

# PRINCIPAIS PRÁTICAS DE *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO DAS 100 MAIORES EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO<sup>1</sup>

**Fernando Dal-Ri Murcia**

Universidade de São Paulo  
[murcia@usp.br](mailto:murcia@usp.br)

**Ariovaldo dos Santos**

Universidade de São Paulo  
[arisanto@usp.br](mailto:arisanto@usp.br)

**Resumo** - O objetivo do trabalho é analisar as práticas de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. Para isso, elaborou-se uma métrica composta por seis categorias e 43 subcategorias: ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8). As análises foram realizadas a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP's), do exercício findo em 2007, através da técnica de análise de conteúdo. A amostra totalizou as 100 maiores empresas não-financeiras, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Constata-se que as informações evidenciadas por um maior número de empresas são: exposição cambial (94), identificação dos riscos do negócio (91), discussão do setor (87), demonstração do fluxo de caixa (87) e EBITIDA (86). Três empresas do setor elétrico (Eletrobrás, Light e Coelce), duas empresas do setor de Telecomunicações (Brasil Telecom e Amazônia Celular) e duas empresas do setor de Siderurgia e Metalurgia (CSN e Usiminas) compõem o ranking das empresas com melhores práticas de disclosure. Petrobrás, Vale do Rio Doce e Gol complementam essa lista. A análise setorial evidenciou que as empresas do setor de Auto-indústria e Transporte possuem, em média, as melhores práticas de disclosure.

**Palavras-chave:** disclosure voluntário, companhias abertas, Bovespa.

---

<sup>1</sup> Este artigo foi originalmente apresentado no 9º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. USP. São Paulo, SP., em 30 e 31 de julho de 2009.

## 1 INTRODUÇÃO

O objetivo principal da Contabilidade, o de prover informações úteis a seus usuários, é atingido através da divulgação (disclosure) de demonstrações contábeis (IUDÍCIBUS, 2000). De acordo com Alam (2007), o disclosure é a última fase do ciclo contábil, caracterizado inicialmente pelos processos de reconhecimento e mensuração, que visam prover informações acerca da entidade durante um dado período de tempo.

Segundo o SFAC Nº 1 (FASB, 1978) “o disclosure contábil deve incluir interpretações e explicações com o objetivo de auxiliar os usuários a entender a informação financeira divulgada”. Nota-se, assim, que as práticas de disclosure complementam a função dos números contábeis de prover informações acerca da situação econômico-financeira da companhia (LOPES e ALENCAR, 2008).

Gruning (2008) ressalta que o disclosure corporativo não é limitado às informações financeiras, pois existem também informações relativas a produtos, consumidores, empregados, pesquisa e desenvolvimento, estratégia, governança corporativa, etc. Nessa mesma linha de pensamento, Beaver (1998) ressalta que a evidenciação de informações não financeiras e de informações sobre o futuro da empresa são implicações da adoção de uma abordagem informacional para o disclosure contábil.

Percebe-se que algumas empresas podem complementar o disclosure obrigatório com informações específicas de suas operações que não são requeridas pela lei ou norma. Segundo Diamond (1985), empresas de capital aberto consomem

recursos para divulgar informações para investidores continuamente, mesmo sem obrigatoriedade.

De acordo com Ball (2006), a incorporação de mais informações torna as demonstrações contábeis mais relevantes, gerando vantagens para os investidores e também para outros usuários no processo de formação de contratos. Logo, os gestores podem prover informações além das demonstrações contábeis, via disclosure voluntário, quando considerarem que a divulgação é útil para os usuários externos (FASB, 1978, grifo nosso). De acordo com Meek, Roberts e Gray (1995), o disclosure voluntário é a divulgação de informações que excede o que é recomendado pela lei e representa uma escolha livre (free choice) por parte dos gestores em divulgar informações adicionais para o processo decisório dos usuários.

Dentro desse cenário, o presente trabalho objetiva analisar as principais práticas de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil.

Justifica-se a realização dessa pesquisa dada a importância que a divulgação de informações possui para o bom funcionamento do mercado de capitais, através da diminuição da assimetria informacional, reduzindo os problemas de seleção adversa e risco moral. De acordo com o ex-presidente da Security Exchange Commission (SEC), “o sucesso de um mercado de capitais é diretamente dependente da qualidade das normas contábeis e de disclosure, pois esses fornecem confiança aos investidores de que as demonstrações contábeis são confiáveis” (LEVITT, 1998, p. 80, grifo nosso).

De acordo com Iudícibus, Martins e Gelbcke (1997), a evidenciação detalhada de todas as informações que permitam a

avaliação da situação patrimonial, das mutações desse patrimônio e que possibilitem inferências sobre o futuro é vital para a consecução do objetivo da contabilidade. A idéia é que o disclosure claro e completo possibilita ao usuário maior confiança na tomada de decisão (MALACRIDA; YAMAMOTO, 2006).

O raciocínio é que o disclosure de informações permite uma avaliação dos investimentos de maneira mais precisa, o que, de certa maneira, alocaria os recursos escassos de maneira mais eficaz (WEIL, 2002). De acordo com Orens e Lybaert (2008), como o disclosure reduz a assimetria informacional, investidores e analistas conseguem tomar melhores decisões. Isso ocorre uma vez que a disponibilidade de informações diminui o grau de incerteza dos investidores a respeito dos resultados futuros da empresa (ALENCAR, 2007). Assim, o disclosure de informações relevantes reduz a assimetria informacional e conseqüentemente o risco de se tomar decisões equivocadas (MEDEIROS; QUINTEIRO, 2005), auxiliando os investidores na alocação de seus recursos dentre as diversas opções disponíveis no mercado (BUSHMAN; SMITH, 2001).

Na ótica da governança corporativa, o disclosure pode ser visto como uma atividade que limita transferência de recursos dos controladores para os minoritários na medida em que as torna mais visível (RAFFOUNIER, 1995). Segundo Alam (2007), uma das maneiras de se garantir a proteção aos investidores é a divulgação de informações corporativas.

Dessa forma, nota-se que o disclosure é um importante meio de monitoração dos gestores, de maneira a torná-los mais responsáveis por seus atos (HOPE; DE FRANCO; LAROCQUE, 2008). A idéia subjacente é que mais transparência faz com que os gestores direcionem suas

atividades para o interesse dos investidores (BALL, 2006). De acordo com Bens e Monahan (2004), um disclosure de melhor qualidade aumenta a precisão das informações sobre as decisões operacionais e de investimentos efetuadas pelos gestores.

Dentro dessa linha de raciocínio, o disclosure contábil pode ser visto como uma forma de proteção que os minoritários possuem contra a expropriação dos gestores (LA PORTA et al., 2000). De acordo com Bushman e Smith (2001), o disclosure é um importante elemento da governança corporativa na medida em que permite aos investidores e outras partes externas à empresa monitorar a performance e também os compromissos contratuais.

Finalmente, o disclosure como área de pesquisa abrange, além da Contabilidade, as áreas de Finanças e Economia (VERRECCHIA, 2001). Do mesmo modo, como a divulgação das demonstrações contábeis também é foco da regulação, essa área de pesquisa também interage com o Direito, mais especificamente a regulação contábil.

De acordo com Leuz e Wysocki (2008), o conhecimento das práticas de disclosure pode auxiliar no debate da regulação contábil trazendo inferências acerca dos possíveis efeitos nas empresas, bem como dos possíveis lobbys contra ou a favor da regulação. De acordo com Dye (2001) o estudo do disclosure voluntário torna-se interessante na medida em que fornece insights para o processo de divulgação de informações contábeis como um todo.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Primeiramente, nota-se que o disclosure não deve ser confundido com a informação, já que seu sentido é mais abrangente (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Segundo Gibbins, Richardson e Waterhouse (1990, p. 122) “o disclosure pode ser definido como a divulgação de informações contábeis quantitativas (expressa através de números) ou qualitativas (expressa através de sentenças) comunicada pela empresa pelos canais formais (Ex: demonstrações contábeis) ou informais (site da empresa), que tem como objetivo fornecer informações úteis aos usuários”. Ressalta-se que, para o presente trabalho, os termos ‘evidenciação’, ‘divulgação’, ‘disseminação’ e ‘disclosure’ significam tornar algo evidente, público (no caso, as informações contábeis), e serão tratados como sinônimos.

Percebe-se que o conceito de disclosure está relacionado ao conceito de transparência corporativa, definida por Bushman, Piotroski e Smith (2004) como a disseminação de informação relevante e confiável acerca da performance operacional, performance financeira, oportunidades de investimento, governança, valores, e risco. O raciocínio é de que empresas com melhor disclosure são mais transparentes.

Entretanto, é mister salientar que a transparência corporativa é um caminho (journey) e não um destino (destination) já que nenhuma empresa, de país algum, é inteiramente transparente (ALAM, 2007). Conseqüentemente, o disclosure total de informações (full disclosure) não é observado na prática (LANG; LUNDHOLM, 1992). As teorias e as pesquisas empíricas têm confirmado a intuição de que as empresas não divulgam todas as suas informações (full

disclosure), ou seja, o disclosure é parcial (CORE, 2001).

A idéia é que os benefícios e os custos de se divulgar uma informação de forma voluntária podem levar a um disclosure total, parcial ou nulo (HOSSAIN, 2008). A ausência de custos de divulgação pressupõe completa evidenciação (VERRECCHIA, 2001), mas à medida que os custos aumentam, o disclosure tende a se reduzir (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006). Quando a empresa divulga voluntariamente uma informação, assume-se que os benefícios dessa divulgação superam seus custos (COOKE, 1992; VERRECCHIA, 2001).

Como benefícios do disclosure, podem-se citar: menor custo de capital próprio (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2002; FRANCIS; KRURANA; PEREIRA, 2005; ALENCAR, 2007), menor custo de capital de terceiros (SENGUPTA, 1998; LIMA, 2007), aumento da liquidez das ações da empresa (WELKER, 1995; HEALY; HUNTTON; PALEPU, 1999; LEUZ; VERRECCHIA, 2000; ZHOU, 2004) e aumento do acompanhamento por parte dos analistas (HEALY; HUNTTON; PALEPU, 1999; LANG; LUNDHOLM, 2000).

Contudo, o disclosure voluntário também acarreta custos para a empresa como, por exemplo: custos de preparação e certificação (auditoria) das demonstrações contábeis, custos de oportunidade do pessoal envolvido nesse trabalho (LEUZ; WYSOCKI, 2008), custos de propriedade (VERRECCHIA, 2001), e especificamente no Brasil, os custos de publicação dos balanços no Diário Oficial do Estado e nos jornais de grande circulação.

Outro aspecto importante diz respeito à credibilidade do disclosure voluntário, em razão dos incentivos pessoais dos gestores (HEALY; PALEPU, 2001). Isso

ocorre pois o disclosure voluntário muitas vezes não é auditado, como por exemplo, informações divulgadas no Relatório da Administração. De acordo com Verrecchia (2001) a divulgação verdadeira de informações baseia-se na premissa dos altos custos judiciais e a erosão do nome da empresa associados à manipulação de informação. Healy, Huntton e Palepu (1999), listam dois outros fatores que tendem a fazer com o que o disclosure voluntário seja confiável: a reputação dos gestores e o risco de processos judiciais.

De maneira geral, o fato dos gestores saberem que o disclosure voluntário de hoje será o disclosure obrigatório de amanhã reduz os incentivos para a manipulação, tornando a divulgação voluntária mais confiável (HOULTHAUSEN; WATTS, 2001). Assim, nota-se que o disclosure obrigatório pode ser utilizado para verificar a veracidade do disclosure voluntário em um período futuro (GIGLER; HEMMER, 1998). Segundo Healy e Palepu (2001), evidências empíricas demonstram que investidores percebem o disclosure voluntário como confiável.

### 3 METODOLOGIA

O presente trabalho pode ser classificado como uma pesquisa teórico-empírica de caráter exploratório, que tem como objetivo analisar as práticas de disclosure voluntário das empresas. A descrição dos aspectos metodológicos do presente estudo está dividida em três partes: (i) coleta e análise dos dados, (ii) amostra do estudo e documento para análise, e (iii) limitações do estudo.

### 3.1 Coleta e Análise dos Dados

O primeiro passo para a consecução do objetivo da pesquisa consistiu na avaliação do nível de *disclosure* voluntário das empresas selecionadas. Para isso, utilizou-se a técnica da análise de conteúdo. De acordo com Beretta e Bozzolan (2007), esse é o método mais utilizado nos estudos sobre *disclosure*, pois fornece credibilidade e inferência para análise de acordo com determinado contexto. Essa técnica tem como objetivo estudar de maneira rigorosa e sistemática a natureza das mensagens (KRIPPENDORFF, 1990).

Para a utilização da análise de conteúdo, faz-se necessário a definição de categorias e subcategorias para que o texto possa ser classificado, agrupado, por meio de características em comum das informações analisadas. Isto é, classificam-se as informações similares em categorias a fim de se realizar melhores inferências (BARDIN, 1977). Assim, buscou-se elaborar uma métrica para análise do *disclosure* voluntário das empresas.

Contudo, nota-se que uma das principais dificuldades nos estudos acerca do *disclosure* das empresas é a definição das possíveis informações (itens) que se espera encontrar nas demonstrações contábeis (COOKE, 1989; OWSHU-ANSAH, 1997). Segundo Wallace e Nasser (1995), não existe consenso sobre os itens que deveriam ser selecionados para a construção de uma métrica para avaliar o *disclosure*, sendo que essa decisão geralmente depende do foco da pesquisa.

Buscando-se reduzir a subjetividade na seleção das informações para a composição de uma métrica para avaliar o *disclosure* das empresas brasileiras, o presente trabalho baseou-se em 13 estudos anteriores: Chow e

Wong Boren (1987), Meek, Roberts, Gray (1995), Botosan (1997), Depoers (2000), Hail (2002), Lanzana (2004), Malacrida e Yamamoto (2006), Lima (2007), Alencar (2007), Francis, Nanda e Olsson (2008), Hossain (2008), Morris e Tronnes (2008), Orens e Lybaert (2008). Essa métrica é composta por seis categorias e 43 subcategorias: ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8). O Quadro 1 evidencia a métrica para análise do *disclosure* voluntário das empresas.

Ressalta-se que foi realizado o teste *Alpha de Cronbach* que, de acordo com Martins e Theóphilo (2007), visa mensurar a confiabilidade do instrumento de pesquisa. Segundo Botosan (1997) esse teste avalia a consistência interna da métrica e serve para testar as várias categorias de um índice de *disclosure*. Os resultados confirmaram a validade interna da métrica de *disclosure* voluntário utilizada nessa pesquisa na medida em que o *Alpha de Cronbach* resultou em 0,916 (ou 91,60%).

### 3.2 Amostra do Estudo e Documento para Análise

A amostra, não-probabilística, totalizou as 100 maiores empresas não-financeiras, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). De acordo com Goulart, Lima e Gregório (2006), uma companhia é considerada aberta quando promove a colocação pública de valores mobiliários (ações, debêntures, bônus de subscrição,

notas comerciais, etc.) em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

Considerou-se apropriado excluir as empresas do setor financeiro por possuírem características (ex: total das vendas, endividamento) que não podem ser comparáveis a empresas não-financeiras. De acordo com Cooke (1989), considera-se apropriado excluir da amostra bancos, empresas de seguro e empresas financeiras em geral devido às particularidades de suas operações.

O *disclosure* voluntário das empresas foi analisado a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), do exercício findo em 2007, disponíveis no website da BOVESPA. A escolha das demonstrações contábeis como fonte de análise do *disclosure* voluntário baseou-se em duas justificativas: relevância para os usuários e comparabilidade entre empresas.

A relevância resulta da importância no processo de comunicação entre a empresa e seus stakeholders, já que as demonstrações contábeis são geralmente consideradas como o mais importante meio de comunicação das informações empresariais para os investidores (HAIL, 2002; BRAVO; ABAD; TROMBETTA, 2008). Já a comparabilidade decorre do fato de que todas as empresas de capital aberto são obrigadas a enviar as DFPs à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Do mesmo modo, devido a sua formalização estrutural, as demonstrações contábeis são de mais fácil comparação (HAIL, 2002).

PRINCIPAIS PRÁTICAS DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DAS 100 MAIORES EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO	Fernando Dal-Ri Murcia Ariovaldo dos Santos
--	--

<b>Categoria</b>	<b>Subcategoria</b>
<b>Ambiente de Negócios</b>	Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerra) Discussão do setor em que a empresa atua Discussão da concorrência Relacionamento com fornecedores Satisfação dos clientes <i>Market share</i> Identificação dos riscos do negócio Exposição cambial
<b>Atividade Operacional</b>	Narrativa da história da empresa Estrutura organizacional Aspectos tecnológicos da atividade operacional Informações por segmento ou linha de negócio Utilização da capacidade produtiva Indicadores de eficiência Quantidades produzidas e/ou serviços prestados Unidades vendidas
<b>Aspectos Estratégicos</b>	Objetivos, planos e metas futuras da empresa Perspectiva de novos investimentos Principais mercados de atuação Perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar Política de reinvestimento dos lucros Pesquisa e desenvolvimento Discussão da qualidade dos produtos e serviços Preço dos produtos e serviços da empresa
<b>Informações Financeiras</b>	Correção monetária Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC) Informações contábeis em US GAAP ou IFRS Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV) Preço ou valorização das ações por tipo (ON, PN) Valor de mercado Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)
<b>Índices Financeiros</b>	Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA) Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca) Indicadores de endividamento (PL - Passivo, PC-PELP) EBITDA
<b>Governança Corporativa</b>	Principais práticas de governança corporativa Composição do conselho fiscal Composição do conselho de administração Identificação dos principais administradores Remuneração dos administradores Remuneração dos auditores Principais acionistas Relacionamento com os investidores

Quadro 1 – Métrica para avaliação do disclosure voluntário

### 3.3 Amostra do Estudo e Documento para Análise

A amostra, não-probabilística, totalizou as 100 maiores empresas não-financeiras, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). De acordo com Goulart, Lima e Gregório (2006), uma companhia é considerada aberta quando promove a colocação pública de valores mobiliários (ações, debêntures, bônus de subscrição, notas comerciais, etc.) em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

Considerou-se apropriado excluir as empresas do setor financeiro por possuírem características (ex: total das vendas, endividamento) que não podem ser comparáveis a empresas não-financeiras. De acordo com Cooke (1989), considera-se apropriado excluir da amostra bancos, empresas de seguro e empresas financeiras em geral devido às particularidades de suas operações.

O disclosure voluntário das empresas foi analisado a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs), do exercício findo em 2007, disponíveis no website da BOVESPA. A escolha das demonstrações contábeis como fonte de análise do disclosure voluntário baseou-se em duas justificativas: relevância para os usuários e comparabilidade entre empresas.

A relevância resulta da importância no processo de comunicação entre a empresa e seus stakeholders, já que as demonstrações contábeis são geralmente consideradas como o mais importante meio de comunicação das informações empresariais para os investidores (HAIL, 2002; BRAVO; ABAD; TROMBETTA, 2008). Já a comparabilidade decorre do fato de que todas as empresas de capital aberto são obrigadas a enviar as DFPs à Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Do mesmo modo, devido a sua

formalização estrutural, as demonstrações contábeis são de mais fácil comparação (HAIL, 2002).

### 3.4 Limitações da Pesquisa

De acordo com Ball e Foster (1982), pesquisadores empíricos necessitam aceitar o relativo alto grau de incerteza existente nas escolhas que realizam em suas pesquisas, principalmente nas variáveis utilizadas, nos aspectos metodológicos e também nas inferências que podem ou não ser realizadas, na medida em que todas as pesquisas são simplificações.

Primeiramente, com relação ao procedimento de coleta de dados, é mister que a análise de conteúdo opera entre dois pólos: rigor da objetividade e fertilidade da subjetividade (BARDIN, 1977). Assim, a decisão acerca da presença ou não de determinada informação nas demonstrações contábeis envolve uma subjetiva inerente, que muitas vezes baseia-se na percepção daquele que está coletando os dados.

Nota-se também que a construção da métrica para avaliação do disclosure envolve o julgamento do pesquisador (HEALY; PALEPU, 2001). Assim, apesar do presente trabalho se basear em diversos estudos anteriores, o processo de seleção das informações pode ter sido influenciado pelo viés dos autores.

Com relação ao documento para análise do disclosure, embora as demonstrações contábeis sejam a principal fonte de divulgação das informações corporativas, outros canais de comunicação alternativos também contribuem para a redução da assimetria informacional (MENINI, 2008).

Finalmente, analisou-se apenas as companhias abertas não-financeiras, no exercício findo em 2007. Nesse sentido,



PRINCIPAIS PRÁTICAS DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DAS 100 MAIORES EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO	Fernando Dal-Ri Murcia Ariovaldo dos Santos
---	--

os resultados não devem ser generalizados.

#### 4 RESULTADOS

Essa seção destina-se a apresentar os resultados. O disclosure voluntário das empresas é analisado de acordo com as categorias (ambiente de negócios, atividade operacional, aspectos estratégicos, informações financeiras,

índices financeiros e governança corporativa.), sendo que também são apresentados rankings por empresas e setores.

A primeira categoria trata de aspectos relacionados ao ambiente de negócios em que a empresa opera, que inclui informações acerca dos clientes, concorrentes, fornecedores, setor de atuação, etc. A Tabela 1 ilustra o número de empresas que evidenciaram informações relativas ao ambiente de negócios.

**Tabela 1 – Informações acerca do Ambiente de Negócios**

Ambiente de Negócios	Nº Empresas
Efeitos dos eventos econômicos na empresa (taxa de juros, inflação, crises, guerra)	71
Discussão do setor em que a empresa atua	87
Discussão da concorrência	16
Relacionamento com fornecedores	15
Satisfação dos clientes	16
<i>Market Share</i>	29
Identificação dos riscos do negócio	91
Exposição cambial	94

Nota-se que o item mais evidenciado trata da exposição cambial das empresas. A Parmalat, por exemplo, mencionou que em 31 de dezembro de 2007 não apresentava endividamento em moeda estrangeira. No entanto, ressaltou que “variações nas taxas de câmbio podem afetar marginalmente a receita de venda de produtos lácteos, sendo que no exercício de 2007, aproximadamente 5,74% (2,28% em 2006) da receita operacional bruta, consolidada, foi proveniente de exportações”.

O segundo item com o maior número de menções foi a identificação dos riscos do negócio, como por exemplo, o risco de crédito. A Açúcar Guarani declarou que em 31 de março de 2008, os três principais clientes representam 20,9% das contas a receber da empresa. Para minimizar seu risco de crédito frente à

concentração existente, “a Companhia adota a estratégia de monitoramento periódico da performance financeira e de pontualidade nos recebimentos para seus principais clientes. Nos demais casos, a Administração da Companhia entende ser reduzido seu risco em virtude da diversificação da carteira e dos demais procedimentos de controle referentes ao monitoramento dos créditos com liquidação duvidosa”.

A segunda categoria do grupo de práticas de disclosure econômico trata de informações acerca da atividade operacional das empresas que incluem aspectos de produção, eficiência, tecnologia, etc. A Tabela 2 apresenta os resultados das análises.

PRINCIPAIS PRÁTICAS DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DAS 100 MAIORES EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO	Fernando Dal-Ri Murcia Ariovaldo dos Santos
---	--

**Tabela 2 – Informações sobre a Atividade Operacional**

Atividade Operacional	Nº Empresas
Narrativa da estória da empresa	22
Estrutura organizacional	04
Aspectos tecnológicos da atividade operacional	44
Informações por segmento ou linha de negócio	70
Utilização da capacidade produtiva	20
Indicadores de eficiência	48
Quantidades produzidas e/ou serviços prestados	42
Unidades vendidas	76

Nota-se que apenas quatro empresas (Amazônia Celular, Marfrig, Petrobrás e Ponto Frio) evidenciaram informações acerca de sua estrutura organizacional. Por outro lado, a grande maioria das empresas fez menção ao número de unidades comercializadas. Do mesmo modo, mais de dois terços das empresas também evidenciaram informações por linha de negócios ou segmentos, sendo que algumas delas, como é o caso da Eletrobrás, evidenciaram a Demonstração do

Resultado por Segmento de acordo com a norma norte-americana de Contabilidade SFAS-131 emitida pelo *Financial Accounting Standards Board*.

Percebe-se também que as demonstrações contábeis apresentam informações estratégicas das empresas como, por exemplo, suas metas, perspectivas de novos investimentos e novos mercados de atuação. A Tabela 3 evidencia os resultados da subcategoria Informações Estratégicas.

**Tabela 3 – Informações Estratégicas**

Aspectos Estratégicos	Nº Empresas
Objetivos, planos e metas da empresa	67
Perspectiva de novos investimentos	39
Principais mercados de atuação	68
Perspectivas de novos mercados que a empresa pretende atuar	30
Política de reinvestimento dos lucros	57
Pesquisa e desenvolvimento	42
Discussão da qualidade dos produtos e serviços	44
Preço dos produtos e serviços da empresa	32

Aproximadamente dois terços das empresas analisadas evidenciaram informações acerca dos seus objetivos, planos e metas. Contudo, apenas 39 empresas informaram os usuários das demonstrações contábeis sobre perspectiva de novos investimentos, como foi o caso da Braskem, a qual mencionou que “os investimentos programados para 2008 devem atingir R\$ 1,3 bilhão, incluindo as paradas

programadas para manutenção na Copesul em abril e na Unidade de Camaçari em maio”.

Adicionalmente, algumas empresas também optam por evidenciar informações de natureza financeira, não-obrigatória. A Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC), por exemplo, que se tornou obrigatória com a aprovação da Lei 11.638/07 foi divulgada de forma espontânea por 87 empresas nas

PRINCIPAIS PRÁTICAS DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DAS 100 MAIORES EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO	Fernando Dal-Ri Murcia Ariovaldo dos Santos
---	--

demonstrações contábeis do exercício findo em 31 de dezembro de 2007. A Tabela 4 apresenta a quantidade de

empresas que evidenciaram informações de caráter financeiro de maneira voluntária.

**Tabela 4 – Informações Financeiras**

Informações Financeiras	Nº Empresas
Correção monetária	01
Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)	87
Informações contábeis em US GAAP ou IFRS	15
Informações detalhada sobre os custos dos produtos, serviços (CMV, CPV)	37
Preço ou valorização das ações por tipo	52
Valor de mercado	17
Projeções (fluxo de caixa, vendas, lucros)	03

Apenas uma empresa, a Companhia Vale do Rio Doce, publicou balanços em correção monetária. Com relação à publicação de informações de acordo com normas internacionais de contabilidade, a Grendene divulgou a conciliação entre o resultado do exercício e o patrimônio líquido em BR GAAP e IFRS. Já a Gol Linhas Aéreas, informou que em “31 de dezembro de 2007, o resultado do exercício, apurado de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, é maior em R\$166.014 (R\$126.120 em 31 de dezembro de 2006) e o patrimônio líquido apresentado nas

demonstrações financeiras societárias da Companhia é maior em R\$ 35.729 (menor em R\$ 126.424 em 31 de dezembro de 2006) em comparação com as demonstrações financeiras elaboradas de acordo com os US GAAP”.

Ressalta-se que ainda é incipiente o número de empresas que divulgam projeções futuras, seja de receita, lucro ou fluxo de caixa, em suas demonstrações contábeis. Por outro lado, a grande maioria das empresas divulga algum tipo de indicador financeiro, conforme ilustra a Tabela 5.

**Tabela 5 – Índices Financeiros**

Índices Financeiros	Nº Empresas
Indicadores de rentabilidade (ROE, ROA)	19
Indicadores de liquidez (liquidez corrente, liquidez seca)	07
Indicadores de endividamento (PL/Passivo, PC/PELP)	62
EBTIDA	86

Apesar da maioria das empresas divulgar o EBITDA, notou-se a falta de padronização no cálculo desse indicador. Aparentemente o EBITDA, chamando de LAJIDA no cenário nacional, seria o Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização. Contudo, nota-se que algumas empresas também consideram no cálculo do indicador as

provisões para contingências, despesas de *leasing*, despesas de equivalência patrimonial, dividendos e juros sobre capital próprio recebidos, etc. Do mesmo modo, algumas empresas apresentam o indicador, mas não mencionam como ele foi computado. Obviamente, isso prejudica a comparação entre as empresas, podendo confundir usuários.

PRINCIPAIS PRÁTICAS DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DAS 100 MAIORES EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO	Fernando Dal-Ri Murcia Ariovaldo dos Santos
---	--

Finalmente, nota-se que os balanços das empresas analisadas também apresentam informações sobre

governança corporativa, conforme demonstra a Tabela 6.

**Tabela 6 – Informações sobre Governança Corporativa**

Governança Corporativa	Nº Empresas
Práticas de governança corporativa	55
Composição do conselho fiscal	14
Composição do conselho de administração	24
Identificação dos principais administradores	28
Remuneração dos administradores	52
Remuneração dos auditores	12
Principais acionistas	47
Relacionamento com os investidores	33

Mais da metade das empresas evidencia informações sobre suas práticas de governança corporativa. As Lojas Americanas, por exemplo, destacaram o “compromisso de conceder *tag along* integral (100%) às ações ordinárias e preferenciais da Companhia, garantindo a todos os acionistas tratamentos igualitários no caso de troca de controle da Companhia, sendo assegurado o direito de vender suas ações nas mesmas condições negociadas pelos controladores”.

Por outro lado, poucas empresas evidenciam o valor gasto com serviços de auditoria, sendo que a maioria limita-se

apenas a divulgar que existe independência no serviço de auditoria independente, requisito exigido pela instrução CVM 381/03.

As análises também possibilitaram identificar as empresas com maiores e menores níveis de *disclosure*. É mister ressaltar que “maior nível de *disclosure*” para esse trabalho significa divulgar o maior número de informações de acordo com a métrica apresentada. Com base nesse critério foi possível ordenar as empresas. A Tabela 7 apresenta o *ranking* das empresas com melhor e pior *disclosure* voluntário.

**Tabela 7 – Empresas com Maiores e Menores Níveis de Disclosure Voluntário**

Ranking	Empresas	Itens	Ranking	Empresas	Itens
1º	Petrobrás	36	91º	Whirpool	10
2º	Usiminas	30	92º	Cauê	9
3º	Eletrobrás	29	93º	Magnesita	
4º	CSN		94º	Itautec	
5º	Vale		95º	Suzano Petroquímica	
6º	Amazônia Celular	27	96º	Vicunha	8
7º	Gol		97º	Panvel	6
8º	Light		98º	Parmalat	
9º	Brasil Telecom	26	99º	Vigor	5
10º	Coelce	25	100º	Yara Brasil	

PRINCIPAIS PRÁTICAS DE DISCLOSURE VOLUNTÁRIO DAS 100 MAIORES EMPRESAS LISTADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO	Fernando Dal-Ri Murcia Ariovaldo dos Santos
---	--

Três empresas do setor elétrico (Eletrobrás, Light e Coelce), duas empresas do setor de Telecomunicações (Brasil Telecom e Amazônia Celular) e duas empresas do setor de Siderurgia e Metalurgia (CSN e Usiminas) compõem o ranking das empresas com melhores práticas de disclosure voluntário. Duas das maiores empresas brasileiras de acordo com valor de mercado, Petrobrás e Vale do Rio Doce, também compõem essa lista.

Por outro lado, as empresas com piores práticas de disclosure evidenciaram 10 itens ou menos dos 43 relacionados na métrica. Isso demonstra que existe grande variabilidade na divulgação de informações das empresas no Brasil.

Buscou-se também realizar uma análise setorial com objetivo de verificar quais setores possuíam um melhor e pior disclosure. Salienta-se que para a composição desse ranking trabalhou-se com a média das empresas.

**Tabela 8 – Ranking do Disclosure por Setor**

Ranking	Setor	Disclosure Voluntário
1º	Auto-indústria e Transporte	23
2º	Telecomunicações	22
3º	Elétrico	20
4º	Energia	20
5º	Siderurgia, Metalurgia e Mineração	20
6º	Papel e Celulose	19
7º	Serviços	19
8º	Outros*	17
9º	Atacado	14
10º	Química e Petroquímica	14
11º	Bens de Consumo	14
12º	Têxteis	13
13º	Varejo	13
14º	Indústria Digital e Eletroeletrônico	11

Nota-se que as empresas do setor de Auto-indústria e Transporte (Embraer, Gol, Localiza, Mahle, Marcopolo e Randon) possuem, em média, as melhores práticas de *disclosure* voluntário. Contudo, é mister ressaltar que esses resultados são sensíveis ao número de empresas em cada setor.

abertas no Brasil. Justifica-se a realização do estudo dada a importância que a divulgação de informações possui para o bom funcionamento do mercado de capitais, através da diminuição da assimetria informacional, problemas de seleção adversa e risco moral. Do mesmo modo, a pesquisa acerca do *disclosure* voluntário também fornece *insights* para a regulação.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa teve como objetivo analisar as principais práticas de *disclosure* voluntário das companhias

Uma das principais contribuições da pesquisa foi a elaboração de uma métrica para avaliar o *disclosure* voluntário das empresas, composto por seis categorias e 43 subcategorias: ambiente de negócios (8), atividade

operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8). Para isso, o presente trabalho baseou-se nos estudos de Chow e Wong Boren (1987), Meek, Roberts e Gray (1995), Botosan (1997), Depoers (2000), Hail (2002), Lanzana (2004), Malacrida e Yamamoto (2006), Lima (2007), Alencar (2007), Francis, Nanda e Olsson (2008), Hossain (2008), Morris e Tronnes (2008), Orens e Lybaert (2008).

Dentre os principais resultados do trabalho destacam-se:

- Os itens evidenciados por um maior número de empresas são: exposição cambial (94), identificação dos riscos do negócio (91), discussão do setor (87), Demonstração do Fluxo de Caixa (87) e EBITDA (86).
- Apenas uma empresa (Vale do Rio Doce) publicou balanços em correção monetária integral. Os outros itens menos evidenciados pelas empresas são: projeções de fluxo de caixa, vendas ou lucro (3), estrutura organizacional (4) e indicadores de liquidez (7).
- Três empresas do setor elétrico (Eletrobrás, Light e Coelce), duas empresas do setor de Telecomunicações (Brasil Telecom

e Amazônia Celular) e duas empresas do setor de Siderurgia e Metalurgia (CSN e Usiminas) compõem o *ranking* das empresas com melhores práticas de *disclosure* voluntário. As duas maiores empresas brasileiras de acordo com valor de mercado, Petrobrás e Vale do Rio Doce, além da Gol Linhas Aéreas, também compõem essa lista.

- A análise setorial evidenciou que as empresas do setor de Auto-indústria e Transporte possuem, em média, as melhores práticas de *disclosure* voluntário.

Finalmente, constata-se uma grande heterogeneidade no *disclosure* das empresas analisadas. Algumas empresas divulgam uma vasta gama de informações enquanto que outras possuem demonstrações contábeis que basicamente se registrem a cumprir o que é exigido pela lei, divulgando poucas informações de maneira voluntária. Ressalta-se que o presente trabalho se limitou a verificar a existência ou não de determinado item, sendo que não foi realizada uma análise qualitativa das informações.

## REFERÊNCIAS

ALAM, Jahangir. **Financial disclosure in developing countries with special reference to Bangladesh**. Ph.D Dissertation – University of Ghent, Bélgica, Dezembro de 2007. Disponível em: <[http://www.feb.ugent.be/fac/research/Proefschriften/Abstracts/Jahangir\\_abstract\\_eng.pdf](http://www.feb.ugent.be/fac/research/Proefschriften/Abstracts/Jahangir_abstract_eng.pdf)>. Acesso em 18 de setembro de 2008.

ALENCAR, Roberta. **Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro**. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

BALL, Ray. International Financial Reporting Standard (IFRS): Pros e cons for investors. **Journal of Business Research**, v. 36, p. 5-27, 2006.

BALL, Ray; FOSTER, George. Corporate financial reporting: A methodological view of empirical research. **Journal of Accounting Research**, v. 20, p. 161-234, 1982.

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. Lisboa: Edições 70, 1977.

BEAVER, William. **Financial reporting: an accounting revolution**. New Jersey: Prentice Hall, 1998.

BENS, Daniel; MONAHAN, Steven. Disclosure quality and excess value of diversification. **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 691-730, 2004.

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

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

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

BUSHMAN, Robert; PIOTROSKI, Joseph; SMITH, Abbie. What determines corporate transparency. **Journal of Accounting Research**, v. 42, p. 1-53, 2004.

BUSHMAN, Robert; SMITH, Abbie. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.

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

COOKE, Terence E. Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. **Accounting and Business Research**, v. 19, p. 113-124, 1989.

COOKE, Terence E. The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations. **Accounting and Business Research**, v. 22, p. 229-237, 1992.

CORE, John. A review of empirical disclosure literature: Discussion. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 441-456, 2001.

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

DIAMOND, Douglas. Optimal release of informations by firms. **Journal of Finance**, v. 40, p. 1071-1094, 1985.

DYE, Ronald. An evaluation of ‘essays on disclosure’ and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 181-235, 2001.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD (FASB). **Objectives of financial reporting by business enterprises**. Novembro de 1978.

FRANCIS, Jere; KHURANA, Inder; PEREIRA, Raynolde. Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. **The Accounting Review**, v. 80, p. 1125-1162, 2005.

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

GIBBINS, Michael; RICHARDSON, Alan; WATERHOUSE, John. The management of corporate financial disclosure: Opportunism, ritualism, policies and process. **Journal of Accounting Research**, v. 28, p. 121-143, 1990.

GIGLER, Frank; HEMMER, Thomas. On the frequency, quality and informational role of mandatory financial reports. **Journal of Accounting Research**, v. 36, p. 99-114, 1998.

GOULART, André; LIMA, Gerlando, GREGÓRIO, Jaime. Mercado de renda variável. In: LIMA, Iran; LIMA, Gerlando; PIMENTEL, René. **Curso de mercado financeiro: Tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006.

GRUNING, Michael. Capital markets implications of corporate disclosure: German evidence. In: **European Accounting Association Annual Congress**, 31, 2008, Rotterdam.

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

HEALY, Paul; HUNTTON, Amy; PALEPU, Krishna. Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure. **Contemporary Accounting Research**, v. 16, p. 485-520, 1999.

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

HOPE, Ole-Kristian; DE FRANCO, Gus; LAROCQUE, Stephanie. Disclosure and monitoring: The effects of management earnings forecasts on the pay-performance relation. In: **European Accounting Association Annual Congress**, 31, 2008, Rotterdam.

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

HOULTHAUSEN, Robert; WATTS, Ross. The relevance of value-relevance literature for financial accounting standard setting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 3-75, 2001.

IUDÍCIBUS, Sérgio. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

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

KRIPPENDORFF, Klaus. **Metodología de análisis de contenido: teoría y práctica**. Barcelona: Paidós Comunicación, 1990.



LA PORTA, Rafael; LOPES-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of Financial Economics**, v. 58, p. 3-27, 2000.

LANG, Mark; LUNDHOLM, Russell. An empirical assessment of voluntary disclosure theory. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Junho, 1992. Acesso em 22 de Agosto de 2008.

LANG, Mark; LUNDHOLM, Russell. Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock. **Contemporary Accounting Research**, v. 17, p. 623-662, 2000.

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

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

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

LEVITT, Arthur. The importance of high quality accounting standards. **Accounting Horizons**, v. 12, p. 79-82, 1998.

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

LOPES, Alexsandro; ALENCAR, Roberta. Disclosure and cost of equity capital in emerging markets: The Brazilian case. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Janeiro, 2008. Acesso em 15 de Setembro de 2008.

MALACRIDA, Mara; YAMAMOTO, Marina. Governança corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças**, Edição Comemorativa, p. 65-79, 2006.

MARTINS, Gilberto; THEOPHILO, Carlos. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. São Paulo: Atlas, 2007.

MEDEIROS, Otávio; QUINTEIRO, Luis. Disclosure of accounting information and stock return volatility in Brazil. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Outubro, 2005. Acesso em 11 de Setembro de 2008.

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

MENINI, Andrea. Press coverage and disclosure quality. In: **European Accounting Association Annual Congress**, 31, 2008, Rotterdam.

MORRIS, Richard D. Morris, TRONNES, Per Christen. The determinants of voluntary strategy disclosure: An international comparison. In: **American Accounting Association Annual Meeting**, 2008, Anaheim.

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

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

RAFFOURNIER, Bernard. The determinants of voluntarily disclosure by Swiss listed companies. **European Accounting Review**, v. 4, p. 261-280, 1995.

SENGUPTA, Partha. Corporate disclosure quality and the cost of debt. **The Accounting Review**, v. 73, p. 459-474, 1998.

VERRECCHIA, Robert. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 22, p. 97-180, 2001.

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

WEIL, David. The benefits and costs of transparency: A model of disclosure based regulation. **Social Science Research Network**. Disponível em: <www.ssrn.com>. Julho, 2002. Acesso em 22 de Agosto de 2008.

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

YAMAMOTO, Marina; SALOTTI, Bruno. **Informação contábil**: Estudos sobre sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

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

==== RC&C ====