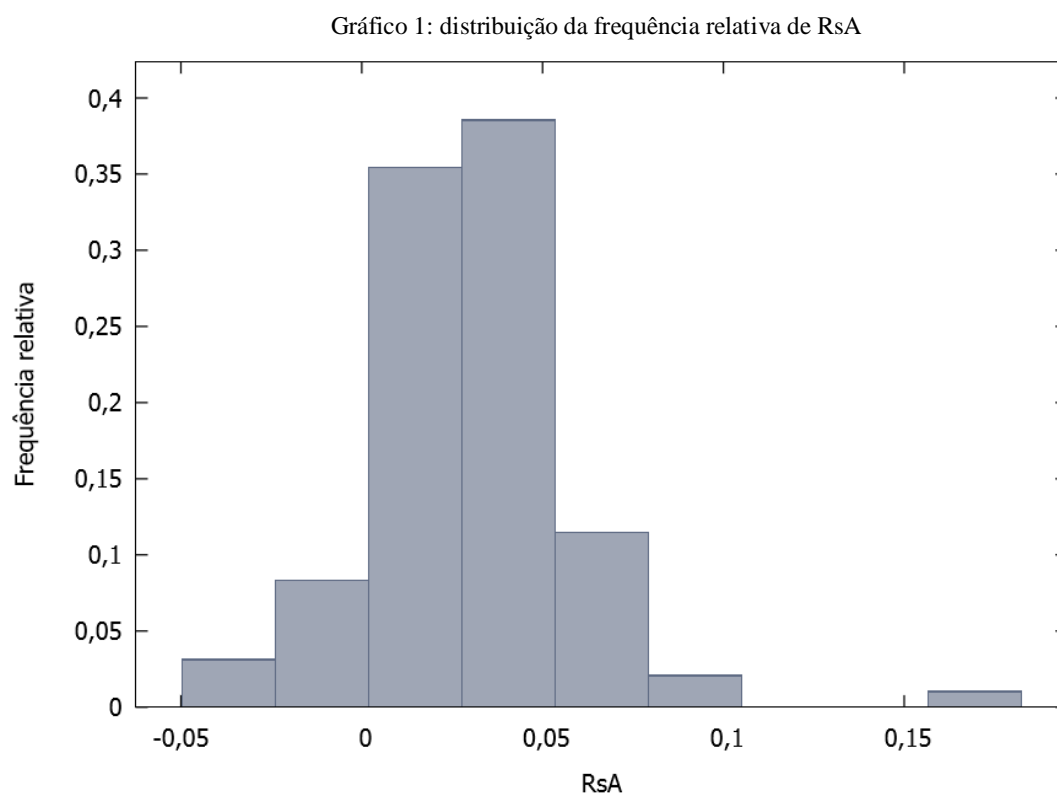
Fonte: dados da pesquisa (2019).

As medidas apresentadas foram calculadas sobre valores nominais divulgados em cada trimestre por cada companhia. Para efeito de cálculo de valores reais, seria necessário levar em conta a inflação do período em análise.

A partir dessas informações, constata-se que a média do RsA apresentado no período foi de 2,99% ao trimestre, isto é, o retorno sobre os investimentos em Ativos das companhias remunera, em média o valor de aproximadamente R\$0,0299 para cada R\$1,00 de investimento em termos trimestrais. Segundo Neto (2012), quanto maior for o quociente, melhor é o retorno sobre o investimento.

Ainda sobre essa variável, um resultado líquido negativo de R\$17,9 Milhões¹, apresentado pela Ânima S.A. no terceiro trimestre de 2013, é revelado pelo índice mínimo negativo de -3,67% ao se aplicar a fórmula de cálculo do indicador.

Ao analisar a distribuição da frequência relativa com nove classes para a variável RsA, conforme ilustrado no Gráfico 1, verifica-se que aproximadamente 75% dos índices ficaram entre as classes 0 e 0,05 ao trimestre. Essa distribuição revela que os investimentos das companhias pesquisadas foram remunerados entre 0% e 5%, ao trimestre, em sua maioria.



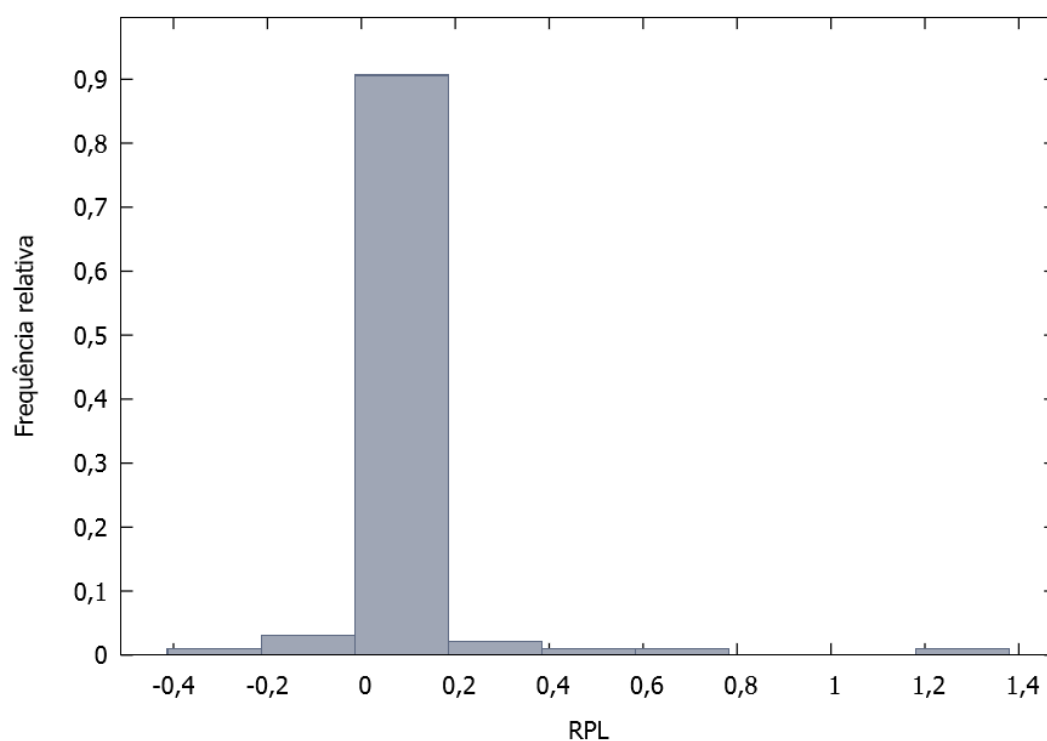
Fonte: dados da pesquisa (2019).

1. Item não recorrente decorrente de ajuste negativo entre o valor de aquisição e de cessão de ações que se encontravam em tesouraria e, também, relacionadas ao Projeto Dádiva. Em termos contábeis, o ajuste gerou um efeito em despesa operacional, sem, no entanto, impactar nem o caixa, nem o patrimônio líquido da companhia.

A média do RPL em 6,89% ao trimestre demonstra que, para cada R\$1,00 de Patrimônio Líquido Médio, remunera-se R\$0,06 de capital próprio investido. Assim como o RsA, quanto maior for o quociente, melhor é o retorno sobre o capital próprio. O índice mínimo de -31,31% para essa variável ocorreu pelo mesmo motivo já reportado, no que tange ao prejuízo da Ânima S.A. no terceiro trimestre de 2013.

A distribuição da frequência relativa com nove classes para a variável RPL, demonstrada no Gráfico 2, revela que 90% dos índices ficaram entre as classes 0 e 0,2. Isso significa que o capital próprio das companhias foi remunerado, em sua maioria, entre 0% e 20% ao trimestre.

Gráfico 2: distribuição da frequência relativa de RPL



Fonte: dados da pesquisa (2019).

As variáveis explicativas VM, EC, DEF e AO, poderiam, de acordo com o modelo adaptado de Consoni e Colauto (2016), atingir a pontuação demonstrada na Tabela 2.

Tabela 2: pontuação mínima e máxima possível das variáveis explicativas

variáveis	mínimo	máximo
VM	0	8
EC	0	12
DEF	0	20
AO	0	10
Total	0	50

Fonte: do autor (2019).

Ao analisar a estatística descritiva dessas variáveis, constata-se que nenhuma delas atingiu sua pontuação máxima possível. Por outro lado, um mínimo de divulgação foi realizado por todas as companhias quando se trata de aspectos operacionais, estratégia corporativa e desempenho econômico-financeiro. A única exceção foi para a variável de visão de mercado que, ao menos uma companhia, em não menos que um trimestre, não divulgou nenhuma informação relacionada. O estudo de Consoni, Colauto e Lima (2017, p.261) traz uma provável explicação para o não atingimento dos 50 pontos possíveis do modelo, onde concluíram que:

“No Brasil, muitas empresas talvez não pretendam fazer divulgação voluntária de alta qualidade porque seus acionistas controladores têm posição confortável, aproveitando-se dos benefícios privados que decorrem do seu acesso preferencial às informações. Essa situação reduz a importância da demanda potencial de mercado por informações, estratifica a assimetria informacional e não impede o gerenciamento de resultados oportunista”.

O resultado da Tabela 1 demonstrou, também, que todas as companhias divulgaram as mesmas informações qualitativas e quantitativas para a variável desempenho econômico-financeiro, já que a média atingiu a pontuação máxima e, com isso, não houve desvio-padrão. Em função desse comportamento, a variável independente DEF foi retirada do cálculo de regressão com dados em painel por apresentar multicolinearidade, isto é, quando as variáveis independentes possuem relações lineares exatas ou aproximadamente exatas.

4.2. ANÁLISE INFERENCIAL DOS RESULTADOS COM DADOS EM PAINEL

A matriz de correlação, contida na Tabela 3, expressa, no geral, a correlação ao nível de significância entre as variáveis do modelo.

Tabela 3: matriz de correlação entre as variáveis utilizadas na pesquisa

	RsA	RPL	VM	EC	AO	FIES (dummy)	PROUNI (dummy)	CRI (dummy)	FI (dummy)
RsA	1								
RPL	0,604039	1							
VM	-0,06447*	-0,20442	1						
EC	-0,25246	-0,3074	0,343822	1					
AO	-0,26272	-0,38701	0,524845	0,314005	1				
FIES (dummy)	0,297942	0,084111*	0,071846*	-0,35651	0,084945*	1			
PROUNI (dummy)	-0,0788*	-0,1609	0,194963	0,155651	0,13026	-0,25078	1		
CRI (dummy)	-0,25398	-0,14765	-0,02291**	0,073788*	-0,01926**	-0,35835	-0,02425**	1	
FI (dummy)	-0,07414*	-0,088*	0,195821	0,097654*	0,355276	0,112553	-0,03964**	-0,18165	1

* Correlação significativa a 10%.

** Correlação significativa a 5%.

Fonte: dados da pesquisa (2019).

De acordo com Dantas (2012), correlações acima de 0,7 podem ser prejudiciais ao modelo, já que matematicamente causam uma instabilidade numérica ao ajustar a curva de regressão, o chamado efeito da multicolinearidade. Na Tabela 3, verifica-se correlação negativa a 5% entre as variáveis VM, AO e PROUNI (*dummy*) com a variável CRI (*dummy*), e, também, entre as variáveis FI (*dummy*) e PROUNI (*dummy*). Em nível de significância a 10%, verifica-se correlação positiva entre as variáveis RPL, VM e AO com a variável FIES (*dummy*), entre a variável EC com as variáveis CRI (*dummy*) e FI (*dummy*) e, também, correlação negativa entre a variável RsA com as variáveis VM, PROUNI (*dummy*) e FI (*dummy*) e entre as variáveis RPL com FI (*dummy*). Para efeitos da pesquisa, esse resultado pode ser um indicativo de que não existe o problema da multicolinearidade. Este ocorre quando há correlações muito elevadas entre variáveis explicativas (FÁVERO, 2015).

A regressão com dados em painel, no que concerne ao modelo de efeitos fixos, pode ser usada para identificar a inter-relação sequencial entre as variáveis (CONSONI, COLAUTO e LIMA, 2017) ao longo do tempo. Assim, atendidos os requisitos e pressupostos estatísticos para a utilização de regressão linear múltipla com dados em painel, os resultados estão demonstrados na sequência.

Tabela 4: resultado da regressão com dados em painel com efeito fixo – Retorno sobre o Ativo (RsA)

$$RsA_{it} = \alpha + \beta VM_{it} + \beta EC_{it} + \beta AO_{it} + \beta FIES_{it} + \beta PROUNI_{it} + \beta CRI_{it} + \beta FI_{it} - \varepsilon$$

variável	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
Const	0,0749102	0,0182613	4,102	9,34e-05	***
VM	0,00223196	0,00229259	0,9736	0,3330	
EC	-0,00726621	0,00596009	-1,219	0,2262	
AO	-0,00586212	0,00246663	-2,377	0,0197	**
FIES (<i>dummy</i>)	0,0123376	0,00619164	1,993	0,0495	**
PROUNI (<i>dummy</i>)	0,00165335	0,00529079	0,3125	0,7554	
CRI (<i>dummy</i>)	-0,00951090	0,00621125	-1,531	0,1294	
FI (<i>dummy</i>)	-0,00270637	0,00574587	-0,4710	0,6388	
Média var. dependente	0,029912	D.P. var. dependente		0,026730	
Soma resíd. quadrados	0,047958	E.P. da regressão		0,023753	
R-quadrado LSDV	0,293460	R-quadrado por dentro		0,224229	
F (10, 85) LSDV	3,530452	P-valor (F)		0,000619	
Log da verossimilhança	228,6677	Durbin-Watson		1,755431	

** Correlação significativa a 5%.

Fonte: dados da pesquisa (2019).

A Tabela 4, evidencia os resultados da regressão, utilizando as variáveis VM, EC e AO, conforme o modelo adaptado de Consoni e Colauto (2016), mais as variáveis de controle FIES, PROUNI, CRI e FI como explicativas e o RsA como variável dependente, conforme Equação 1.

O modelo de regressão testado para a variável dependente RsA obteve um R-quadrado de 0,293460, ou seja, o modelo de regressão com dados em painel com efeitos fixos é confiável somente a 29,35%. Isso indica um baixo grau de ajustamento, pois através desse coeficiente de determinação, apenas 29,35% das variações de RsA são explicadas pelas variáveis independentes. Porém, esse patamar é comum em dados *cross-section*, possibilitando o uso do modelo. O teste de Durbin-Watson apresentou um resultado de 1,755431, revelando que não há evidências de autocorrelação dos erros.

Os resultados encontrados apontam, ainda, que apenas as variáveis explicativas Aspectos Operacionais (AO) e FIES (*dummy*) foram relevantes ao nível de significância a 5% com a variável dependente RsA das companhias.

A partir dessa inferência, verifica-se que a divulgação de aspectos operacionais contribui negativamente para a rentabilidade sobre o Ativo das companhias, ou seja, quanto mais se divulgar

aspectos operacionais, menos rentabilidade sobre o Ativo a companhia terá. Sendo assim, a hipótese H1 é aceita, já que a variável AO impacta negativamente o indicador contábil RsA das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

Considerando que a variável aspectos operacionais é constituída, basicamente, por itens de divulgação corporativa e voluntária, esse resultado destoa da conclusão presente no estudo de Murcia e Machado (2014), que confirmaram que as empresas podem aumentar a liquidez das ações por meio da divulgação de informações corporativas.

De outro modo, constata-se, por esse resultado, que o FIES contribui para a rentabilidade sobre Ativo das companhias pesquisadas, corroborando com os achados do estudo de Locateli et al. (2017), ao concluírem que os repasses do FIES podem representar um percentual considerável nos recebíveis das instituições privadas de ensino superior, afetando a rentabilidade dessas instituições e, seus efeitos, portanto, podem vir a ser evidenciados nas demonstrações contábeis. Da mesma forma, o estudo de Mattos, Filho e Moreira (2016) avaliou o desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de serviços de educação na BM&FBovespa e a participação do FIES e do PROUNI nos seus resultados. A pesquisa identificou que houve um crescimento expressivo no resultado econômico-financeiro das referidas instituições, bem como em número de alunos matriculados que aderiram a estes programas de incentivo ao ensino superior. Nesse caso, aceita-se a hipótese H0, já que a variável FIES (*dummy*) impacta positivamente o indicador contábil RsA das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

Tabela 5: Resultado da regressão com dados em painel com efeito fixo – Retorno sobre o Patrimônio Líquido (RPL)

$RPL_{it} = \alpha + \beta VM_{it} + \beta EC_{it} + \beta AO_{it} + \beta FIES_{it} + \beta PROUNI_{it} + \beta CRI_{it} + \beta FI_{it} - \varepsilon$					
variável	coeficiente	erro padrão	razão-t	p-valor	
Const	0,512749	0,107980	4,749	8,22e-06	***
VM	0,0100174	0,0135561	0,7390	0,4620	
EC	-0,0674939	0,0352422	-1,915	0,0588	*
AO	-0,0422367	0,0145852	-2,896	0,0048	***
FIES (<i>dummy</i>)	-0,0214727	0,0366113	-0,5865	0,5591	
PROUNI (<i>dummy</i>)	-0,0345441	0,0312846	-1,104	0,2726	
CRI (<i>dummy</i>)	-0,0573203	0,0367273	-1,561	0,1223	
FI (<i>dummy</i>)	0,00135032	0,0339755	0,03974	0,9684	
Média var. dependente	0,068856	D.P. var. dependente		0,153607	
Soma resíd. quadrados	1,676783	E.P. da regressão		0,140452	
R-quadrado LSDV	0,251953	R-quadrado por dentro		0,223572	

F (10, 85) LSDV	2,862927	P-valor (F)	0,004026
Log da verossimilhança	58,06052	Durbin-Watson	1,309923

* Correlação significativa a 10%.

*** Correlação significativa a 1%.

Fonte: dados da pesquisa (2019).

A Tabela 5, evidencia os resultados da regressão, utilizando as mesmas variáveis explicativas e o RPL como variável dependente, conforme Equação 2.

O modelo de regressão testado para a variável dependente RPL obteve um R-quadrado de 0,251953, ou seja, o modelo de regressão com dados em painel com efeitos fixos é confiável somente a 25,20%. Do mesmo modo, isso indica um baixo grau de ajustamento, pois através desse coeficiente de determinação, apenas 25,20% das variações de RPL são explicadas pelas variáveis independentes, mas, também, destaca-se que esse resultado é comum em dados *cross-section*. Já o teste de Durbin-Watson, com resultado de 1,309923, situa-se na área inconclusiva e de indecisão sobre a existência de evidências de autocorrelação dos erros.

O resultado acerca do grau de significância revela que a variável Estratégia Corporativa (EC) possui correlação em nível de 10% e que a variável Aspectos Operacionais (AO) em nível de 1%, ambas com coeficiente negativo.

Depreende-se desse resultado que, a divulgação de informações relacionadas à estratégia corporativa, tais como planos e objetivos corporativos, alinhamento das atividades da empresa com os objetivos estabelecidos, prospecção de novos investimentos e previsões de vendas, de resultados e de fluxos de caixa, embora contribuam para a redução da assimetria informacional entre a entidade e a sociedade, conforme estudo de Slomski (2013), contribuem negativamente para a rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido das companhias, ou seja, quanto mais se divulgar a estratégia corporativa, menos rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido a companhia possuirá.

Em relação à variável AO, assim como o resultado da regressão obtido para o RsA, comprova-se que a divulgação de aspectos operacionais contribui negativamente para a rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido das companhias, ou seja, quanto mais se divulgar aspectos operacionais, menos rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido a companhia terá, contrastando, também, com os achados do estudo de Murcia e Machado (2014).

Logo, a hipótese H4 é aceita, já que as variáveis EC e AO impactam negativamente o indicador contábil RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação.

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Neste capítulo, são apresentadas as conclusões obtidas a partir dos resultados da pesquisa realizada e recomendações para futuras pesquisas e estudos sobre o impacto do nível de *disclosure* nos indicadores de rentabilidade de companhias com ações listadas na bolsa de valores.

5.1. CONCLUSÕES

Os pressupostos teóricos deste estudo foram fundamentados, sobretudo, de que o *disclosure* possui papel essencial na redução da assimetria informacional existente entre a empresa e os *stakeholders* e é tido como uma das principais formas de comunicação entre a empresa e os diversos usuários interessados em avaliar o desempenho da administração, conforme resultados dos estudos de Slomski (2013), Stiglitz (2000), Lima e Pereira (2011), Murcia e Machado (2014) e Consoni, Colauto e Lima (2017), e, também que a análise da rentabilidade pode ser considerada como uma das mais importantes para a análise das demonstrações financeiras, pois seu objetivo é apresentar o retorno do capital investido e identificar as razões que levaram a esta taxa de rentabilidade, como discutido nas pesquisas de Padoveze e Benedicto (2010), Vieira et al. (2011) Wernke (2008), Locateli et al. (2017) e Dal Magro et al. (2015).

A partir desse raciocínio, esta pesquisa teve como objetivo avaliar o impacto do nível de *disclosure* sobre os indicadores contábeis de rentabilidade RsA e RPL das empresas brasileiras de capital aberto do setor de educação e, dessa forma, demonstrar aos usuários das informações contábeis a importância de se considerar tal influência em suas análises e decisões econômicas. Para esse fim, foi aplicado método estatístico inferencial de regressão linear múltipla com dados em painel.

Assim, a análise descritiva dos resultados mostrou que as empresas pesquisadas possuem um nível de divulgação diferente, sobretudo de informações voluntárias relacionadas aos aspectos estratégicos, operacionais e de visão do mercado. Expos, ainda, que, durante os trimestres em análise, os investimentos em Ativos das companhias pesquisadas foram remunerados entre 0% e 5% ao trimestre em sua maioria, o que também pode ser interpretado como custo financeiro máximo que uma empresa poderia incorrer em suas captações de fundos, como destacado por Neto (2012).

Já o capital próprio foi remunerado, no mesmo período, em sua maioria, entre 0% e 20% ao trimestre. Este percentual deve ser comparado sempre com a taxa de retorno mínima exigida pelo acionista. Pode-se dizer que, para tornar-se atraente, todo o investimento em sociedades por ações deve oferecer uma rentabilidade pelo menos igual à taxa de oportunidade disponível no mercado financeiro.

Na análise inferencial realizada, após a retirada da variável independente DEF por apresentar relação linear exata, a matriz de correlação entre as variáveis remanescentes e utilizadas na pesquisa não apresentou indicativos da existência de problemas de multicolinearidade. Assim, as correlações não foram consideradas prejudiciais ao modelo, conforme validação revelada no estudo de Dantas (2012). Foi realizado, também, o teste de autocorrelação dos erros usando a estatística de Durbin-Watson, que revelou patamares aceitáveis para a aplicação do modelo. Com isso, foram atendidos os requisitos e pressupostos estatísticos para a utilização de regressão linear múltipla com dados em painel com efeito fixo.

A partir da análise da regressão, descobriu-se que a divulgação voluntária de apenas duas categorias do modelo de Consoni e Colauto (2016) impactaram negativamente a rentabilidade sobre o Ativo e sobre o Patrimônio Líquido, são elas: Aspectos Operacionais (AO) com influência negativa em nível de significância a 5% para o indicador Retorno sobre o Ativo e em nível de significância a 1% para o Retorno sobre o Patrimônio Líquido e Estratégia Corporativa (EC) com influência negativa em nível de significância a 10% para o Retorno sobre o Patrimônio Líquido.

Esses resultados apurados para a variável AO indica a aceitação das hipóteses H1, em nível de significância a 5%, e H4, em nível de significância a 1%. Em um desfecho semelhante, a variável EC também indica a aceitação da hipótese H4, porém em nível de significância a 10%. Por conseguinte, pode-se concluir que a divulgação de informações relacionadas às ações empreendidas pela administração para executar sua estratégia, bem como informações sobre inovação, desenvolvimento de marcas, formação do capital intelectual, relacionamento com consumidores e cadeia de fornecimento, além das associadas à explicação da estratégia corporativa para a criação de valores aos acionistas com base nos objetivos, planos ou metas, quando divulgadas, contribuem para a redução dos indicadores de rentabilidade RsA e RPL das companhias pesquisadas e para o período em estudo.

Diferentemente dos resultados encontrados nas pesquisas realizadas por Souza e Almeida (2017), que constataram que há relação positiva e significativa entre a internacionalização e o nível

de *disclosure* das empresas, e por Murcia e Machado (2014), ao indicarem que as empresas podem aumentar a liquidez das ações por meio da divulgação de informações corporativas e voluntárias, constatou-se, neste estudo, que o *disclosure*, sobretudo relacionado à divulgação de informações relacionadas aos aspectos operacionais e estratégia corporativa, contribuem, de forma negativa, para a rentabilidade dos investimentos em Ativos e para a rentabilidade dos investimentos dos acionistas em Patrimônio Líquido.

Por outro lado, o resultado apresentado para a variável FIES (*dummy*) indica a aceitação da hipótese H0, em nível de significância a 5%, mas não se pode dizer que este efeito está relacionado ao nível de *disclosure*, já que esta é uma variável de controle do modelo proposto para esta pesquisa e não integra o padrão de determinação do nível de *disclosure* proposto por Consoni e Colauto (2016), utilizado neste estudo para mensuração das variáveis VM, EC, DEF e AO, e sim pelos repasses relevantes do fundo às instituições privadas ao financiar a graduação no ensino superior de estudantes que não possuem condições de arcar com os custos de sua formação. Esse programa contribuiu para o aumento considerável do número de matrículas de novos alunos nas instituições pesquisadas, o que resultou em um crescimento expressivo nos resultados econômico-financeiros das referidas instituições.

5.2. RECOMENDAÇÕES

Para este estudo, buscou-se utilizar variáveis que possuíssem alguma relação entre si, sobretudo para que se conseguisse operacionalizar e explicar a regressão. Observou-se que na matriz de correlação entre as variáveis utilizadas na pesquisa, as variáveis explicadas RsA e RPL apresentaram uma correlação de 0,604039, indicando que ambas possuem similaridade e indícios de redundância. Assim, a utilização de apenas uma delas poderia ser suficiente na aplicação do modelo.

Consoni e Colauto (2016) destacam que, embora a construção da métrica esteja fundada em estudos anteriores e todo o cuidado tenha sido tomado para identificar os itens cuja divulgação no decorrer do tempo cessou de ser voluntária, o processo não é desprovido de certa subjetividade. A subjetividade está presente tanto na seleção de itens quanto no processo pelo qual são codificados.

Em relação à divulgação de informações, como apontado no estudo de Angonese e Beuren (2012), não há um consenso sobre os modelos de mensuração do nível de *disclosure* de

informações voluntárias. Pesquisas que envolvem a mensuração da extensão da divulgação de informações voluntárias utilizam diferentes métricas e destacam suas limitações. Assim, sugere-se novas pesquisas que busquem validar esses modelos e se os mesmos podem ser sustentados teoricamente e confirmados.

Em virtude de a pesquisa ter sido realizada em companhias do setor de educação listadas na bolsa de valores, recomenda-se que seja testado o mesmo modelo com amostra expandida ou abrangendo outro setor de atuação para que se possa ter mais indícios sobre as correlações, além das que foram apresentadas neste estudo.

Não obstante, sugere-se a realização de pesquisas que objetivem avaliar o impacto do nível de *disclosure* de informações voluntárias em outras variáveis, tais como o custo do capital próprio e a liquidez das ações no mercado.

Para finalizar, é pertinente que se realize pesquisa qualitativa com gestores de companhias com ações listadas em bolsa de valores, no intuito de se apurar e revelar os critérios e intenções desses administradores em relação às decisões em aumentar ou diminuir o nível de *disclosure*, sobretudo de informações voluntárias.

REFERÊNCIAS

ANGONESE, R.; BEUREN, I. M. Características de instrumentos para apuração do índice de evidenciação de informações contábeis. In: 9º CONTECSI *International Conference of Information Systems and Technology Management*, 9., 2012, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA/USP, 2012.

ALMEIDA, E. G. de.; SILVA, C. M. da.; VALADARES, J. P. de A.; MOURA, O. B. de. Avaliação comparativa do modelo dinâmico *versus* modelo tradicional na análise das demonstrações financeiras: um estudo aplicado na Kroton Educacional S.A.. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**. v. 6. n. 22, 2018.

ANDRADE, C. H. C. **Manual de Introdução ao Pacote Econométrico Gretl**. Disponível em: <http://www8.ufrgs.br/ppge/pcientifica/2013_12.pdf>. Acesso em: 08 nov. 2018.

BARROS, C. M. E.; KOS, S. R.; CONSONI, S. A influência do *disclosure* voluntário no custo da dívida de financiamentos em empresas listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil**, Universidade Federal do Rio Grande do Norte, v. 9. n. 2, jul./dez. 2017.

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

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.; DA SILVA, R. **Metodologia Científica**. 6. ed. São Paulo: Pearson, 2007.

CLARKSON, P.; FANG, X.; LI, Y.; RICHARDSON, G. *The relevance of environmental disclosure: are such disclosures incrementally informative?* **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, p. 410-431, 2013.

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

CONSONI, S.; COLAUTO, R. D.; LIMA, G. A. S. F. de L. A divulgação voluntária e o gerenciamento de resultados contábeis: evidências no mercado de capitais brasileiro. **Revista Contabilidade e Finanças. – USP**, São Paulo, v. 28, n. 74, p. 249-263, mai./ago. 2017.

COSTA, I. L. de S.; CORREIA, T. de S.; PAULO, E.; LUCENA, W. G. L. Impacto do *Disclosure* Voluntário: Valor da Empresa e Informações Socioambientais nas Companhias Abertas. **Revista Contabilidade, Gestão e Governança**. v. 21, n. 2, p. 271-287, mai./ago. 2018.

COTTRELL, A. **Gretl: Retrospect, Design and Prospect**. Universidad del País Vasco, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, chapter 1, p. 3. 2009.

CPC 00 (R1). COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 00 (R1)**. Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro. São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=80>>. Acesso em: 03 nov. 2018.

CPC 15 (R1). COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1)**. Combinação de Negócios. São Paulo, 2011. Disponível em: <http://static.cpc.aatb.com.br/Documentos/235_CPC_15_R1_rev%2013.pdf>. Acesso em: 10 nov. 2018.

CPC 26 (R1). COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. **Pronunciamento Técnico CPC 26 (R1)**. Apresentação das Demonstrações Contábeis. São Paulo, 2011. Disponível em: <<http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=57>>. Acesso em: 03 nov. 2018.

DAL MAGRO, C. B.; MANFROI, L.; CUNHA, P. R.; NOGUEIRA, R. Fatores Explicativos do Nível de *Disclosure* Voluntário de Empresas Brasileiras Listadas na BM&FBovespa. **Registro Contábil**, Maceió, v. 6, n. 1, p.92-109, 2015.

DANTAS, R. A. **Engenharia de Avaliações**: uma introdução à metodologia científica. 3. ed. São Paulo: Pini, 2012.

DATASEBRAE. Produto Interno Bruto. **Unidade de Gestão Estratégica do Sebrae Nacional**. Disponível em: <<http://datasebrae.com.br/pib/#crescendo>>. Acesso em: 14 out. 2018.

DIAS, A. B.; SANTOS, V. A. dos.; BEIRUTH, A. X. Consistência das estratégias de Instituições de Ensino Superior: um estudo baseado na percepção dos *stakeholders* utilizando-se do *Balanced Scorecard*. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade (REPeC)**. v. 10, n. 4, out./dez. 2016.

DUARTE, P. C.; LAMOUNIER, W. M.; TAKAMATSU, R. T. Modelos econométricos para dados em painel: aspectos teóricos e exemplos de aplicação à pesquisa em contabilidade e finanças. In: CONGRESSO USP DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA EM CONTABILIDADE, 4. 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo, 2007. p. 1-15.

DYE, R. E. *Disclosure of Nonproprietary Information*. **Journal of Accounting Research**. v. 23, n. 1, p. 123-145, Spring, 1985.

EFRON, B.; TIBSHIRANI, R. *Bootstrap Methods for Standard Errors, Confidence Intervals and Other measures of Statistician Accuracy*. **Statistical Science**, v. 1, p. 54-77, 1986.

EFRON, B.; TREVOR, H. *Computer Age Statistical Inference: Algorithms, Evidence, and Data Science* (Institute of Mathematical Statistics Monographs). Cambridge University Press, 2016.

FÁVERO, L. P. **Análise de dados**: modelos de regressão com Excel, Stata e SPSS. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

FERRARI, E. L. **Análise das demonstrações contábeis**. Rio de Janeiro: Impetus, 2014.

FILHO, A. S. da S. Inferência em amostras pequenas: métodos *bootstrap*. **Revista de Ciências Exatas e Tecnologia**. UNOPAR - Londrina, Paraná. v. 5, n. 5, p.115 – 126, 2010.

GABRIEL, F. S.; ABREU, I. de M.; LEMES, S. Evidenciação de riscos das empresas brasileiras do setor da construção civil após a crise financeira internacional de 2008: uma análise de dados em painel. **RACE, Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, Joaçaba: Ed. Unoesc,

v. 13, n. 3, p. 979-1000, set./dez. 2014. Disponível em: <<http://editora.unoesc.edu.br/index.php/race>>. Acesso em: 14 out. 2018.

GALBREATH, J.; SHUM P. *Do customer satisfaction and reputation mediate the CSR-FP link? Evidence from Australia*. **Australian Journal of Management**, v. 37, n. 2, p. 211-229, 2012.

GAO, P. *Disclosure quality, cost of capital, and investor welfare*. **The Accounting Review**, v. 85, n. 1, p. 1-29, 2010.

GIL, A. C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

HAIL, L. *The impact of voluntary corporate disclosures on the ex-ante cost of capital for Swiss firms*. **European Accounting Review**, v. 11, n. 4, p. 741-773, 2002.

HSIAO, C. *Analysis of panel data*. **Cambridge University Press**, 1986.

_____. *Analysis of panel data*. **Cambridge University Press**, 2003.

_____. *Analysis of panel data*. **Cambridge University Press**, 2014.

IAS 1. INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. **International Accounting Standards 1. Presentation of Financial Statements**. Londres, 2003.

INSTITUTO NACIONAL DE ESTUDOS E PESQUISAS EDUCACIONAIS ANÍSIO TEIXEIRA. **Sinopse estatística da educação superior 2017**. Brasília: Inep, 2018. Disponível em: <<http://portal.inep.gov.br/basica-censo-escolar-sinopse-sinopse>>. Acesso em: 03 nov. 2018.

IUDÍCIBUS, S. de. **Teoria da Contabilidade**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2015.

JANSEN, J. J. P.; VAN DEN BOSCH, F. A. J.; VOLBERDA, H. W. *Exploratory innovation, exploitative innovation, and performance: Effects of organizational antecedents and environmental moderators*. **Management Science**, v. 52, n. 11, p. 1661-1674, 2006.

JUNIOR, A. H.; FARIAS, I. Q.; GOMES, D. M. de O. A. O valor do cliente como elemento de marketing para instituições de ensino superior. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**. v. 3, n. 2, p. 102-111, mai./ago. 2006.

JUNIOR, F. H. F. de C.; YOSHINAGA, C. E. Influência de comomentos em modelos de precificação: um estudo empírico com dados em painel. XXXII Encontro da ANPAD. Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro, 2008.

KITZBERGER, H.; PADOVEZE, C. L. Integração do modelo *Fleuriet* com a abordagem tradicional de análise das demonstrações contábeis. **Revista Pensar Contábil**. v. 6, n. 23, 2015.

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.

LIMA, E. M.; PEREIRA C. A. Associação entre Índices de *Disclosure* e Características Corporativas das Instituições de Ensino Superior Filantrópicas do Brasil – IESFB. **Revista de Contabilidade e Organizações**, Ribeirão Preto. v. 5, n. 11, p. 44-48, jan./abr. 2011.

- LIMA, I. G.; CARMO, C. R. S.; CUNHA, F. S.; OLIVEIRA, M. G. de. Aspectos qualitativos da informação contábil: uma revisão analítica acerca da qualidade informacional introduzida a partir dos normativos contábeis estabelecidos pelo CPC, IASB E FASB. **Revista Mineira de Contabilidade**, Conselho Regional de Contabilidade de Minas Gerais, Belo Horizonte, Ano 13, n. 48, p. 32-42, out./nov./dez. 2012.
- LOCATELI, G. D.; SOUZA, A. R. L. de.; BEHR, A.; MOMO, F. da S. Impacto do fundo de financiamento ao estudante do ensino superior na rentabilidade das empresas do setor educacional. **Revista de Administração, Ciências Contábeis e Sustentabilidade** – REUNIR. v. 7, n. 2, 2017.
- MADDALA, G.S. **Introdução à Econometria**. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora LTC, 2003.
- MANLY, B. F. J. **Randomization, Bootstrap and Monte Carlo Methods in Biology**. 2. ed. Florida: Chapman & Hall/CRC, 2006.
- MARGOLIS, J. D.; ELFENBEIN, H. A.; WALSH, J. P. **Does it pay to be good? A metaanalysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance**. Mossavar-Rahmani Center for Business and Government, Harvard University, Boston, MA, USA, 2009.
- MARQUES, L. D. **Modelos dinâmicos com dados em painel: revisão da literatura**. Série *Working Papers* do Centro de Estudos Macroeconômicos e Previsão (CEMPRE), Faculdade de Economia do Porto, Portugal, n. 100, 2000.
- MARTINS, L. O. S.; SANTOS, P. H. de O dos. Impactos da convergência contábil em índices econômicos e financeiros nas empresas baianas nos períodos de 2003 a 2007 e 2010 a 2014. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia da FUNDACE**. Ribeirão Preto. v. 8, n. 1, 2017.
- MATARAZZO, D. C. **Análise Financeira de Balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MATTOS, J. E. G. S.; FILHO, J. M. D.; MOREIRA, N. B. Desempenho econômico-financeiro das empresas do segmento de serviços de educação na BM&FBovespa e a participação do FIES e do ProUni nos seus resultados. In: XXIII Congresso Brasileiro de Custos, Porto de Galinhas. **Anais...** Pernambuco, 2016.
- MIXON, J. W.; SMITH R. J. *Teaching undergraduate econometrics with GRETL*. **Journal of Applied Econometrics**, v. 21, p. 1103–1107, 2006.
- MOORE, D. S.; McCABE, G. P.; DUCKWORTH, W. M.; SCLOVE, S. L. **The Practice of Business Statistics: Using data for decisions**. 2a. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2006.
- MULLER-KAHLE, M. I.; WANG, L; WU, J. *Board structure: an empirical study of firms in Anglo-American governance environments*. **Managerial Finance**, v. 40, issue: 7, 2014.
- MURCIA, F. D.; MACHADO, M. V. Impacto do nível de *disclosure* corporativo na liquidez das ações de companhias abertas no Brasil. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 24, n. 3, p. 54-77, jul./set. 2014.

NETO, A. A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

OLIVEIRA, O. V.; SOUZA, G. A.; FORTE, S. H. A. C. Evidenciação de informações de desempenho social e ambiental nos relatórios de sustentabilidade dos bancos internacionalizados brasileiros. In: GECAMB – CONFERENCE ON ENVIRONMENTAL MANAGEMENT AND ACCOUNTING (A CSEAR PORTUGUESE CONFERENCE), 6., 2014, **Anais...** Leiria: GECAMB, 2014.

O'RIAIN, S.; CURRY, E.; HARTH, A. XBRL and open data for global financial ecosystems: A linked data approach. **International Journal of Accounting Information Systems**, v.13, n. 2, p. 141–162, 2012.

PADOVEZE, C. L.; BENEDICTO, G. C de. **Análise das demonstrações financeiras**. 3. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

PALMER, D. J.; HOCK, B. K.; KIMBERLEY, M. O.; WATT, M. S.; LOWE, D. J.; PAYN, T. W. *Comparison of spatial prediction techniques for developing Pinus radiata productivity surfaces across New Zealand*. **Forest Ecology and Management**, v. 258, p. 2046-2055, 2009.

PETRELLI, C. M.; COLOSSI, N. A quarta via das Instituições de Ensino Superior: a responsabilidade social. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**. v. 5, n. 13, p. 71-83, 2006.

SAEIDI, S. P.; SOFIAN, S.; SAEIDI, P.; SAEIDI, S. A. *How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction*. **Journal of Business Research**. v. 68, n. 2, p. 341-350, 2015.

SALOTTI, B. M; YAMAMOTO, M. M. Ensaio Sobre a Teoria da Divulgação. **Brazilian Business Review**. Vitória-ES, Brasil, v. 2, n. 1, p. 53-70, jan./jun. 2005.

SANTOS, U. P., CALIARI, T. Distribuição espacial das estruturas de apoio às atividades tecnológicas no Brasil: uma análise multivariada para as cinquenta maiores microrregiões do País. **Revista Economia**. Brasília (DF), v. 13, n.13b, p.759-783, 2012.

SILVA, C. O ensino superior e a crise. **Revista do Gestor Escolar**. 2017. Disponível em: <<https://direcionalescolas.com.br/o-ensino-superior-e-crise/>>. Acesso em: 10 nov. 2018.

SILVA, L. F. S.; FERREIRA, A. de C.; MENEZES, J. P. C. B. Mudanças nas demonstrações financeiras pela Lei 11.638/07 na análise de empresas do setor de mineração. **Revista de Auditoria, Governança e Contabilidade**. v. 4, n. 15, 2016.

SILVA, L. M. da.; MEDEIROS, S. M. de.; FERNANDES, V. A. B.; CRUZ, J. H. do N. Adoção de normas internacionais de contabilidade e seus impactos nos índices econômico-financeiros: o caso da empresa Natura Cosméticos. **Revista Brasileira de Contabilidade**. n. 230, ano XLVII, mar./abr. 2018.

SILVA, M. C. da.; TAVARES, A. de L.; ARAUJO, A. O.; SILVA, J. D. G. da. Análises de balanços públicos: quociente do resultado orçamentário do governo federal: 2000 – 2009. **Revista**

Contabilidade Vista & Revista. Universidade Federal de Minas Gerais. v. 24, n. 3, p. 15-34, jul./set. 2014.

SLOMSKI, V. **Manual de Contabilidade Pública: Um Enfoque na Contabilidade Municipal.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013.

SOUSA, C. B.; SILVA, A. F.; RIBEIRO, M. S. R.; WEFFORT, E. F. J. Valor de mercado e *disclosure* voluntário: Estudo empírico em companhias listadas na BM&FBovespa. **Revista Ambiente Contábil.** v. 6, n. 2, p. 94-115, 2014.

SOUSA, T. R. V.; LEITE FILHO, P. A. M. Análise por dados em painel do status de saúde no nordeste brasileiro. **Revista Saúde Pública,** Porto Alegre – RS, 2008.

SOUZA, P. V. S. de.; ALMEIDA, S. R. V. Fatores relacionados ao nível de *disclosure* das companhias brasileiras de capital aberto listadas na BM&FBovespa. **Revista Universo Contábil,** FURB, Blumenau, v. 13, n. 2, p. 166-186, abr./jun. 2017.

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

THEÓPHILO, C. R.; MARTINS, G. de A. **Metodologia da Investigação Científica para Ciências Sociais Aplicadas.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

ULYSSEA, D. da S.; MARTINS, C.; SILVA, J. D. da.; GIAROLA, P. G.; LIMA, C. R. M. de. *Balanced Scorecard* em uma Instituição de Ensino Superior: uma proposta de modelo para gestão estratégica. **Revista Catarinense da Ciência Contábil.** v. 12, n. 35, p. 28-47, abr./jul. 2013.

VAN BEURDEN, P.; GOSSLING, T. *The worth of values: a literature review on the relation between corporate social and financial performance.* **Journal of Business Ethics.** v. 82, n. 2, p. 407-424, 2008.

VERRECCHIA, R. E. *Discretionary Disclosure.* **Journal of Accounting and Economics,** n. 5, p. 179-194, 1983.

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

VIEIRA, C. B. H. A.; VERDE, I. O. L.; BEZERRA, R. L.; RODRIGUES, P. N.; ISMAEL, V. S. Índices de rentabilidade: um estudo sobre os indicadores ROA, ROI e ROE de empresas do subsetor de tecidos, calçados e vestuários listadas na Bovespa. In: VIII Congresso Virtual Brasileiro – Administração, 2011. **Anais eletrônicos...** Disponível em:<www.convibra.com.br>. Acesso em: 14 out. 2018.

VITAL, P. V.; FLORIANI, V. M.; VARVAKIS, G. Gerenciamento do fluxo de informação como suporte ao processo de tomada de decisão. **Revista Informação & Informação.** v. 15, n. 11, p. 85, 2010.

WERNKE, R. **Gestão Financeira: ênfase em aplicações e casos nacionais.** Rio de Janeiro: Saraiva, 2008.

WOOLDRIDGE, J. *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data*. Cambridge: **MIT Press**, p. 735, 2002.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação contábil**: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.