

Fatores Explicativos do *Disclosure* Voluntário das Empresas Brasileiras de Capital Aberto sob a Perspectiva da Estrutura de Governança Corporativa e de Propriedade

Autoria: Enalto de Oliveira Gondrige, Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo, Ademir Clemente, Wesley Vieira da Silva

RESUMO

Este estudo tem por objetivo identificar os fatores explicativos do nível de *disclosure* voluntário das empresas brasileiras de capital aberto. A qualidade destas divulgações realizadas por sociedades listadas é de especial interesse para os investidores e operadores do mercado de capitais, porque a expectativa é de que quanto maior a qualidade da divulgação menor a assimetria de informação. A plataforma teórica estrutura-se na teoria do *Disclosure* Voluntário estudada por Verrechia (2001). A amostra do estudo é composta por 225 empresas listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA) com dados coletados no ano de 2008. Como *proxy* para avaliar o nível de *disclosure* foi desenvolvido questionário contendo 32 itens que mensura a evidenciação de informações relacionadas a cinco dimensões: (i) informações gerais sobre a empresa; (ii) informações relacionadas a administradores e empregados; (iii) informações estatísticas e não-financeiras; (iv) projeções; (iv) discussões e análises financeiras. A análise foi conduzida por meio de Regressão Linear Múltipla, com variável dependente DSCORE (nível de *disclosure*) e quinze variáveis explicativas acerca da estrutura de governança corporativa e de propriedade. A análise exploratória dos dados por meio de Análise de Correspondência apontou indícios de melhor qualidade de *disclosure* entre os setores: eletroeletrônico, energia elétrica, papel e celulose, e petróleo e gás. No que tange às hipóteses testadas no Modelo de Regressão Linear Múltipla constatou-se que, ao nível de confiança de 95% e R^2 de aproximadamente 45%, as variáveis mais significativas para explicar o nível de *disclosure* das empresas são: PORTE (tamanho da empresa); COMITÊ (existência de comitê de auditoria); NMEMBROS (tamanho do conselho de administração); BIG5 (é auditada por uma das cinco maiores empresas de auditoria) e ADR (é listada na bolsa de valores de Nova Iorque). Evidenciou-se, portanto, que tais características estão associadas ao nível de divulgação voluntário das empresas. Entre as informações consideradas no índice de *disclosure*, o tipo de informação divulgada pela maior parte das empresas são as informações gerais e informações relacionadas a discussões e análises financeiras, corroborando com os resultados de Alencar (2007). Constatou-se, ainda, uma grande heterogeneidade nas divulgações voluntárias, algumas empresas publicam uma grande quantidade de informações enquanto que outras divulgam apenas informações legalmente exigidas.

1 INTRODUÇÃO

A divulgação voluntária das empresas tem sido o foco de atenção de forma crescente em virtude da internacionalização dos investimentos e das crises financeiras que têm ocorrido nos últimos anos. Essas divulgações, segundo Meek, Roberts e Gray (1995) podem ser definidas como evidenciações excedentes às exigidas pelos órgãos reguladores, representam escolhas livres por parte dos administradores das empresas para prestação de informações contábeis e outras consideradas relevantes para o processo decisório dos usuários. Estudos nessa área têm focado principalmente o impacto das características das empresas sobre a extensão da divulgação voluntária. Entender por que as empresas divulgam as informações voluntariamente é útil tanto para os elaboradores quanto para os usuários das informações contábeis, bem como aos responsáveis pelas políticas contábeis das organizações.

O uso da informação contábil financeira em mecanismos de governança corporativa é um canal pelo qual a informação contábil financeira potencialmente melhora as decisões de investimento e produtividade das empresas (BUSHMAN & SMITH, 2001). Assim, com base nas informações apresentadas pelos gestores, os investidores podem verificar o desempenho e as perspectivas futuras da companhia e tomar a decisão de investir ou não. Ademais, a assimetria informacional e os conflitos de agência entre gestores e investidores externos aumentam a necessidade de melhores relatórios financeiros e melhores práticas de *disclosure* (HEALY & PALEPU, 2001).

Nesse sentido, a divulgação voluntária reduz a assimetria de informação entre investidores informados e desinformados (DIAMOND & VERRECCHIA, 1991). Como resultado, nas empresas com elevados níveis de divulgação, os investidores podem estar relativamente confiantes de que as operações com ações ocorrem a um *fair price*, aumentando a liquidez das ações da empresa.

A qualidade destas divulgações realizadas por sociedades listadas é de especial interesse para os investidores e operadores do mercado de capitais, porque a expectativa é de que quanto maior a qualidade da divulgação menor a assimetria de informação, resultando em menos conflitos de agência entre investidores e os gestores (BROWN & HILLEGEIST, 2005). Este início de século foi marcado por uma profunda perda de confiança nos mercados em geral e nos mecanismos de governança das corporações de capital aberto listadas nas bolsas. O fracasso de algumas grandes e bem-estabelecidas corporações levantou sérias preocupações com o bem-estar do sistema econômico entre os grandes e os pequenos acionistas.

Nesse contexto, está inserida a governança corporativa que tem por objetivo macro minimizar os conflitos de agência amplamente discutidos por Jensen e Meckling (1976). Adicionalmente, a governança corporativa engloba mecanismos de controle que visam disciplinar os gestores a agir no interesse dos investidores e assegurar que eles recebam o retorno adequado dos seus investimentos (SHLEIFER & VISHNY, 1997; BUSHMAN & SMITH, 2001).

Diante dessas considerações, a questão orientativa do presente estudo é a seguinte: *quais são fatores explicativos do nível de disclosure voluntário das empresas brasileiras de capital aberto?* O objetivo central é, portanto, identificar os fatores explicativos do nível de *disclosure* voluntário dessas empresas. Na sequência do estudo apresenta-se a plataforma teórico-empírica e a formulação das hipóteses sob investigação. Posteriormente, expõem-se os procedimentos metodológicos utilizados, explicitando-se as variáveis, as técnicas de análise, as fontes de dados, assim como a descrição da amostra. A seguir, apresentam-se os resultados e as principais conclusões da pesquisa.

2 PLATAFORMA TEÓRICO-EMPÍRICA

A partir da separação entre propriedade e controle surgiu uma nova configuração de estrutura de propriedade dos ativos produtivos, na qual o proprietário deixou de exercer o controle direto sobre os ativos (BERLE & MEANS, 1932). Neste sentido, os acionistas de uma companhia aberta são essencialmente emprestadores de patrimônio líquido e proprietários. Nesse caso o que os acionistas possuem são as suas ações em si e não a corporação.

O controle da empresa ficou atribuído ao seu presidente e à alta gerência, que podem atuar com certa liberdade em prol de seus interesses particulares. Berle e Means (1932) adicionam que a propriedade material real da empresa foi substituída por um pedaço de papel, representando uma série de direitos e expectativas em relação a uma empresa. Roe (1994) questiona a teoria de Berle e Means (1932) e aponta para uma nova direção, atacando as origens do problema dos custos de agência, em vez de procurar tratar seus sintomas. A questão central discutida por Roe (1994) é a de saber se Berle e Means (1932) estavam corretos em assumir que a separação entre propriedade e controle é inerente a aspectos de grandes corporações de capital aberto.

Segundo Roe (1994) a corporação com propriedade dispersa não pode ser explicada em razões puramente econômicas. Não é simplesmente um *darwinista*, sobrevivente da competição econômica. Ao contrário, a corporação com tal característica surgiu em grande parte devido às forças políticas que impediram a formação de grandes intermediários financeiros capazes de exercer um controle significativo sobre as empresas industriais.

A implicação disso é que enquanto forças econômicas em forma de moderna governança corporativa moldaram organizações com características de propriedade pulverizada configuradas dentro dos parâmetros estabelecidos pela lei, a estrutura de governança das grandes corporações não pode ser ótima em um sentido absoluto, mas apenas em relação ao conjunto de possibilidades definidas pelo sistema jurídico.

Neste sentido, a governança corporativa é útil se duas condições estiverem presentes. Em primeiro lugar deve haver um problema de agência ou conflito de interesses entre membros da organização, podendo ser entre proprietários, gestores, trabalhadores ou consumidores. Segundo, os custos de transação são de tal ordem que o problema de agência não pode ser resolvido por meio de um contrato, ou seja, há o chamado contrato incompleto (HART, 1995).

A divulgação voluntária e seus determinantes foram identificados como uma importante área de investigação em relatórios financeiros desde a década de 1970. Estudos anteriores sobre os determinantes da divulgação voluntária foram realizados principalmente nos Estados Unidos da América e outros países desenvolvidos (HO & WONG, 2001). Todavia, a maioria dos estudos empíricos tem analisado os mecanismos institucionais (isto é, de Governança Corporativa) que podem influenciar a prática de divulgação voluntária de forma individualizada. A maioria destas pesquisas anteriores estudou, principalmente, o efeito de um único atributo da governança corporativa e poucos deles examinaram a relação governança e *disclosure* sob diferentes atributos em uma única investigação.

Um dos principais estudos que examinam os determinantes das práticas de *disclosure* é o trabalho de Meek, Roberts e Gray (1995). Estes autores analisaram os fatores que influenciam as estratégias de divulgação voluntária de informações financeiras e não-financeiras em relatórios anuais das organizações norte americanas, do Reino Unido e da Europa Continental (especificamente, França, Alemanha e Holanda). Outra pesquisadora, Christine Botosan, em 1997, analisa os efeitos do nível de divulgação sobre o custo do capital. A autora investiga a relação entre o nível de *disclosure* e o custo do capital próprio mediante

construção de um índice de *disclosure* para uma amostra de 122 empresas no ano de 1990. A principal conclusão é que há uma relação negativa entre o nível de *disclosure* e o custo do capital próprio.

Patel, Balic e Bwakira (2002) realizaram um estudo em 354 companhias de 19 países emergentes. Os resultados indicam que os mercados emergentes da Ásia e África do Sul têm significativamente maior transparência e divulgação, em comparação com mercados emergentes da América Latina, Leste Europeu e Oriente Médio. Cheng e Courtenay (2006) examinaram a associação entre a estrutura (composição, independência e tamanho) do conselho de administração e o nível de divulgação voluntária. Encontram novas evidências de que as empresas com maior proporção de conselheiros independentes no conselho estão associadas a níveis mais elevados de divulgação voluntária.

No Brasil, as pesquisas relacionadas ao nível de *disclosure* e atributos da governança corporativa concentram-se, especialmente, na Universidade de São Paulo – USP. Lanzana (2004) investigou a relação entre *disclosure* e governança corporativa nas empresas brasileiras listadas. Esta dissertação investigou se haveria relação entre a variável dependente *disclosure* e dois atributos da governança corporativa para o ano de 2002.

Mazer (2007) buscou explicar a relação entre nível de transparência e o custo do capital próprio para as empresas que compunham o índice Bovespa no ano de 2005. Segundo Mazer (2007), os resultados da pesquisa não permitiram afirmar a existência de uma relação entre custo do capital próprio e nível de transparência. A autora mensurou a transparência a partir de um questionário contendo 14 questões respondidas a partir dos *websites* das companhias.

Outra pesquisa semelhante é de Alencar (2007). Esta tese investigou a relação entre custo do capital próprio e nível de *disclosure*. Neste estudo a autora utilizou um índice de *disclosure* mais abrangente comparado ao trabalho de Mazer (2007), construído a partir de Botosan (1997). Na mesma linha de pensamento Lima (2007) pesquisou a relação entre o nível de *disclosure voluntário* e o custo do capital de terceiros. Na sequência, Murcia (2009) analisou os fatores determinantes do nível de *disclosure* das companhias abertas brasileiras. A pesquisa buscou identificar os fatores que explicam o nível de *disclosure* a partir das demonstrações financeiras padronizadas de uma amostra de 100 maiores empresas abertas e não-financeiras com dados coletados dos anos de 2006, 2007 e 2008.

Todos os estudos mencionados contribuíram de alguma forma para a discussão sobre as práticas de *disclosure* e suas implicações, todavia, há diversos aspectos nos quais se podem avançar as discussões. A contribuição do presente estudo é investigar os fatores explicativos do nível de *disclosure* voluntário sob a perspectiva da estrutura de governança corporativa e de propriedade.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O presente estudo pode ser classificado como uma pesquisa teórico-empírica de caráter exploratório, que tem como objetivo analisar as práticas de *disclosure* voluntário das empresas abertas brasileiras. Esta seção descreve os aspectos metodológicos aplicados e está dividida em quatro partes: (i) definição das variáveis e formulação das hipóteses da pesquisa, (ii) caracterização da amostra analisada e fontes utilizadas para a obtenção dos dados, (iii) instrumentos de pesquisa e coleta de dados, e (iv) tratamento estatístico.

3.1 Definição das variáveis e formulação das hipóteses da pesquisa

A seguir são estabelecidas as definições das variáveis e os estudos que respaldaram a construção das hipóteses testadas. A variável dependente *Disclosure* voluntário possui este atributo justamente por não derivar de exigência legal. Neste sentido, a construção de uma

métrica para mensurar tal variável passa necessariamente pela análise e adaptação de instrumentos testados por outros pesquisadores. A variável nível de *disclosure* não é diretamente observável: é composta de uma parcela de informação objetiva e outra parcela de informação subjetiva. Diante da inexistência de um *ranking*, conforme ressalta Alencar (2007), há duas alternativas a percorrer: construir um indicador ou utilizar indicadores já testados em outras pesquisas.

Neste estudo, optou-se pela construção de um índice de *disclosure* voluntário adaptado a partir de Botosan (1997), Miller (2002), Hail (2002), Eng e Mak (2003), Lanzana (2004), Ali, Chen e Radhakrishnan (2007) e Alencar (2007). O índice contém informações básicas, informações financeiras e não financeiras e informações acerca de projeções de fluxos de caixa. O índice é composto por 32 questões organizadas em cinco dimensões:

- Informações gerais sobre a empresa (9 perguntas) – informações sobre metas ou objetivos corporativos; ambiente em que atua; principais produtos e serviços e projeções para o futuro;
- Informações sobre empregados e administradores (5 perguntas) – informações acerca da quantidade de funcionários, remuneração e investimentos em treinamentos;
- Informações estatísticas e não-financeiras (5 perguntas) – informações sobre preços de vendas, quantidades vendidas e crescimento das vendas;
- Informações sobre projeções (6 perguntas) – projeções acerca de fluxos de caixa; investimentos em pesquisa e desenvolvimento; vendas; lucros; salários;
- Análise das informações financeiras (7 perguntas) – análises e justificativas acerca de variações em indicadores: salários; receitas operacionais; custos dos produtos vendidos; lucro bruto.

A variável independente concentração de direitos de controle ou concentração de direitos de votos (DCON) representa a porcentagem de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador. A teoria de agência afirma que em ambiente de propriedade difusa, as empresas irão disponibilizar mais informação para reduzir custos de agência e assimetria de informação (LAIDROO, 2009). Em uma situação de propriedade mais concentrada, o impacto sobre a divulgação voluntária é mais complicada e o argumento pode ser feito em qualquer direção. Jensen e Meckling (1976) indicam que, desde que os gerentes persigam seu próprio interesse, a maior participação dos gestores na propriedade implicaria uma maior partilha da perda, e finalmente, uma menor possibilidade de que os gestores reduziram o valor corporativo.

H1: Empresas com menor concentração de controle acionário possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com controle mais concentrado.

Concentração de direitos de propriedade ou concentração de direitos de fluxo de caixa (DPROP) representa a porcentagem entre o total de ações preferenciais e ordinárias detidas pelo controlador e o total das ações ordinárias e preferenciais da empresa. A estrutura de propriedade determina o nível de controle e, assim, o nível de divulgação (RAFFOURNIER, 1995; ENG & MAK, 2003). De outra forma, a porcentagem de propriedade em poder dos gestores pode também influenciar os níveis de *disclosure* (ENG & MAK, 2003), uma vez que divulgando mais informações os gestores minimizam os custos de agência de monitoramento. Em um extremo, alto nível de concentração de capital pode ser acompanhado por considerável envolvimento do proprietário na gestão da empresa, que, por sua vez, pode levar a acesso irrestrito à informação. Nestas circunstâncias, a procura de informação seria muito baixa, ou mesmo ausente, especialmente se o gerente possui parte da empresa.

H2: Empresas com menor concentração dos direitos de fluxo de caixa possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com maior concentração.

Outra variável a ser investigada neste estudo é proporção de propriedade em poder dos *blockholder*. É a proporção de ações ordinárias detidas pelos acionistas substanciais (ou seja, participação de 5% ou mais). Espera-se que a divulgação voluntária seja negativamente associada com a propriedade *blockholder* (ENG & MAK, 2003).

H3: Empresas com menor proporção de propriedade em poder de *blockholder* possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com maior proporção.

A variável controle estatal inserida no estudo com objetivo de verificar se a origem do controle exerce alguma influência sobre o nível de *disclosure* voluntário. Variável definida a partir do estudo de Lanzana (2004) que assume os seguintes valores:

- Controle Estatal: quando o controle é exercido por entidades federativas (União, Estados ou Municípios);
- Controle Privado Nacional: quando o controle é exercido por investidores ou grupo de investidores de origem nacional;
- Controle Privado Estrangeiro: quando o controle é exercido por investidor ou grupo de investidores de nacionalidade estrangeira.

H4: Empresas com controle estatal possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que empresas controladas pelo setor privado.

O conselho de administração é o principal fator de sucesso de um sistema de controle interno e, mais do que isso, ele define as regras do jogo para a diretoria executiva e tem responsabilidade final sobre o funcionamento da organização (JENSEN, 1993). A eficácia de um conselho de administração é determinada pela sua composição: independência e tamanho (CHENG & COURTENAY, 2006). Na avaliação de Lipton e Lorsch (1992) e Jensen (1993), conselhos com mais de sete ou oito membros são menos eficientes do que conselhos menores. Tamanho do conselho é representado pelo total de membros do conselho de administração. Variável definida com base no estudo de Bassett, Koh e Tutticci (2007). Segundo Bhagat e Bolton (2008) há uma vertente da literatura relacionada à governança das corporações que considera as características do conselho de administração como importante determinante da governança: independência do conselho (HERMALIN & WEISBACH, 1998, 2003; BHAGAT & BLACK, 2002), propriedade de ações por membros do conselho— *stock ownership*—(BHAGAT, CAREY & ELSON, 1999), e acúmulo de cargos de presidente da organização e presidente do conselho (BRICKLEY, COLES & JARRELL, 2000).

H5: Empresas com maior conselho de administração possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor conselho.

Acumulação de cargo é a situação na qual o presidente da empresa ocupa também o cargo de presidente do conselho de administração— é representada por uma variável binária, na qual:

$DUAL = 1$, se o executivo principal ocupar também o cargo de presidente do conselho de administração.

$DUAL = 0$, se o cargo de presidente do conselho não for ocupado pelo executivo principal.

H6: Empresas com presença de dualidade nos cargos de presidente do conselho de administração e presidente da empresa possuem menor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com ausência de dualidade.

Nível de independência do conselho de administração: *proxy* (proporção de externos menos proporção de internos). Esta variável é definida com base no estudo de Bhagat e Black (2002), Eng e Mak (2003), Silveira, Barros e Fama (2003). Apesar de outros estudos, por

exemplo, Lanzana (2004), considerarem apenas o total de externos em relação ao total de membros, utiliza-se a expressão (1) por ser relativizada à proporção de membros internos.

$$INDEP = \left(\frac{EXT}{NMEMBROS} \right) - \left(\frac{INT}{NMEMBROS} \right), \quad (1)$$

Em que:

EXT = Número de membros do conselho que não exercem função de executivo.

INT = Total de membros internos, ou seja, desempenham atividades executivas na organização.

NMEMBROS = Total de membros do conselho de administração.

H7: Empresas com maior nível de independência do conselho de administração possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor independência.

A variável porte é incluída para controlar as diferenças no tamanho das empresas. Estudos anteriores documentam que o nível de *disclosure* está diretamente relacionado com tamanho da empresa (VERRECCHIA, 2001; NAGAR, NANDA & WYSOCKI, 2003). É esperada uma relação positiva entre o tamanho da empresa e o nível de *disclosure* (ENG & MAK, 2003). Neste estudo, tamanho da empresa é definido como logaritmo do ativo total (HO & WONG, 2001), ao final de cada exercício social. Vários estudos indicam que maiores empresas tendem a possuir melhores práticas de *disclosure* (ENG & MAK, 2003).

H8: Empresas maiores possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas menores.

As empresas mais lucrativas e bem geridas têm incentivos para se distinguirem das empresas menos rentáveis a fim de levantar capital nas melhores condições disponíveis (MEEK, ROBERTS & GRAY, 1995). Uma maneira de fazer isso é por meio da divulgação de informações voluntárias. Assim, é esperado que as empresas mais lucrativas promovam maior divulgação voluntária de informações contábeis. A variável de desempenho ou lucratividade utilizada neste trabalho é o retorno sobre o ativo sendo mensurada pela razão entre lucro líquido e ativo total.

H9: Empresas mais lucrativas possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas menos lucrativas.

Alavancagem é definida como a razão entre as dívidas financeiras totais e passivo total das empresas (HO & WONG, 2001), ambos os dados em valores nominais ao final de cada exercício financeiro foram obtidos a partir do banco de dados Economatica. Esta variável foi definida a partir dos estudos de Meek, Roberts e Gray (1995), Eng e Mak (2003), Bhagat e Bolton (2008).

H10: Empresas com maior alavancagem financeira possuem menor nível de *disclosure* voluntário do que as empresas com menor alavancagem.

As empresas cujas ações são listadas internacionalmente enfrentam pressões adicionais do mercado de capitais para a divulgação de informações, em comparação com empresas cujas ações são listadas apenas internamente (MEEK, ROBERTS & GRAY, 1995; LOPES & RODRIGUES, 2007). Variável binária indicando se a empresa emitiu ADR – *American deposits receipts* no período pesquisado.

H11: Empresas listadas internacionalmente possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as demais empresas.

As funções de um comitê de auditoria incluem assegurar a qualidade da contabilidade financeira e o sistema de controle. Desde que uma comissão de auditoria seja composta principalmente por administradores não executivos, ela tem influência para reduzir a quantidade de informação retida (HO & WONG, 2001). Forker (1992, como citado em HO & WONG, 2001) argumenta que a existência de comitês de auditoria pode melhorar o controle interno e, assim, funcionar como um dispositivo de controle eficaz para melhorar a qualidade de informação. Outros estudos evidenciaram relação entre nível de *disclosure* com a presença de comitês de auditoria (GUL & LEUNG, 2004).

H12: Empresas que possuem comitê de auditoria apresentam maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas que não possuem.

Tipo de auditoria é uma variável *dummy* que assume o valor 1 se a empresa é auditada por uma das cinco maiores empresas de auditoria. Neste estudo, considera-se como cinco maiores empresas de auditoria: Arthur Andersen, Pricewaterhouse-Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst & Young e KPMG (ENG & MAK, 2003; LOPES & RODRIGUES, 2007). É esperada uma relação positiva entre nível de *disclosure* e tipo de auditoria.

H13: Empresas auditadas pelas cinco maiores (“Big Five”) possuem maior nível de *disclosure* voluntário do que as empresas não auditadas.

Proporção de propriedade estatal representa a possível influência do setor regulatório governamental sobre as políticas de *disclosure* das organizações. Variável definida a partir do estudo de Eng e Mak (2003). Estes autores argumentam que a presença de propriedade estatal aumenta os conflitos de agência e *moral hazard*, sendo o *disclosure* uma forma de mitigar tais problemas. Assim, maior proporção de propriedade detida por órgãos estatais estariam associadas à maior divulgação voluntária de informações.

H14: Empresas com maior proporção de propriedade detidas por órgão estatal possuem maior nível de *disclosure* que empresas com menor participação do estado na estrutura de propriedade.

Acordo de acionistas representa um contrato que regula direitos de voto em conjunto (CARVALHAL DA SILVA, 2002). Esta variável representa outra forma de concentração de direitos de controle. Não foram encontrados outros estudos que tivessem testado essa hipótese, todavia, segundo Eng e Mak (2003), é esperado que a divulgação voluntária seja negativamente associada com a presença os blocos controladores.

H15: Empresas com presença de acordo de acionistas possuem menor nível de *disclosure* voluntário que empresas que não possuem.

3.2 Caracterização da amostra analisada e fontes utilizadas para a obtenção dos dados

A população objeto deste estudo foram as 544 empresas de capital aberto listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA. A determinação da amostra mínima para populações finitas foi obtida a partir da expressão (2) proposta em Stevenson (1978, p. 213).

$$n = \frac{Z^2 \left(\frac{x}{n}\right) \left[1 - \left(\frac{x}{n}\right)\right] (N)}{(N - 1)e^2 + Z^2 \left(\frac{x}{n}\right) \left[1 - \left(\frac{x}{n}\right)\right]}, \quad (2)$$

Em que:

Z = abscissa da distribuição normal padrão, fixado um nível de $(1 - \alpha)$ % de confiança;

$\left(\frac{x}{n}\right)$ = proporção populacional, que segundo Stevenson (1978, p. 211) sob condições de completa incerteza pode-se admitir $x/n = 0,50$;

N = tamanho da população;

e = erro tolerável;

n = tamanho da amostra aleatória simples

Desta forma, procedendo-se aos cálculos e admitindo-se estimar a verdadeira percentagem populacional a menos de 5%, usando-se um nível de confiança de 95% obtêm-se a amostra mínima a ser estudada:

$$n = \frac{1,96^2(0,50)[1 - 0,50](544)}{(544 - 1)0,05^2 + 1,96^2(0,50)[1 - (0,50)]} = 225$$

Aplicando-se a expressão é encontrado $n = 225$, por esta metodologia foram necessárias informações de 225 empresas. A obtenção da amostra por meio do processo de amostragem aleatório simples ocorreu com a elaboração de uma lista seguida de sorteio. A amostra é bastante representativa e heterogênea uma vez que contém empresas de diferentes setores.

3.3 Instrumentos de Pesquisa e Coleta de dados

Os pesquisadores da área contábil têm cada vez mais focado seus esforços em investigar as práticas de divulgação, em particular os determinantes da divulgação e as consequências no mercado de capitais (BEATTIE, MCINNES & FEARNLEY, 2004). Todavia, uma das principais limitações nos estudos sobre a divulgação voluntária é a dificuldade em medir a extensão desta divulgação (HEALY & PALEPU, 2001).

Duas formas principais de medição de divulgação têm sido empregadas. A primeira abordagem tem sido a utilização de *rankings* de analistas acerca da qualidade de informação. Embora essa abordagem não seja isenta de problemas conceituais, um problema real e prático para os pesquisadores é que no Brasil, por exemplo, não há um *ranking* e em outros países eles foram descontinuados; AIMR – *Association of Investment Management and Research* nos EUA interromperam seus *rankings* em 1997.

A segunda abordagem, que tem uma longa história, tem sido a utilização de índices de divulgação construídos pelo pesquisador em que a quantidade de publicidade é utilizada como uma *proxy* para a qualidade da divulgação (BOTOSAN, 1997; LANG & LUNDHOLM, 2000). Dadas as limitações e fraquezas destas duas abordagens, há claramente uma necessidade premente de esforço do pesquisador a ser dedicado ao desenvolvimento de novas formas de documentar as práticas de divulgação, identificando dimensões da qualidade de divulgação e exploração de possíveis substitutos de métricas.

Neste sentido, a construção do índice de *disclosure* voluntário é baseada em princípios gerais de análise de conteúdo – um método bem estabelecido nas ciências sociais. A análise de conteúdo envolve a classificação de unidades de texto em categorias. Para inferências válidas, é importante que o procedimento de classificação seja confiável (isto é, código de pessoas diferentes, texto da mesma forma) e válida (ou seja, as variáveis geradas a partir do procedimento de classificação devem representar o que o investigador pretendia que representassem) (BEATTIE, MCINNES & FEARNLEY, 2004).

Tendo em vista o índice de *disclosure* não ser uma variável diretamente observável, optou-se por construir, mediante revisão da literatura, questionário contendo questões

objetivas e binárias para que se possa fazer análise qualitativa das demonstrações das companhias integrantes da amostra.

3.4 Tratamento Estatístico

Este estudo é do tipo quantitativo com base em procedimentos estatísticos, a partir dos quais se pretende fazer inferências à população a partir de uma amostra. No presente foi utilizada a técnica de análise de regressão múltipla tendo por objetivo investigar a relação linear entre o nível de *disclosure* e as demais variáveis explicativas. O modelo utilizado na pesquisa para testar a relação pode ser expresso conforme equação (3):

$$\begin{aligned}
 DSCORE = & \beta_0 + \beta_1 DCON + \beta_2 DPROP + \beta_3 OWNBLOCK \\
 & + \beta_4 IDCONTROL + \beta_5 NMEMBROS + \beta_6 DUAL \\
 & + \beta_7 INDEP + \beta_8 PORTE + \beta_9 ROA + \beta_{10} ALAV + \beta_{11} ADR \\
 & + \beta_{12} AUDIT + \beta_{13} BIG5 + \beta_{14} OWNGOV + ACORDO \\
 & + \varepsilon,
 \end{aligned} \tag{3}$$

Em que,

DSCORE = nível de *disclosure*;

DCON = proporção de ações ordinárias detidas pelo acionista controlador;

DPROP = percentual total de ações detidas pelo acionista controlador;

OWNBLOCK = somatória do percentual de ações detidas pelo acionistas com 5% ou mais;

IDCONTROL = identidade do acionista controlador;

NMEMBROS = número de membros do conselho de administração;

DUAL = acúmulo de cargo na presidência do conselho e da empresa;

INDEP = proporção de membros externos no conselho de administração;

PORTE = logaritmo do ativo total;

ROA = retorno sobre o ativo;

ALAV = nível de endividamento medido pela razão entre exigível total e ativo total;

ADR = *dummy* que indica se a presença da empresa em outros mercados mediante emissão de *American Depositary Receipts*;

AUDIT = *dummy* que indica a presença de comitê de auditoria;

BIG5 = *dummy* que indica se a empresa é auditada pelas cinco maiores empresas de auditoria;

OWNGOV = proporção de ações ordinárias de propriedade do governo;

ACORDO = *dummy* que indica a presença de acordo de acionista;

ε = termo de erro.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Análise de Regressão Linear Múltipla

Como o escopo deste estudo consistiu em verificar os fatores explicativos do nível de *disclosure* das empresas brasileiras de capital aberto, efetuou-se regressão linear múltipla com 225 empresas para o exercício de 2008. Os resultados do modelo utilizando a variável

DSCORE como dependente, os resultados obtidos dos parâmetros bem como o resultado dos seus coeficientes são apresentados na Tabela 1:

Tabela 1 - Resumo do modelo de regressão

Modelo	R	R Square	Ajusted R Square	Std. Error of the Estimate
1a	,491	,241	,238	15,72546
2b	,590	,348	,342	14,60885
3c	,632	,400	,392	14,04791
4d	,658	,433	,422	13,68916
5e	,673	,453	,441	13,47230

a Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO

b Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ

c Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS

d Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS, BIG5

e Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS, BIG5, ADR

f Dependent Variable: DSCORE

Por meio do método *stepwise*, foram geradas as possíveis equações com a entrada de variáveis que pudessem contribuir para a explicação da variável nível de *disclosure* voluntário. O modelo 5 é considerado o mais adequado com relação às variáveis explicativas incluídas no modelo. Possui um R^2 de 0,453, ou seja, 45% da variação do nível de *disclosure* é explicada pelas variáveis que representam porte da empresa, pela existência de comitê de auditoria, pelo tamanho do conselho de administração, pela reputação da empresa de auditoria, e pela emissão de ADR.

Tabela 2 – Resultado da Análise da Variância (ANOVA)

Modelo		Sum of Squares	DF	Mean Square	F	Sig
1	Regressão	17533,227	1	17533,227	70,901	,000(a)
	Resíduos	55145,662	223	247,290		
	Total	72678,889	224			
2	Regressão	25229,984	2	12649,992	59,273	,000(b)
	Resíduos	47378,905	222	213,418		
	Total	72678,889	224			
3	Regressão	29065,891	3	9688,630	49,095	,000(c)
	Resíduos	43612,998	221	197,344		
	Total	72678,889	224			
4	Regressão	31452,397	4	7863,099	41,960	,000(d)
	Resíduos	41226,492	220	187,393		
	Total	72678,889	224			
5	Regressão	32929,785	5	6585,957	36,286	,000(e)
	Resíduos	39759,104	219	181,503		
	Total	72678,889	224			

a Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO

b Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ

- c Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS
 d Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS, BIG5
 e Predictors: (Constant), PORTE_LOG_ATIVO, COMITÊ, NMEMBROS, BIG5, ADR
 f Dependent Variable: DSCORE

Tabela 3 - Resumo dos coeficientes e da estatística de colinearidade

Modelo 5	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	-13,946	5,953		-2,342	,020		
PORTE	3,948	1,073	,216	3,680	,000	,724	1,380
COMITÊ	9,733	2,665	,217	3,652	,000	,710	1,409
NMEMBROS	,616	,196	,181	3,139	,002	,748	1,337
BIG5	7,203	1,978	,197	3,641	,000	,856	1,169
ADR	9,795	3,433	,174	2,853	,005	,670	1,493

Dependent Variable: DSCORE

Com relação às variáveis constata-se que a variável PORTE possui sinal do coeficiente positivo, ou seja, o tamanho de companhia é positivamente associado aos níveis de divulgação voluntária, o que corresponde com o esperado de acordo com Verrechia (2001). Naturalmente maiores empresas evidenciarão mais informações de maneira voluntária. Portanto, a hipótese 8 relacionada ao porte da empresa, representada pelo logaritmo do ativo total, não é rejeitada.

Ressalvadas as devidas diferenças metodológicas e métricas de variáveis, este resultado corrobora com o resultado evidenciado por Chow e Wong-Boren (1987), Hossain, Tan e Adams (1994), Raffournier (1995), Meek Roberts e Gray (1995) e Eng e Mak (2003) Lopes e Rodrigues (2007). Todavia, diverge do resultado encontrado por Murcia (2009), que não evidenciou relação estatística significativa entre o tamanho da empresa e nível de *disclosure*.

A variável COMITÊ está diretamente relacionada ao nível de divulgação discricionária; este órgão que exerce função auxiliar do conselho de administração parece influenciar positivamente as políticas de divulgação das companhias. No mesmo sentido, Ho e Wong (2001) indicam evidências de associação positiva entre a existência de comitê de auditoria e a extensão da divulgação voluntária. Assim, a hipótese 12 consubstanciada à existência de comitê de auditoria não é rejeitada.

No que se refere à estrutura do conselho de administração, a única variável significativa foi NMEMBROS, que representa o tamanho do conselho de administração. Contrariamente aos resultados encontrados por Lanzana (2004), esta variável apresentou coeficiente com sinal positivo indicando relação positiva com as políticas de divulgação. Uma possível explicação é que uma maior quantidade de elementos poderia indicar melhor governança corporativa, gerando, assim, maior discussão e dificuldades para se chegar a consenso sobre retenção de informações. Dessa forma, a hipótese 5 relacionada ao tamanho do conselho de administração não foi rejeitada.

A variável INDEP não apresentou associação em análise univariada, tampouco no modelo regressão, ao contrário de Eng e Mak (2003) que evidenciaram relação inversa entre o aumento dos *outsiders* e o nível de divulgação voluntário. Noutro sentido Chen e Jaggi (2000) evidenciaram associação positiva entre independência do conselho e abrangência das

divulgações financeiras. Rejeita-se, portanto, a hipótese 7 ligada ao nível de independência do conselho de administração.

As variáveis BIG5 e ADR apresentaram coeficientes com sinais positivos e estatisticamente significativos, indicando que empresas auditadas pelas cinco maiores ou que emitem ADR's tendem a possuir maior nível de divulgação voluntária. Neste caso o resultado da variável BIG5 é convergente ao resultado evidenciado Murcia (2009) e divergente com relação à variável ADR. Assim, a hipótese 11 baseada em empresas listadas internacionalmente e hipótese 13 ligada à reputação da empresa de auditoria, não são rejeitadas.

Com relação a pesquisas internacionais, Hossain, Tan e Adams (1994) evidenciaram associação positiva entre *disclosure* e listagem em outros mercados e ausência de relação entre *disclosure* e alavancagem. No mesmo sentido Raffournier (1995) e Lopes e Rodrigues (2007), concluíram que empresas listadas internacionalmente promovem maiores políticas de divulgação voluntária de informações, resultados semelhantes ao deste estudo.

A variável *blockholder* não apresentou relação com o nível de *disclosure*; resultado semelhante ao encontrados por Eng e Mak (2003). Outra variável que não apresentou associação aos níveis de *disclosure* foi ALAV, semelhante ao evidenciado por Chow e Wong-Boren (1987), Hossain, Tan e Adams (1994), Raffournier (1995). Entretanto, divergente do resultado de Eng e Mak (2003). Argumentam estes autores que o resultado por eles encontrado, relação negativa entre alavancagem e divulgação voluntária, é consistente com o argumento de Jensen (1986) de que o endividamento é um mecanismo de controle do fluxo de caixa livre.

As variáveis de estrutura de propriedade não apresentaram significância estatística. Evidências empíricas relacionadas à possível influência que a estrutura de propriedade exerce sobre as políticas de divulgação são bastante variadas. McKinnon e Dalimunthe (1993, como citado em Hossain, Tan & Adams, 1994), encontraram associação significativa entre estrutura de propriedade e *disclosure*. Enquanto que Craswell e Taylor (1992, como citado em Raffournier, 1995) – analisando empresas australianas do setor de gás e petróleo – e Raffournier (1995) – analisando uma amostra de 161 empresas comerciais e industriais suíças – não evidenciaram tal associação. Os resultados deste estudo são convergentes neste sentido, de ausência de relação entre estas variáveis.

4.2 CONTRASTE DAS HIPÓTESES

Para atingir o principal objetivo deste estudo foi operacionalizado um modelo em que o nível de *disclosure* é explicado por um conjunto de 15 variáveis explicativas conjuntamente com quinze hipóteses. O Quadro 1 resume os sinais esperados e obtidos dos coeficientes por meio da regressão realizada.

Sigla	Nome	Descrição	Sinal esperado	Sinal obtido
NMEMBROS Hipótese 5	Número de membros do conselho	Total de membros (conselheiros efetivos) no conselho de administração.	+	+
PORTE Hipótese 8	Porte da empresa	Logaritmo do ativo total.	+	+
ALAV Hipótese 10	Alavancagem Financeira	Razão entre Exigível total e o ativo total.	+	+
ADR Hipótese 11	Internacionalização	Variável binária que assume valor 1 se a empresa emite ADR's.	+	+
AUDIT Hipótese 12	Comitê de auditoria	Variável binária que assume valor 1 se houver presença de Comitê de Auditoria.	+	+

BIG5 Hipótese 13	Reputação da empresa de auditoria	Variável binária que assume valor 1 se a empresa for auditada pelas 5 maiores.	+	+
---------------------	-----------------------------------	--	---	---

Quadro 1 - Resumo dos sinais esperados e obtidos dos coeficientes da regressão

Conforme dados dispostos no Quadro 1 as variáveis que apresentaram significação estatística ao nível de 5% foram: NMEMBROS, PORTE, ALAV, ADR, AUDIT e BIG5. O sinal do coeficiente das variáveis que apresentaram significância estatística, exceto a variável ALAV, corrobora com a teoria. Não se rejeita, portanto, a hipótese 5: tamanho do conselho de administração; hipótese 8: porte da empresa; hipótese 10: alavancagem; hipótese 11: internacionalização; hipótese 12: presença de comitê de auditoria e hipótese 13: reputação da empresa de auditoria.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS E CONCLUSÕES

Este estudo teve por objetivo principal identificar os fatores explicativos do nível de *disclosure* voluntário das empresas brasileiras de capital aberto. Para tanto, foi construído um índice de *disclosure*, abrangendo, no que foi considerado pertinente, informações já contempladas em índices construídos para outras pesquisas. A qualidade destas divulgações realizadas por sociedades listadas é de especial interesse para os investidores e operadores do mercado de capitais, porque a expectativa é de que quanto maior a qualidade da divulgação menor a assimetria de informação.

O índice foi calculado para 225 empresas no exercício de 2008. Uma dúvida do pesquisador neste momento é: estudar uma menor quantidade de informações ao longo de um maior período ou um período menor com uma amostra maior. Optou-se por trabalhar com uma quantidade maior de empresas em corte transversal, considerando que políticas de divulgação de informações não seriam alteradas significativamente no curto prazo. Além disso, optou-se por uma amostra aleatória independentemente da participação no índice Bovespa ou liquidez em bolsa; considerou-se que tal amostra poderia representar melhor o cenário brasileiro no que tange às políticas de divulgação de informações discricionárias.

Entre as informações consideradas no índice de *disclosure*, o tipo de informação divulgada pela maior parte das empresas são as informações gerais e informações relacionadas a discussões e análises financeiras. Corroborando com os resultados de Alencar (2007), o grupo de informações relacionadas a projeções é o que conta com menor adesão por parte das empresas. Talvez uma hipótese considerada pelas empresas seja de que a divulgação de tais informações possa prejudicar objetivos estratégicos.

As empresas com melhores níveis de divulgação ponderados de acordo com o interesse dos *stakeholders* foram: BRF – Brasil Foods (79,48%), Petrobras (78,20%) e CTEEP - CIA Transmissão Energia Elétrica Paulista (76,92%). Em contrapartida, as empresas que menos divulgaram informações voluntárias foram: Açúcar guarani (5,12%); Subestação Eletrometro (2,56%) e Tig (2,56%). A análise setorial evidenciou que as empresas dos setores de eletroeletrônicos, energia elétrica, papel e celulose, e petróleo e gás possuem, em média, as melhores práticas de *disclosure* voluntário. Constatou-se, ainda, uma grande heterogeneidade nas divulgações voluntárias, algumas empresas publicam uma grande quantidade de informações enquanto que outras divulgam apenas informações legalmente exigidas.

REFERÊNCIAS

- Alencar, R. C. (2007). *Nível de Disclosure e Custo do Capital Próprio no Brasil*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Ali, A., Chen, T. & Radhakrishnan, S. (2007). Corporate disclosures by family firms. *Journal of Accounting and Economics*, 44, 238–286.
- Bassett, M., Koh, P. & Tutticci, I. (2007). The association between employee stock option disclosures and corporate governance: Evidence from an enhanced disclosure regime. *The British Accounting Review*, 39, 303–322.
- Beattie, V., McInnes, B. & Fearnley, S. (2004). A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28, 205-236.
- Berle, A. & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Ownership*. New York: MacMillan.
- Bhagat, S. & Black, B. (2002, August). *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*. [Working Paper Series No. 185]. Recuperado em 17 Julho, 2009, de http://ssrn.com/abstract_id=133808.
- Bhagat, S. & Bolton, B. (2008). Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, 14, 257–273.
- Bhagat, S., Carey, D. C. & Elson, C. M. (1999, October). Director Ownership, Corporate Performance, and Management Turnover. [Working Paper Series]. Recuperado em 15 Julho, 2009, de <http://ssrn.com/abstract=134488>.
- Botosan, C. A. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323-350.
- Brickley, A. J., Coles, J. L. & Jarrell, G. A. (2000, August). Corporate Leadership Structure: On The Separation of the Positions of CEO and Chairman of the Board. [Working Paper Series]. Recuperado em 21 Agosto, 2009, de <http://ssrn.com/abstract=6124>.
- Brown, S. & Hillegeist, S. A. (2005, April). Disclosure Quality and Information Asymmetry. [Working Paper]. 4th Winter Accounting Conference, University of Utah.
- Bushman, R. M. & Smith, A. J. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 237–333.
- Carvalho da Silva, A. L. (2002) *A Influência da Estrutura de Controle e Propriedade no Valor, Estrutura de Capital e Política de Dividendos das Empresas Brasileiras*. Tese de doutorado, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ.
- Chen, C. J. P. & Jaggi, B. (2000). Association between independent nonexecutive directors, family control and Financial disclosures in Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19, 285-10
- Cheng, E. C. M. & Courtenay, S. M. (2006). Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*, 41, 262–289.
- Chow, C. W. & Wong-boren, A. (1987, July). Voluntary Financial Disclosure by Mexican Corporation. *The Accounting Review*, 62(3).
- Diamond, D. W. & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, 46(4), 1325-1360.

- Eng, L.L. & Mak, Y.T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, 325–345.
- Gul, F. A. & Leung, S. (2004). Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23, 351-379.
- Hail, L. (2002, October). The impact of voluntary corporate disclosures on the ex ante cost of capital for Swiss firms. [Working Paper], SSRN. Recuperado em 11 Julho, 2009 de http://papers.ssrn.com/sol3/bpapers.cfm?abstract_id=279276.
- Hart, O. (1995). Corporate Governance: Some Theory and Implications. *The Economic Journal*, 105, 678-689.
- Healy, P. M. & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 405-440.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1998, March). Endogenously Chosen Boards of Directors and Their Monitoring of the CEO. *The American Economic Review*, 88(1), 96-118.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2003, April). Boards of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*.
- Ho, S. S. M. & Wong, K. S. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10, 139-156.
- Hossain, M., Tan, L. M. & Adams, M. (1994). Voluntary Disclosure in a Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange. *The International Journal of Accounting*, 29, 334-351.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1976, October). Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1986, May). Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Jensen, M. & Meckling, W. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Laidroo, L. (2009, January). Association between Ownership Structure and Public Announcements Disclosures. *Corporate Governance: An International Review*, 17(1), 13-34.
- Lang, M. & Lundholm, R. (2000). Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock. *Contemporary Accounting Research*, 17, 623-662.
- Lanzana, A. P. (2004). *Relação entre disclosure e Governança Corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação (Mestrado em Administração), Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Lakatos, E. M. & Marconi, M. A. (1991). *Fundamentos de metodologia científica*. São Paulo: Ed. Atlas.
- Lima, G. A. S. F. (2007). *Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras*. Tese de Doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.

- Lipton, M. & Lorsch, W. (1992). “A modest proposal for improved corporate governance.” *Business Lawyer*, 48(1), 59-77.
- Lopes, P. T. & Rodrigues, L. L. (2007). Accounting for financial instruments: An analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. *The International Journal of Accounting*, 42, 25-56.
- Mazer, L. P. (2007). *O impacto do nível de transparência no custo do capital próprio*. São Paulo. Dissertação de Mestrado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Meek, G. K., Roberts, C. B. & Gray, S. J. (1995). Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26(3), 555-72.
- Miller, G. S. (2002, March). Earnings Performance and Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 40(1).
- Murcia, F. D. (2009). *Fatores determinantes do Nível de Disclosure Voluntário das empresas brasileiras de capital aberto*. Tese de doutorado, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.
- Nagar, V., Nanda, D. & Wysocki, P. (2003). Discretionary disclosure and stock-based incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 34, 283–309.
- Patel, S. A., Balic, A. & Bwakira, L. (2002). Measuring transparency and disclosure at firmlevel in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 3, 325–337.
- Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *The European Accounting Review*, 4, 261-280.
- Roe, M. J. *Strong Managers Weak Owners. The political roots of American Corporate Finance*. (1994). Princeton University Press: Princeton.
- Shleifer, A. & Vishny, R. A survey of corporate governance. (1997, June). *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Silveira, A. D. M., Barros, L. A. B de, & Famá, R. (2003). Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras. *Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas*, 43(3), 50-64.
- Stevenson, W. J. (1978). *Estatística Aplicada à Administração*. São Paulo: Harbra.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*. 32(1), 97-180.