

## **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  
Mestre em Administração e Desenvolvimento Empresarial  
Universidade Estácio de Sá  
[ale.leandro@yahoo.com.br](mailto:ale.leandro@yahoo.com.br)

Antônio Carlos Magalhães da Silva  
Doutor em Engenharia de Produção  
Universidade Estácio de Sá  
[amagal@uol.com.br](mailto:amagal@uol.com.br)

### **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 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 de os 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.

## 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).

Uma das alterações significativas advindas do processo de 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).

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%.

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. 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).

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).

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. Dessa forma, surge tal questionamento: 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? Assim, o objetivo da pesquisa é 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.

Justifica-se a escolha desta temática, pois, 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. Além disso, sob a ótica dos gestores das empresas, o resultado da pesquisa poderá contribuir em decisões como aumentar ou diminuir o nível de *disclosure*.

## **2. Referencial Teórico**

### **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*.

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.

## 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).

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:

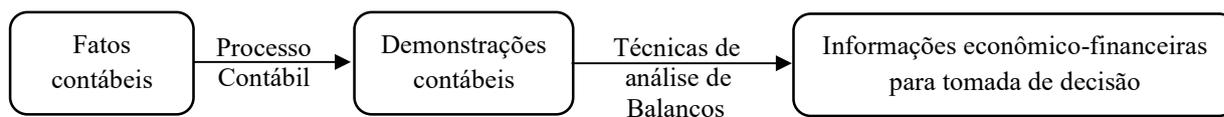


Figura 1: sequência do processo contábil

Fonte: Adaptado de Matarazzo (2010)

## 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 destes se impõem pela sua natural importância e são aceitos universalmente como bons e devem necessariamente constar do rol dos indicadores (ALMEIDA et al., 2018).

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-se 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:

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

## 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.

Estudos 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.

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, os resultados do estudo mostraram que a maioria das instituições pesquisadas só apresenta *disclosure* obrigatório, demonstrando a pouca preocupação das instituições com o *disclosure* voluntário.

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.

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 destes programas no resultado econômico destas instituições.

### **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

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, 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.

<b>Visão do mercado</b>			
Informações relacionadas à percepção da administração acerca da dinâmica do ambiente econômico, competitivo e regulatório do(s) mercado(s) em que a empresa atua.	<b>Estratégia corporativa</b>		
	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	<b>Desempenho econômico-financeiro</b>	
		Análise de indicadores econômico-financeiros utilizados para monitorar o desempenho financeiro da companhia. Inclui parâmetros como custo de	<b>Aspectos operacionais</b>
			Informações acerca das ações empreendidas pela administração para executar sua estratégia. Descrição das atividades operacionais, bem

	estrutura organizacional, bem como informações acerca das estruturas de alinhamento de interesses.	capital próprio, valor econômico adicionado e os resultados por segmentos ou unidades de negócio.	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.

Os procedimentos para a coleta de dados nessa pesquisa 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
<b>Desempenho econômico-financeiro</b>	
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
<b>Aspectos operacionais</b>	
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).

As variáveis a serem explicadas são os indicadores de rentabilidade  $R_{sA}$  e  $R_{PL}$ , mensurados de acordo com as fórmulas apresentadas no referencial teórico. Como variáveis explicadas, os indicadores serão testados quanto à variação positiva, nula 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.

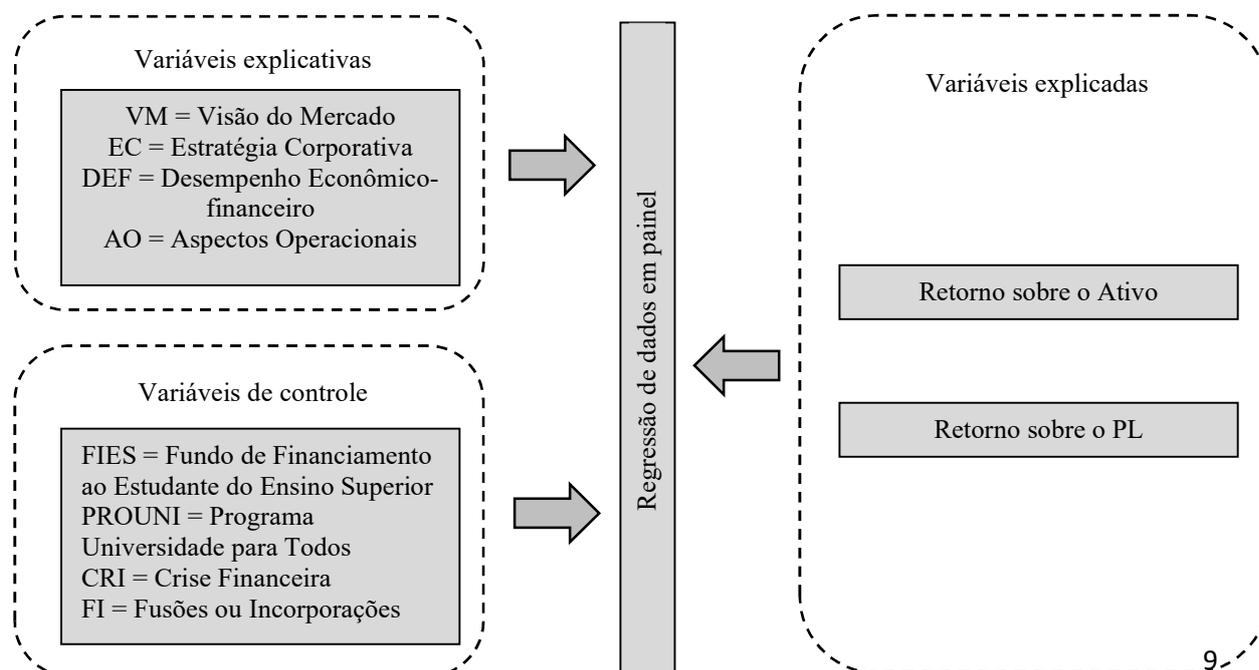


Figura 4: Modelagem quantitativa do estudo  
Fonte: o autor (2019).

Com base nessa modelagem, 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

$\varepsilon$  – 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 nas fórmulas apresentadas 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.

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 inferencial tem por objetivo dar significado e obter informações que permitam responder às hipóteses existentes neste estudo, a partir dos objetivos apresentados.

### 4.1. Análise Inferencial dos Resultados com Dados em Painel

A matriz de correlação, apresentada 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 ao longo do tempo (CONSONI, COLAUTO e LIMA, 2017). 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, confirmando, também, os achados do estudo de Lima e Pereira (2011).

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 da análise da regressão, descobriu-se que a divulgação 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.

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 evidência de informações contábeis. In: 9<sup>o</sup> 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](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](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.
- HALL, 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/basicas-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 comentários 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 *Fleuret* 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.; BENEDITO, 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 radata 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.
- SOUZA, C. B.; SILVA, A. F.; RIBEIRO, M. S. R.; WEFORT, 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.
- SOUZA, 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](http://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.