

O CONTEÚDO INFORMACIONAL DO RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO E O COMPORTAMENTO DA INFORMAÇÃO DE EMPRESAS BRASILEIRAS NOS DIVERSOS NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Sonia Raifur Kos

Mestre em Contabilidade
Universidade Estadual do Centro Oeste – UNICENTRO
Rua Presidente Zacarias, 875 Santa Cruz
85010-990 - Guarapuava, PR - Caixa-Postal: 730
soniarkos@hotmail.com (42) 91015401

Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo

Doutora em Contabilidade
Universidade Federal do Paraná – UFPR
Av. Prefeito Lothário Meissner, 3400 Jardim Botânico
80210-170 - Curitiba, PR
marciabortolucci@ufpr.br (41) 33604417

Léo Raifur

Mestre em Contabilidade
Universidade Estadual do Centro Oeste - UNICENTRO
Rua Presidente Zacarias, 875 Santa Cruz 85010-990
Guarapuava, PR - Caixa-Postal: 730
raifur@yahoo.com.br (42) 91338120

RESUMO

A divulgação de informações contábeis tem papel fundamental no funcionamento do mercado de capitais. Os escândalos envolvendo corporações como Enron, Tyco, Worldcom, Parmalat entre outras, tornaram frágil um dos alicerces indispensáveis no relacionamento entre a empresa e o investidor: a credibilidade. O objetivo desse estudo é verificar se existe alteração no enfoque das informações apresentadas no Relatório da Administração (RA) considerando os níveis diferenciados de Governança Corporativa em virtude do desempenho. O enfoque informacional, variável dependente do estudo, foi construído qualitativamente por meio da análise de conteúdo, a qual identificou dez ênfases: Operacional, Fluxo de Caixa, Resultado, Faturamento, Conjuntura Econômica, Mercado, Responsabilidade Socioambiental, Governança Corporativa, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos. O desempenho, variável independente, foi calculado por meio de sete indicadores sugeridos por Lyra e Corrar (2009): Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, Rentabilidade sobre o Ativo, Liquidez Corrente, Endividamento, Crescimento das Vendas, Margem Líquida e Giro do Ativo. Duas hipóteses foram definidas: (i) se existe variação no enfoque informacional do RA em empresas com e sem Governança Corporativa; e (ii) se existe variação no enfoque informacional do RA entre os níveis de Governança Corporativa. Por meio da Regressão com Dados em Painel as hipóteses foram testadas e de acordo com a análise dos dados, todas foram confirmadas.

Palavras-chave: Relatório da Administração; Enfoque Informacional; Desempenho e Governança Corporativa.

Área Temática: Contabilidade para Usuários Externos.

1 INTRODUÇÃO

A constante competição e a sustentabilidade das empresas têm gerado pressões sobre a gestão dos investimentos e sobre as relações com os diversos *stakeholders*, implicando a adoção de boas práticas de Governança Corporativa. Essas práticas incentivam a redução da assimetria informacional, gerando expectativa que as empresas se tornem cada vez mais transparentes (LIMA, 2007, p.5).

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2004) comenta que a estrutura de Governança Corporativa deve assegurar divulgação oportuna e precisa de todos os fatos relevantes referentes à empresa. Percebe-se que a evidenciação e transparência consubstanciam-se no ponto forte da Governança Corporativa.

A argumentação que embasa essa pesquisa relaciona-se com a afirmação apresentada por Iudícibus (2004, p. 128), quando comenta sobre o Relatório da Administração, afirmando que:

Essas evidenciações são de relativa importância, desde que não sejam auditadas ou não estejam sujeitas à revisão do auditor, pois normalmente são enviadas pelo lado do otimismo inconsequente, sendo comuns frases como estas: “Confiamos que continuaremos a apresentar um desenvolvimento favorável de nossas operações no futuro”, e outras do gênero. Embora deva ser encarado com cautela, esse tipo de evidenciação não deixa de ser interessante, por apresentar indícios de políticas da empresa que podem auxiliar o usuário a formar uma tendência.

A questão da Governança Corporativa também merece atenção, uma vez que segundo IBGC (2011) as empresas pertencentes a esse grupo precisam divulgar informações de forma clara, transparente e segura, pois a transparência nas ações e na divulgação das informações oferece à entidade a possibilidade de estar entre as organizações aderentes à política da Governança Corporativa. O estudo de Murcia e Santos (2009, p.12) conclui que as empresas com melhor governança corporativa tendem a apresentar maior nível de *Disclosure* voluntário de informações. Schvirck e Gasparetto (2011) ratificam a conclusão dos autores supracitados, pois identificaram em sua pesquisa que as companhias com maior nível de governança tendem a ter mais disposição à divulgação voluntária.

Conforme demonstrado, uma das formas de se evidenciar as informações aos usuários é por meio dos Relatórios da Administração - RAs, que são produzidos pelos administradores e apresentam a visão destes sobre a empresa. Contudo há de se ter cautela com o otimismo exagerado mencionado por Iudícibus (2004). Nesse sentido surge a seguinte questão norteadora da presente investigação: Existe diferença no enfoque informacional do Relatório de Administração nos diversos níveis de Governança Corporativa em função do desempenho?

O objetivo do estudo é verificar se existe alteração no enfoque das informações apresentadas no Relatório da Administração, em virtude de variação no desempenho da empresa, tomando como base o comportamento da informação entre empresas considerando os níveis diferenciados de Governança Corporativa. Para tanto, foram seguidas as seguintes etapas: a) escolha dos indicadores de desempenho a serem utilizados no estudo; b) definição dos enfoques informacionais mais evidentes nos Relatórios da Administração, por meio da sua leitura prévia; c) identificação das expressões que remetem a cada um dos enfoques definidos; d) submissão das informações dos Relatórios da Administração a análise de conteúdo, por meio da infometria; e) avaliação, a partir de dados levantados, se o enfoque da informação sofre

alteração em virtude do desempenho, considerando níveis diferenciados de Governança Corporativa.

A Governança Corporativa tem sido amplamente discutida em virtude da proteção dos direitos dos acionistas, de forma com que estes obtenham retorno adequado dos seus investimentos (SILVEIRA 2002; OKIMURA, 2003; SALMASI, 2007). No Brasil, um dos principais problemas da governança é o conflito de agência existente entre acionista majoritário e minoritário em virtude da alta concentração de propriedade. Portanto espera-se que quanto maior o nível de Governança Corporativa, mais evidenciação a empresa faça. Não obstante, a evidenciação (*disclosure*) é um dos pilares que embasam a Governança Corporativa, juntamente com a equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e obediência e cumprimento das leis (*compliance*) (IBGC, 2009).

2 EVIDENCIAÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

O usuário da informação contábil necessita de informações que o auxiliem no processo decisório. Uma pesquisa de opinião realizada por Eccles et al. (2001, p. 189) citado por Lima (2007, p. 6) demonstra que cinco pontos foram apontados como sendo os maiores benefícios de uma melhor evidenciação: aumento da credibilidade dos gestores; mais investidores de longo prazo; maior monitoramento por parte dos acionistas; acesso de novos capitais em virtude da diminuição do custo de capital; e melhor avaliação dos preços das ações.

Iudícibus (2004, p. 124) apresenta que com relação à quantidade de evidenciação, muitas expressões têm sido usadas: alguns mencionam a evidenciação adequada (*adequate disclosure*), há aqueles que tratam de evidenciação justa (*fair disclosure*) e outros ainda em evidenciação plena (*full disclosure*). Segundo o autor supracitado, na prática, esses termos não tem diferença, visto que o usuário precisa simultaneamente de informação adequada, justa e completa. Nesse sentido, a empresa precisa divulgar somente e todas as informações necessárias. Para que informações desnecessárias não sejam publicadas é preciso levar em consideração as características da materialidade e relevância. Hendriksen e Van Breda (2007, p. 511) defendem que para que haja divulgação apropriada é preciso que três questões sejam respondidas inicialmente: Para quem? Qual a finalidade? Quanta informação deve ser divulgada? Além disso, a questão de como e quando a informação é divulgada também é relevante.

O Relatório da Administração (RA) trata-se de um instrumento utilizado para evidenciação da informação corporativa. O RA é um documento onde normalmente são divulgadas informações não financeiras que podem interferir nas operações das empresas: expectativas com relação ao futuro, planos de crescimento da empresa, gastos a efetuar no orçamento de capital ou em pesquisas e desenvolvimento, bem como explicações sobre o resultado atingido, seja ele positivo ou não. Algumas informações desse relatório podem ser enviesadas pelo lado do otimismo inconsequente. Embora devam ser observadas com cautela, essas informações são importantes por apresentarem indícios da política da empresa que podem ajudar o usuário a identificar tendências sobre o seu comportamento, bem como possíveis resultados futuros. (IUDÍCIBUS, 2004, p. 128). Assim como os demais relatórios que a empresa divulga, o Relatório da Administração também segue normalização específica. A CVM apresenta algumas instruções sobre o que deve ser apresentado nesse tipo de relatório. As orientações foram determinadas nos Pareceres de Orientação 15/87, 17/89, 18/90, 24/92, Instrução 319/99, 381/03, Deliberação 488/05 e Lei 6.404/76.

Respalhando tais considerações, a literatura existente considera que evidenciação ou *Disclosure* é um fenômeno que pode ser considerado complexo, porém

a teoria pode proporcionar uma explicação parcial (HOPE, 2003). Verrecchia (2001, p. 99) apresenta em seu trabalho a categorização dos diversos modelos que tratam da teoria da divulgação, propondo uma taxonomia a qual engloba três categorias amplas de pesquisa sobre divulgação em Contabilidade:

- Pesquisa sobre divulgação baseada em associação (*association-based disclosure*);
- Pesquisa sobre divulgação baseada em julgamento (*discretionary-based disclosure*);
- Pesquisa sobre divulgação baseada em eficiência (*efficiency-based disclosure*).

A primeira categoria (*association-based disclosure*) tem como objetivo principal investigar a relação ou associação entre a divulgação e a forma como os investidores percebem a informação, os quais competem no mercado de capitais como indivíduos que visam maximizar a sua riqueza. Esse tipo de pesquisa pode ter como base a Hipótese de Mercado Eficiente (FAMA, 1991) e ser operacionalizada por meio de estudos de Eventos (MACKINLAY, 1997). Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável exógena e *ex post*, ou seja, o efeito provém de causas externas e depois da divulgação.

A segunda categoria (*discretionary-based Disclosure*) é identificada nas pesquisas que apresentam quais os motivos da divulgação, ou seja, procura verificar o que leva os gestores e/ou as empresas a divulgar ou não determinadas informações. Nesse caso, as informações são divulgadas para seu maior e, talvez único, consumidor representativo: o mercado de capitais. As pesquisas questionam os motivos da divulgação ou não de determinada informação, ou seja, assumem que a administração pode optar entre divulgar ou não alguma informação. Nessa categoria enquadram-se os Relatórios da Administração; visto que esse relatório não é auditado, ele pode ser elaborado de acordo com o julgamento dos gestores, informando aquilo que eles julguem importante ou necessário. Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável endógena e são verificados seus efeitos *ex post*, ou seja, o efeito é proveniente de causas internas e depois da divulgação.

A terceira categoria (*efficiency-based Disclosure*) tem como enfoque pesquisas que enfatizam o tipo de configuração de divulgação preferida, na ausência de conhecimento passado sobre a informação. Trabalhos classificados nessa categoria discutem quais os tipos de divulgação mais eficientes, ou seja, aqueles incondicionalmente preferidos. Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável exógena e *ex ante*, ou seja, o efeito de causas externas e acontece antes da divulgação.

Dye (2001) e Verrecchia (2001) apresentam discordância sobre a Teoria da Divulgação. Enquanto Verrecchia (2001) afirma que seu estudo sustenta a existência de uma teoria abrangente, Dye (2001) entende que a literatura existente não está totalmente amadurecida para ser considerada uma teoria. Ele acredita que a divulgação pode ser considerada uma parte da Teoria dos Jogos que ampara a ideia de que a entidade fará ou não determinada divulgação respeitando a relação custo/benefício dessa divulgação.

Com relação às pesquisas desenvolvidas sobre divulgação da informação pode-se citar Patel, Balic e Bakwira (2002); Gonçalves e Ott (2002); Costa Junior (2003); Ponte e Almeida (2004); Lanzana (2004); Malacrida e Yamamoto (2006); Ponte et al. (2007); Alencar (2007); Gondridge et al. (2011).

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Com o atual comportamento do mercado de capitais torna-se cada vez mais relevante o estudo sobre Governança Corporativa. Transparência e evidenciação são elementos fundamentais em qualquer bom modelo de Governança Corporativa. A exigência de padrões mais altos de divulgação está sendo feita por vários órgãos reguladores como CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e SEC (*Security and*

Exchange Commission). Muitas empresas têm demonstrado interesse em fazer divulgação voluntária como sendo um diferencial no mercado de capitais (TEIXEIRA, 2010).

O sistema de Governança Corporativa depende do ambiente institucional que ela faz parte. Cada país, por meio do seu sistema financeiro e legal, molda a formação do mercado de capitais e a proteção dos investidores, influenciando o modelo de governança das empresas (SILVEIRA, 2002). Sobre esse assunto, Shleifer e Vishny (1997, p. 737) relatam que a maior parte das economias avançadas tem resolvido seu problema de Governança Corporativa de forma razoável, garantindo enorme fluxo de recursos para as empresas e o retorno dos lucros aos investidores. Porém, alguns problemas ocorridos em grandes economias refletem que nem sempre a situação econômica é capaz de resolver todos os conflitos de agência.

Governança Corporativa atualmente é considerada o principal foco de discussões sobre a alta gestão das empresas. Os debates sobre o tema tiveram um grande aumento a partir de 2002, em virtude dos problemas de governança ocorridos no mercado norte-americano. Grandes corporações foram acusadas de emitir relatórios fraudulentos como Balanços contábeis adulterados, negociação de valores mobiliários por gestores com informação privilegiada e evasão fiscal. O problema de governança da *Enron* acarretou forte impacto no mercado de capitais norte-americano, pois era uma das empresas mais bem vistas nos Estados Unidos e por ter provocado muitos prejuízos aos seus funcionários, uma vez que grande parte dos recursos do seu fundo de pensão estarem alocados em ações da companhia (SILVEIRA, 2004). Esse é apenas um dos escândalos que tornou evidente a necessidade de transparência nos informes publicados pelas entidades, por isso a característica da transparência é um dos pilares que sustenta a Governança Corporativa.

Visando destacar as empresas comprometidas com maior transparência e melhores práticas de Governança Corporativa, sendo a adesão voluntária via contrato entre as partes, a BM&FBOVESPA criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa. Os três níveis têm exigência crescente na adoção de práticas diferenciadas de governança. Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa - Nível 1 e Nível 2 - são segmentos especiais de listagem que foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias (BM&FBOVESPA, 2011).

A adesão das Companhias ao Nível 1, ao Nível 2 ou ao Novo Mercado está relacionada com o grau de compromisso assumido e acontece por meio de um contrato, assinado pela BM&FBOVESPA e pelos representantes da Companhia (administradores, conselheiros fiscais e controladores). Na assinatura do contrato, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem do segmento específico, que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas Companhias listadas naquele segmento (BM&FBOVESPA, 2011).

Muitas são as pesquisas que relacionaram Governança Corporativa com diversas variáveis do mundo dos negócios, como custo de capital, volatilidade das ações, nível de evidenciação, valor da empresa, desempenho, como pode ser confirmado no estudo de Silveira (2002), Eng e Mak (2004), Salmasi (2007), Teixeira (2010), entre outros, sendo esta a proposta da presente investigação.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esse estudo é orientado pela Teoria da Divulgação preconizada por Verrechia (2001), mais precisamente pela segunda categoria: Pesquisa sobre Divulgação baseada no Julgamento, uma vez que o gestor pode julgar qual das informações é mais

interessante para ser divulgada e com base nesse julgamento, redigir o RA. Também considera o entendimento de Dye (2001) que compreende que a divulgação da informação está inserida na Teoria dos Jogos, pois o gestor sempre busca o equilíbrio entre o custo e o benefício da informação evidenciada. Nesse sentido, a presente pesquisa utiliza como teoria que sustenta o estudo, tanto a Teoria da Divulgação, quanto a Teoria dos Jogos mencionada por Dye (2001), uma vez que a análise de conteúdo realizada nos Relatórios de Administração procura identificar se o principal enfoque desse documento é influenciado pelo desempenho da empresa. Assim, o gestor poderia escolher, ou julgar quais informações ele considera como positivas em detrimento daquelas que poderiam não ser tão boas.

Nesse estudo foram testadas duas hipóteses de pesquisa:

H_{0,1} – Não existe variação no enfoque informacional dos Relatórios de Administração em empresas com ou sem Governança Corporativa.

H_{0,2} – Não existe variação no padrão informacional dos Relatórios de Administração entre os três níveis de Governança Corporativa.

O enfoque da informação foi definido por meio da análise de conteúdo, fazendo uso da técnica orientada por Bardin (1995). Segundo ela, a análise de conteúdo organiza-se em torno de três pólos cronológicos: a) Pré-análise; b) Exploração do Material; e c) O tratamento dos resultados, a inferência e a interpretação.

Os relatórios foram lidos e os indicadores foram definidos e um quadro contendo as principais expressões que indicam cada enfoque foi preparado, levando em consideração os termos contidos nos relatórios que compuseram a amostra. Foram identificados dez enfoques principais (variáveis dependentes), os quais são apresentados a no Quadro 1:

Indicador	Definição
Operacional	Nesse enfoque o gestor enfatiza atividades rotineiras da empresa, como funcionamento do setor produtivo, forma de produção, tipos de produtos, alteração de embalagens, entre outros fatores de produção.
Fluxo de Caixa	A informação com enfoque em fluxo de caixa evidencia principalmente o EBITDA, apresentando qual foi o caixa gerado pela atividade naquele período.
Resultado	O indicador com foco no resultado explica o lucro contábil, subdividido em lucro bruto, lucro operacional e lucro líquido.
Faturamento	Esse indicador demonstra a ênfase que o gestor dá ao faturamento da empresa, citando as vendas e a receita auferida pela empresa no período.
Conjuntura Econômica	Esse enfoque enfatiza informações sobre geração de emprego, taxas de juros, variações cambiais, crise econômica, custo de capital, dentre outros.
Mercado	O indicador com foco no mercado evidencia a participação da empresa no mercado, demonstrando a sua ampliação por meio da abertura de filiais, importação e exportação de produtos.
Responsabilidade Social e Ambiental	Nesse enfoque os gestores relatam todo investimento que a empresa realiza em projetos sociais, capacitação de colaboradores, sustentabilidade, proteção e preservação ambiental, instalação de equipamentos que não agridem o meio ambiente.
Governança Corporativa	Por meio desse enfoque os gestores apresentam que as informações são tomadas sem gerar conflitos entre acionistas e gestores, relacionamento com auditores independentes, transparência, equidade, prestação de contas e cumprimento das leis.
Tecnologia	Nesse enfoque fica enfatizado o investimento que a empresa realiza em melhoria dos equipamentos, bem como em tecnologia da informação.
Fontes e Usos de Recursos	Nesse enfoque é apresentado como a empresa capta seus recursos e onde ela aplica, portanto são mencionados termos como capital próprio e de terceiros, empréstimos e financiamento, endividamento, investimentos, aquisições, participações, novos negócios, novas lojas, novos produtos, dentre outros.

Quadro 1: Definição dos Enfoques Operacionais

Para separar as empresas entre os diversos níveis de Governança Corporativa foi utilizada a classificação desenvolvida pela BM&FBOVESPA. Nesse sentido, têm-se as empresas do Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2, que são aquelas que adotam práticas de governança corporativa e as sem governança corporativa, que são aquelas listadas na BM&FBOVESPA, mas que não integram nenhum dos grupos de governança citados.

A amostra foi constituída pelas empresas que participavam com 1% ou mais do IBOVESPA no ano de 2010. Essas mesmas empresas foram utilizadas longitudinalmente, considerando uma janela temporal de 5 anos – 2006 - 2010. Desse modo, o efeito negativo de existirem empresas com dados em branco no teste foi eliminado, proporcionando um tratamento mais adequado. A amostra ficou constituída por 33 empresas e 161 casos, em virtude de serem utilizados os dados dessas empresas nos últimos 5 anos. Duas empresas participantes (CIELO e BM&FBOVESPA) do índice em 2010 não apresentaram dados nos anos de 2006 e 2007 sendo, portanto, eliminadas nesse período. A empresa OGX Petróleo também foi excluída da amostra por não divulgar diversas informações, as quais impossibilitaram o cálculo dos indicadores. Durante o período de análise, as empresas que foram selecionadas para compor a amostra representaram 80% do movimento do índice no ano de 2010, sendo, portanto, capazes de representar adequadamente todas as empresas que compõem o IBOVESPA. A população da presente pesquisa foram as empresas listadas na BM&FBOVESPA, que correspondem a 533 empresas no momento da investigação.

Para determinação da variável “desempenho, foram utilizados os seguintes indicadores: Rentabilidade do Patrimônio Líquido (*ROE – Return on Equity*), Rentabilidade do Ativo (*ROA – Return on Assets*), Liquidez Corrente (LC), Composição do Endividamento (DIV), Crescimento das vendas (VND), Margem Líquida (ML) e Giro do Ativo (GA). Assim, o desempenho por empresa/período foi dado pela soma ponderada de cada indicador, conforme modelo a seguir.

$$D = w_1ROE + w_2ROA + w_3LC + w_4DIV + w_5VND + w_6ML + w_7GA \text{ e } \sum w = 1 \quad (1)$$

onde: *D* = Desempenho da empresa, e; *w* = Peso do Indicador.

Para atribuir peso ao indicador, foi utilizado o resultado do estudo de Lyra e Corrar (2009), que além de eleger os indicadores mais relevantes para avaliar o desempenho empresarial, também construiu uma escala hierárquica, definindo um peso para cada indicador, cuja hierarquia foi transformada em uma escala ponderada para aplicação nesse estudo, sendo Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido: 30,30%; Rentabilidade sobre o Ativo: 19,30%; Liquidez Corrente: 17,30%; Composição do Endividamento: 11,10%; Crescimento das Vendas: 9,20%; Margem Líquida: 7,20% e Giro do Ativo: 5,60%.

Os enfoques foram definidos por meio da análise de conteúdo, que foi realizada mediante a análise infométrica dos RAs, com o apoio do *software* ATLAS TI. Todos os RAs foram submetidos à análise de conteúdo por meio da qual foi identificada a frequência das expressões pré-definidas. Em seguida foi calculada a participação percentual dessas expressões em relação ao número total de expressões encontradas. O escore de cada uma das variáveis de enfoque (*E*), por empresa/período, foi dado pelo modelo a seguir:

$$E_j = \frac{f_j E_j}{\sum_{i=1}^n f_i E_i} \quad (2)$$

onde:

E_j = Escore relativo do enfoque *j*;

f = Frequência absoluta de expressões do enfoque;
 n = Número de enfoques definidos para o modelo.

As empresas da amostra, a partir do escore de desempenho, foram classificadas em dois grupos: Grupo A, correspondendo ao 1º tercil (empresas com desempenho inferior) e Grupo B, equivalente ao 3º tercil (empresas com desempenho superior).

As empresas do 2º tercil não foram incluídas de forma a minimizar o erro de classificação das empresas que se encontrarem na região de fronteira (*fuzzy*) entre desempenho superior e inferior (ZADEH, 1965).

4.1 Regressão com dados em painel

A Regressão com dados em painel foi a ferramenta estatística utilizada para possibilitar que as hipóteses fossem avaliadas. A partir de referida metodologia, o poder explicativo dos indicadores de desempenho foram testados, com intuito de verificar se algum indicador de desempenho pode explicar ou prever determinado enfoque informacional.

O modelo geral para análises econométricas utilizando dados em painel é representado de modo simplificado por:

$$y_{it} = \beta_{0it} + \beta_{1it}x_{1it} + \dots + \beta_{kit}x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

Onde o subscrito i denota os diferentes indivíduos e o subscrito t denota o período de tempo que está sendo analisado. β_0 refere-se ao parâmetro de intercepto, β_k ao coeficiente angular correspondente à k -ésima variável explicativa do modelo e ε é o termo de erro aleatório. Para a operacionalização são também identificadas algumas variações tais como os modelos de Efeitos Fixos (FE – *Fixed Effects*) e de Efeitos Aleatórios (RE – *Random Effects*). O modelo de efeitos fixos, por meio do intercepto, busca controlar os efeitos das variáveis omitidas que variam entre indivíduos, mas que permanecem constantes ao longo do tempo. Desse modo, o modelo de efeitos fixos é dado por:

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1x_{1it} + \dots + \beta_kx_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

O modelo de efeitos fixos relaxa o pressuposto de que a função de regressão é constante no tempo e no espaço. Este modelo permite que cada unidade *cross-sectional* tenha seu próprio termo constante e ele permanece invariável no tempo (BAUM, 2006, p. 221). Este modelo pode ser considerado a melhor opção para modelar os dados em painel quando o intercepto for correlacionado com as variáveis explicativas em qualquer período de tempo ou quando as observações são obtidas de toda a população e o que se deseja fazer são inferências para os indivíduos dos quais se dispõe de dados.

Por outro lado, o modelo de efeitos aleatórios considera que os interceptos α_i representam extrações independentes de uma população subjacente. O modelo geral de efeitos aleatórios é dado por:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1x_{1it} + \dots + \beta_kx_{kit} + v_{it} \quad (5)$$

Em que $v_{it} = e_{it} + \alpha_i$ representa o erro. Este modelo possibilita a incorporação de variáveis que são constantes ao longo do intervalo de tempo, mas que variam entre os indivíduos.

Para detectar a conveniência da utilização do modelo de efeitos fixos ou do modelo de efeitos aleatórios no conjunto de dados, empregou-se o teste *Hausman*. Algebricamente o teste é dado por:

$$H = (\hat{\beta}_{RE} - \hat{\beta}_{FE})' (\Sigma_{FE} - \Sigma_{RE})^{-1} (\hat{\beta}_{RE} - \hat{\beta}_{FE}) \sim \chi^2(k) \quad (6)$$

O teste de *Hausman* tem por hipótese nula de que as condições extra ortogonais impostas pelo estimador de efeitos aleatórios é válida. (BAUM, 2006). Se os regressores estão correlacionados com u_i , o estimador FE é consistente e RE é inconsistente. Se os regressores não estão correlacionados com u_i , o estimar FE ainda é consistente, porém ineficiente, enquanto RE é consistente e eficiente. Para proceder ao teste são comparados os coeficientes (β) estimados pelo FE e RE em uma distribuição probabilística qui-quadrada (χ^2) com o número de graus de liberdade equivalente ao número de variáveis do modelo (k). Se ambos estimadores produzirem coeficientes angulares consistentes, eles não serão significativamente diferentes. Entretanto, se o pressuposto da ortogonalidade é violado, as inconsistências dos coeficientes estimados por RE serão significativamente diferente das estimativas FE. (BAUM, 2006). Para essa estatística, a rejeição da hipótese nula pode ser interpretada como um indicativo de que o modelo de efeitos fixos é o mais adequado.

A partir das variáveis independentes (*ROE, ROA, LC, DIV, VND, ML e GA*), e as variáveis dependentes de enfoque (E_j) a serem testadas individualmente, tem-se o modelo estimador de efeitos fixos:

$$E_{jt} = \beta_{0j} + \beta(ROE)_{jt} + \beta(ROA)_{jt} + \beta(LC)_{jt} + \beta(DIV)_{jt} + \beta(VND)_{jt} + \beta(ML)_{jt} + \beta(GA)_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (7)$$

onde $E = Oper, FC, Fat, Res, Merc, CE, GC, Tec, RSA$ e FUR ; $j =$ empresa; $t =$ ano.

Da mesma forma, o estimador para efeitos aleatórios é dado por:

$$E_{jt} = \bar{\beta}_0 + \beta(ROE)_{jt} + \beta(ROA)_{jt} + \beta(LC)_{jt} + \beta(DIV)_{jt} + \beta(VND)_{jt} + \beta(ML)_{jt} + \beta(GA)_{jt} + v_{jt} \quad (8)$$

Em virtude da característica da amostra da pesquisa e dos dados, cujo objetivo é avaliar a influência dos indicadores de desempenho nos enfoques informacionais do Relatório da Administração, considera-se mais adequado que seja usada a regressão com erros-padrão robustos por *clusters*. (WOOLDRIDGE, 2003). Outra vantagem da regressão *clusterizada* com erros robustos é que ela apresenta os erros-padrão corrigidos por heterocedasticidade. (CAMERON e TRIVEDI, 2009).

Segundo Petersen (2009), dentre as várias modelagens disponíveis, quando se considera o efeito do tempo (mês, ano) ou do indivíduo (empresa, país), somente os erros-padrão *clusterizados* são não-viesados porque eles levam em consideração a dependência dos resíduos criados pelo efeito das firmas. Ainda segundo Peterson (2009), como nessa modelagem o erro-padrão agrupado (*clusterizado*) não impõe nenhuma restrição sobre a estrutura de correlação dos resíduos dentro de um *cluster*, sua consistência fica condicionada à existência de um número suficiente de *clusters*.

5 ANÁLISE DE DADOS

Para a escolha entre os modelos de dados em painel de efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE), aplicou-se, inicialmente o teste do multiplicador lagrangeano de *Breusch e Pagan*, seguido dos testes de *Hausman* e de *Chow*. O teste de *Breusch e Pagan* tem por hipótese nula que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado. (BAUM, 2003).

5.1 Empresas sem Governança Corporativa

Foi aplicado o teste de *Hausman* para cada uma das 10 variáveis dependentes, considerando o conjunto das empresas sem Governança Corporativa. Os resultados obtidos estão sumarizados na Tabela 1.

Tabela 1: Teste de Hausman para empresas sem Governança Corporativa

Variável	Teste de Hausman		Estimador H ₀ : Efeito Aleatório
	x ²	p-valor	
Operacional	19,47	0,0056	Efeito Fixo
Fluxo de Caixa	17,40	0,0150	Efeito Fixo
Resultado	16,81	0,0187	Efeito Fixo
Faturamento	18,93	0,0084	Efeito Fixo
Conjuntura Econômica	9,55	0,2168	Efeito Aleatório
Mercado	22,36	0,0022	Efeito Fixo
Resp. Social e Ambiental	21,71	0,0028	Efeito Fixo
Governança Corporativa	4,42	0,7307	Efeito Aleatório
Tecnologia	20,60	0,0044	Efeito Fixo
Fontes e Usos de Recursos	18,05	0,0118	Efeito Fixo

Fonte: Dados da pesquisa

Para o grupo de empresas sem governança corporativa, seis enfoques do Relatório da Administração foram influenciados por indicadores de desempenho: Operacional, Mercado, Responsabilidade Social e Ambiental, Governança Corporativa, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos. Para os demais enfoques nenhum indicador apresentou significância. Percebe-se, portanto, que mais da metade do enfoque do RA das empresas sem Governança Corporativa estão associados com o desempenho empresarial.

Tabela 2: Regressão em Painel – empresas sem governança corporativa

Enfoque	Indicador	Painel Robusto			P > t	Intervalo de confiança 95%	
		Coefficiente	Erro Padrão	t			
Oper.	ROE	-0,2749468	0,096726	-2,84	0,0250	-0,5036662	-0,0462274
	ROA	-1,527.453	0,136197	-11,21	0,0000	-1.849.509	-1.205.398
	VND	-0,0308234	0,007977	-3,86	0,0060	-0,0496850	-0,0119618
	ML	1.182.832	0,156171	7,57	0,0000	0,8135458	1.552.119
Mercado	DIV	-0,2417787	0,077747	-3,11	0,017	-0,4256205	-0,0579369
	VND	0,0251465	0,003414	7,36	0,000	0,0170726	0,0332203
	ML	-0,6192131	0,251872	-2,46	0,044	-1,2147960	-0,0236299
RSA	LC	0,0266282	0,003307	8,05	0,000	0,0188093	0,0344470
	DIV	0,1224885	0,030592	4,00	0,005	0,0501511	0,1948259
GC	ROA	1,0509350	0,422028	2,49	0,013	0,2237759	1,8780940
Tecnologia	ROE	-0,038470	0,011874	-3,24	0,014	-0,0665481	-0,0103910
	ROA	-0,367954	0,065414	-5,62	0,001	-0,5226332	-0,2132737
	LC	0,004088	0,001426	2,87	0,024	0,0007157	0,0074602
	VND	-0,004640	0,001867	-2,49	0,042	-0,0090555	-0,0002250
	ML	0,261245	0,035952	7,27	0,000	0,1762324	0,3462582
	GA	0,067875	0,011146	6,09	0,000	0,0415191	0,0942306
FUR	ROE	-0,2566320	0,103493	-2,48	0,042	-0,501353	-0,0119108
	GA	-0,0868561	0,020853	-4,17	0,004	-0,136166	-0,0375466

Fonte: Dados da Pesquisa

O Enfoque Operacional, nas empresas sem Governança Corporativa foi influenciado por quatro dos sete indicadores analisados: Rentabilidade do Patrimônio Líquido - ROE, Rentabilidade do Ativo - ROA, Crescimento das Vendas - VND e Margem Líquida - ML. Os três primeiros tem associação de movimento em sentido contrário, isso implica em incrementar o Relatório da Administração com informações de enfoque operacional sempre que estes indicadores forem menores e inibir comentários sobre este enfoque se ROE, ROA e VND forem maiores. Já a ML tem associação com movimento no mesmo sentido, assim gera incremento de informações na medida em que ela aumenta e vice-versa. Esse é o enfoque mais influenciado por indicadores, dando a entender que ele tende a ser muito enfatizado no RA, parte para justificar resultados insatisfatórios quanto à rentabilidade e às vendas e parte para enaltecer a lucratividade.

Os indicadores de Endividamento - DIV, Crescimento das Vendas - VND e Margem Líquida - ML influenciam o enfoque Mercado, ou seja, esse enfoque terá ênfase quando a empresa precisa justificar baixa lucratividade ou evidenciar o crescimento das vendas. A Responsabilidade Social e Ambiental - RSA é influenciada pelos indicadores Liquidez Corrente - LC e Endividamento – DIV em sentido positivo. Sempre que estes indicadores forem maiores, mais informações sobre RSA será divulgado no Relatório da Administração - RA e quando eles forem menores, menos importância ao enfoque RSA será encontrado no RA.

O enfoque em Governança Corporativa - GC é influenciado apenas pelo Retorno sobre Ativo - ROA. Observa-se que nas empresas que não aderiram às melhores práticas de Governança Corporativa, a ênfase nesse assunto é apenas influenciada por um dos indicadores e ela só será intensificada se esse indicador for positivo, caso contrário, a empresa inibe comentário sobre esse enfoque.

O Enfoque Tecnologia é influenciado por seis dos sete indicadores analisados, sendo o enfoque mais influenciado entre todos os enfoques. Já o enfoque em Fontes e Usos de Recursos está relacionado com o Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE e Giro do Ativo - GA em empresas sem GC. Na medida em que estes indicadores forem menores, mais a empresa enfatizará as Fontes e Usos dos Recursos no relatório. Ou seja, as empresas tendem a utilizar esse enfoque para justificar problemas com a rentabilidade e com o giro dos ativos.

5.2 Empresas com Governança Corporativa

O grupo de empresas com Governança Corporativa foi submetida ao teste de Hausman considerando as dez variáveis dependentes do estudo, apresentando o resultado na Tabela 3:

Tabela 3: Teste de Hausman para empresas com Governança Corporativa

Variável	Teste de Hausman		Estimador H ₀ : Efeito Aleatório
	χ^2	p-valor	
Operacional	0,34	0,2292	Efeito Aleatório
Fluxo de Caixa	1,87	0,9685	Efeito Aleatório
Resultado	6,40	0,4944	Efeito Aleatório
Faturamento	10,82	0,1469	Efeito Aleatório
Conjuntura Econômica	8,62	0,2808	Efeito Aleatório
Mercado	16,58	0,0203	Efeito Fixo
Resp. Social e Ambiental	15,29	0,0325	Efeito Fixo
Governança Corporativa	3,92	0,7885	Efeito Aleatório
Tecnologia	2,76	0,9062	Efeito Aleatório
Fontes e Usos de Recursos	26,29	0,0004	Efeito Fixo

Fonte: Dados da pesquisa

No grupo de empresas com Governança Corporativa os enfoques Operacional, Fluxo de Caixa, Responsabilidade Social e Ambiental, Governança Corporativa e Fontes e Usos de Recursos são influenciados pelos indicadores de desempenhos analisados.

Tabela 4: Regressão em Painel – empresas com governança corporativa

Enfoque	Indicador	Painel Robusto			P > t	Intervalo de confiança 95%	
		Coefficiente	Erro Padrão	t			
Oper	ML	-0,051747	0,025390	-2,04	0,042	-0,101511	-0,001983
	GA	0,036519	0,010490	3,48	0,000	0,015959	0,057079
FC	LC	0,003905	0,001741	2,24	0,025	0,000494	0,007317
RSA	ROA	0,336063	0,135502	2,48	0,020	0,057534	0,614591
	GA	0,050098	0,019598	2,56	0,017	0,009814	0,090383
GC	ROE	0,0712714	0,034590	2,06	0,039	0,00348	0,139066
FUR	GA	0,0582135	0,018171	3,20	0,004	0,02086	0,095565

Fonte: Dados da Pesquisa

O Enfoque Operacional em empresas com Governança Corporativa é influenciado pelos indicadores Margem Líquida - ML e Giro do Ativo - GA. Na medida em que este indicador a ML aumenta, diminui a intensidade de informações operacionais no Relatório da Administração - RA, já se o indicador diminui mais se fala do enfoque Operacional no RA. Já se GA aumenta, aumenta também o enfoque em informações operacionais. O indicador de Liquidez Corrente está associado com o enfoque em Fluxo de Caixa de forma positiva, assim, quando este indicador aumenta, há incremento de informações sobre Fluxo de Caixa no Relatório de Administração das empresas com Governança Corporativa. Observa-se lógica nessa relação, pois a geração de caixa impacta diretamente no indicador da capacidade de pagamento, sendo, portanto, coerente à associação entre o indicador e o enfoque.

O enfoque em Responsabilidade Social e Ambiental - RSA recebe influência dos indicadores Retorno sobre o Ativo - ROA e Giro do Ativo - GA. Quanto maiores forem estes indicadores, mais enfoque em RSA a empresa fará no Relatório da Administração e na medida em que estes indicadores diminuem, outros enfoques tendem a ser enfatizados. Entende-se uma tentativa de mostrar ao usuário que a empresa tenta devolver a sociedade, em forma de ações sócio ambientais, todo benefício que recebe dela.

O indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido - ROE influencia o enfoque GC, intensificando esse enfoque na medida em que o ROE aumenta e vice-versa. Nesse enfoque percebe-se uma semelhança com o grupo de empresas sem GC, pois aquelas também tem esse enfoque influenciado pelo indicador de rentabilidade. A diferença é que os segundo grupo enfatiza a Governança Corporativa quando o indicador de rentabilidade do investimento dos sócios é positiva, já no primeiro grupo a ênfase acontece quanto a rentabilidade de todos os investimentos é positiva. Observa-se que as empresas com GC tem maior preocupação com o investimento do sócio que com o investimento global.

Sem Governança								Com Governança							
	ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA		ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA
OPER								OPER							
FC								FC							
RES								RES							
FAT								FAT							
CE								CE							
MERC								MERC							
RSA								RSA							
GC								GC							
TEC								TEC							
FUR								FUR							

Quadro 2: Resumo comparativo empresa Sem Governança e Com Governança

Ao analisar o resultado encontrado em empresas Sem e Com Governança Corporativa, observa-se que ambos os grupos tem seus enfoques influenciados pelos indicadores de desempenho. Percebe-se que no primeiro grupo a intensidade de influência dos indicadores sobre os enfoques é maior que no segundo grupo, uma vez que todos indicadores das empresas Sem Governança estão associados, na maioria deles com até três enfoques informacionais, enquanto que no grupo das empresas Com

Governança existem indicadores que não apresentaram correlação com nenhum dos enfoques informacionais, e aqueles que apresentaram, na maioria, foram com apenas um dos enfoques. Nesse sentido, não é possível aceitar a hipótese nula de que não existe variação nos enfoques informacionais de empresas Sem e Com Governança Corporativa.

Esse resultado corrobora com os pilares que sustentam a teoria de Governança Corporativa, que são: equidade (*fairness*), transparência (*Disclosure*), prestação de contas (*accountability*) e obediência e cumprimento das leis (*compliance*) (IBGC, 2009). Quanto menos influência os indicadores tiverem sobre os enfoques, mais estes pilares estão sendo respeitados no RA.

5.3 Empresas listadas no Nível 1 e Novo Mercado de Governança Corporativa

Em virtude das empresas inscritas no Nível 2 de Governança Corporativa serem em número bastante reduzido, não foi possível incluir esse grupo no teste da segunda hipótese, dessa forma testou-se apenas o grupo inscrito no Nível 1 e no Novo Mercado. Para as empresas com Nível 1 de Governança Corporativa (Quadro 3), apenas o Enfoque em Mercado não apresentou nenhum indicador de desempenho com influência significativa. Observa-se que no grupo de empresas optantes por boas práticas de Governança Corporativa e inscritas no Nível 1, os enfoques informacionais são altamente influenciáveis pelos indicadores de desempenho, representando o grupo com mais influência, dentre todos os analisados neste estudo.

Nível 1 GC								Novo Mercado GC							
	ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA		ROE	ROA	LC	DIV	VND	ML	GA
OPER								OPER							
FC								FC							
RES								RES							
FAT								FAT							
CE								CE							
MERC								MERC							
RSA								RSA							
GC								GC							
TEC								TEC							
FUR								FUR							

Quadro 3: Resumo comparativo empresa Nível 1 e Novo Mercado

As empresas participantes do Novo Mercado de Governança Corporativa apresentam relação entre enfoque e indicadores de desempenho em Operacional, Resultado, Conjuntura Econômica, Mercado, Responsabilidade Social e Ambiental e Fontes e Usos de Recursos. Enquanto que o grupo de empresas inscritos no Nível 1 tem 90% dos enfoques influenciados pelos indicadores de desempenho, o Novo Mercado tem somente 60% dos enfoques informacionais do Relatório da Administração com relação significativa de influência, indicando que o RA desse grupo divulga as informações com menos associação com o desempenho econômico-financeiro.

Na comparação entre empresas do Nível 1 e Novo Mercado de Governança Corporativa, percebe-se muitas semelhanças entre os dois grupos. Ambos têm o enfoque Operacional influenciado por quatro indicadores, bem como em nenhum deles o Crescimento das Vendas teve influência nos enfoques. Apesar disso, observa-se que o

grupo de Nível 1 de Governança Corporativa apresentou que 90% dos enfoques foram influenciados por indicadores de desempenho enquanto que no Novo Mercado esse percentual caiu para 60%. Nesse sentido, apesar das semelhanças, não é possível aceitar a hipótese nula que prevê que não existe variação no enfoque informacional nos Relatórios da Administração, entre os diversos níveis de Governança Corporativa.

6 CONCLUSÃO

Com intuito de responder a questão de pesquisa, duas hipóteses de teste foram constituídas. Para que fosse possível aceitar ou rejeitar cada uma dessas hipóteses, os dados foram submetidos à Regressão com Dados em Painel. A primeira hipótese da pesquisa relata que não existe variação no enfoque informacional dos relatórios de administração em empresas com ou sem Governança Corporativa. Espera-se que quanto maior o nível de Governança Corporativa, mais evidencição a empresa faça. Não obstante, a evidencição é um dos pilares que embasam a Governança Corporativa.

Ao analisar o resultado encontrado em empresas Sem e Com Governança Corporativa, observou-se que ambos os grupos tem seus enfoques influenciados pelos indicadores de desempenho. Percebe-se que no primeiro grupo a intensidade de influência dos indicadores sobre os enfoques é maior que no segundo grupo, uma vez que todos indicadores das empresas Sem Governança estão associados, na maioria deles com até três enfoques informacionais, enquanto que no grupo das empresas Com Governança existem indicadores que não apresentaram correlação com nenhum dos enfoques informacionais e aqueles que apresentaram, na maioria, foram com apenas um dos enfoques. Nesse sentido, não é possível aceitar a hipótese nula de que não existe variação nos enfoques informacionais de empresas Sem e Com Governança Corporativa.

Como a Governança Corporativa prima pela qualidade da informação disponibilizada aos gestores e dependendo do nível de governança que a empresa está enquadrada essa exigência é maior, a pesquisa verifica se o comportamento da informação segue o padrão definido por nível de Governança Corporativa, verificando se as empresas listadas no Novo Mercado têm comportamento informacional mais estável que os demais níveis de governança. Seguindo esse raciocínio, a segunda hipótese propõe que não existe variação no padrão informacional dos relatórios de administração entre os três níveis de Governança Corporativa.

Na comparação entre empresas do Nível 1 e Novo Mercado de Governança Corporativa, percebeu-se muitas semelhanças entre os dois grupos. Ambos têm o enfoque Operacional influenciado por quatro indicadores, bem como em nenhum deles o Crescimento das Vendas teve influência nos enfoques. Apesar disso, observa-se que o grupo de Nível 1 de Governança Corporativa apresentou que 90% dos enfoques foram influenciados por indicadores de desempenho enquanto que no Novo Mercado esse percentual caiu para 60%. Nesse sentido, apesar das semelhanças, não é possível aceitar a hipótese nula que prevê que não existe variação no enfoque informacional nos Relatórios da Administração.

Observa-se, com esse resultado, que quando a análise é realizada internamente entre as empresas listadas nos níveis de GC, tem-se um resultado distinto daquele no qual eram comparadas empresas com e sem governança, levando a perceber que empresas do Nível 1 são influenciadas mais intensamente que aquelas do Novo Mercado. Esse achado é compatível com o estudo realizado por Schvirck e Gasparetto (2011) estudaram a relação entre a divulgação voluntária por segmento e Governança Corporativa antes do CPC 22. Os resultados encontrados demonstram que as

companhias com maior nível de governança tendem a ter mais disposição à divulgação voluntária.

Ao analisar as duas hipóteses é possível responder a questão de pesquisa que investiga se existe diferença no enfoque informacional do Relatório de Administração nos diversos níveis de Governança Corporativa em função do desempenho. Com base nos resultados encontrados, é possível afirmar que sim, ou seja, quanto maior o nível de Governança Corporativa a empresa estiver inserida, menor será a influência que os enfoques receberão dos indicadores de desempenho. Diante do resultado do estudo percebe-se que as boas práticas de governança corporativa contribuem positivamente para a qualidade e transparência da informação disponibilizada aos diversos usuários.

Por não serem encontradas referências científicas sobre quais expressões que representam cada enfoque, bem como das definições dos próprios enfoques, considera-se essa estruturação como uma limitação da pesquisa, visto que se outros enfoques forem considerados ou outras expressões forem relacionadas aos enfoques, é possível que um resultado diferente seja encontrado. Vale salientar que a definição tanto dos enfoques quanto das expressões deu-se em virtude da análise dos próprios Relatórios da Administração. As análises foram realizadas sem considerar os ramos de atividades nos quais as empresas estavam inseridas e como o ramo de atividade influencia as expressões do Relatório da Administração, considera-se esse fato como sendo outra limitação do estudo.

Como o presente estudo não realizou a análise por ramo de atividade, recomenda-se que outros estudos sejam realizados considerando o ramo de atividade em que a empresa está inserida e verificar se existe diferença nos enfoques informacionais entre os ramos de atividades.

REFERÊNCIAS

ALENCAR Roberta Carvalho de, LOPES, Alexsandro Broedel. Custo de Capital Próprio e o Nível de *Disclosure* nas empresas brasileiras. In CONGRESSO USP DE CONTABILIDADE E CONTROLADORIA, 5, 2005, São Paulo, **Anais...** São Paulo, 2005.

BAUM, Christopher F. **An Introduction to Modern Econometrics Using Stata**. Stata Press. (USA: Texas). 2006

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO, 2011. Disponível em: http://www.bmfBOVESPA.com.br/empresas/pages/empresas_governanca-corporativa.asp. Acesso em 25/01/11.

CAMERON, A. C.; TRIVEDI, P. K. **Microeconometrics using Stata**. Texas: Stata, 2009.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. Disponível em; < <http://www.cvm.gov.br/indexpo.asp> > Acesso em 15/12/2010.

COSTA JUNIOR, Jorge Vieira da. Uma Avaliação do Nível de Evidenciação das Companhias Abertas, no Brasil, no Tocante aos Instrumentos Financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças – RCF**, São Paulo: n. 32, p. 23 - 39, Maio/Agosto 2003.

DYE, Ronald A. An Evaluation of “Essays on *Disclosure*” and the *Disclosure* Literature in Accounting. **Journal of Accounting and Economics**, n° 32, p. 181-235, 2001.

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary *Disclosure*. **Journal of Accounting and Public Policy**. V. 22, n.o 4, p. 325-345, 2003.

FAMA, Eugene. Efficient Capital Markets II. **The Journal of finance**. Vol 46. n.o 5; p. 1.575-1.617. Chicago: University of Chicago. 1991.

GONÇALVES Odair; OTT Ernani. A Evidenciação nas Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Anais.. XXVI ENANPAD**, Salvador 2002.

GONDRIGE, Enalto de Oliveira; ESPEJO, Márcia Maria dos Santos Bortolucci; CLEMENTE, Ademir; SILVA Wesley Vieira da. Fatores Explicativos do *Disclosure* Voluntário das Empresas Brasileiras de Capital Aberto sob a Perspectiva da Estrutura de Governança Corporativa e de Propriedade. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 35., 2011, Rio de Janeiro, **Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. CD-ROM**.

HENDRIKSEN, Eldon S. **Teoria da Contabilidade**. Eldon S. Hendriksen, Michael F. Van Breda; tradução de Antonio Zoratto Sanvicente – 1 ed. – 6 reimp – São Paulo: Atlas, 2007.

HOPE, Kristian. Firm-level *Disclosures* and the Relative Roles of Culture and Legal Origin. **Journal of International Financial Managerial and Accounting**. V.14, n.3, p. 218-248. 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC – Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>> Acesso em 24/01/2011.

IUDÍCIBUS, Sergio de. **Teoria da Contabilidade**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

LANZANA, Ana Paula. **A relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa das empresas brasileiras**. 165 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. **Utilização da Teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de *Disclosure* com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 108 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

LYRA, Ricardo Luiz Wüst Corrêa de; CORRAR, Luiz João. A Percepção dos Docentes quanto os Indicadores Contábeis: Um Estudo Exploratório utilizando a técnica Delphi. III CONGRESSO IAAER – ANPCONT 2009, **Anais...** São Paulo, 2009. CD-ROM.

MACKINLAY Craig. *Event Studies in Economics and Finance*. **Journal of Economics Literature**. Vol 35. p. 13-39. Março – 1997.

MALACRIDA, Mara Jane Contrera, YAMAMOTO Marina Mitiyo. Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. **Revista Contabilidade e Finanças – RCF**, São Paulo, Edição Comemorativa , p. 65 - 79 • Setembro, 2006.

MURCIA, F. D; SANTOS, A. Fatores determinantes do nível de *Disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. In: III CONGRESSO IAAER – ANPCONT. **Anais...** São Paulo, 2009. CD-ROM.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO – OCDE – **O Princípio da OCDE sobre Governo das Sociedades. 2004.** Disponível em <<http://www.browse.oecdbookshop.org/oecd/pdfs/browseit/260402UE.PDF>>. Acesso em: 24/01/2010.

OKIMURA, Rodrigo Takashi. **Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil.** 132 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2003.

PATEL Sandeep; BALIC Amra; BWAKIRA Liliane. Measuring transparency and *Disclosure* at firm-level in emerging markets. **Emerging Market Review** 3, p. 325-337. 2002.

PETERSEN, Mitchell A. Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. **The Review of Financial Studies** v. 22, n.1, 2009.

PONTE, Vera Maria Rodrigues e OLIVEIRA, Marcelle Colares. A Prática da Evidenciação de Informações Avançadas e Não Obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças - RCF**, São Paulo, n. 36, p. 7 - 20, Set/Dez, 2004.

PONTE, Vera Maria Rodrigues; OLIVEIRA Marcelle Colares; MOURA Héber; CARMO Renata Coelho de Almeida do. Análise das práticas de evidenciação de informações obrigatórias, não-obrigatórias e avançadas nas demonstrações contábeis das sociedades anônimas no Brasil: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. **Revista Contabilidade & Finanças - RCF** v.18 n.45, São Paulo, Set/Dez, 2007.

SALMASI, Silvia Vidal. **Governança Corporativa e o Custo do Capital Próprio no Brasil.** 130 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2007.

SCHVIRCK, Eliandro; GASPARETTO, Valdirene. Divulgação Voluntária de Informações por Segmento e Governança Corporativa antes da Vigência do CPC 22. In: ENCONTRO ANUAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 35., 2011, Rio de Janeiro, **Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2011. CD-ROM.**

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança Corporativa, Desempenho e valor da empresa no Brasil.** 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Administração, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. . **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

TEIXEIRA, Sarah Chinarelli. **A relação entre a adoção de práticas recomendadas de Governança Corporativa e o nível de evidenciação.** 113 f. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade – FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo, 2010.

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

ZADEH, Lofti A. Fuzzy sets. **Information and Control**. 8: 338–353 1965.

WOOLDRIDGE, Jeffrey M. **Econometric analysis of cross section and panel data**. 2 Ed. Massachusetts Institute of Technology. (USA: Massachusetts). 2010.