

Grau de Cumprimento às Exigências de Divulgação de Informações e de Pedidos Públicos de Procuração de Voto pelas Companhias Abertas no Brasil

Autoria: Lindenberg Araújo Aragão, Vera Maria Rodrigues Ponte, Marcelle Colares Oliveira, Danival Sousa Cavalcante

RESUMO

Em consonância com seu objetivo institucional de assegurar o acesso do público às informações sobre valores mobiliários das companhias abertas, em 17 de dezembro de 2009 a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aprovou a Instrução CVM n. 481, contendo as normas relativas às informações e a pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto em assembleias de acionistas das empresas de capital aberto. A presente pesquisa tem por objetivo analisar os níveis de divulgação nas empresas listadas nos três segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, comparativamente aos daquelas demais companhias não listadas nos citados grupos. Para isso, a pesquisa analisa os dados secundários disponíveis no portal eletrônico da CVM referentes às 100 maiores companhias abertas brasileiras, de acordo com a receita bruta do exercício de 2009, segundo o critério de classificação do Sistema Econômica. O presente estudo levanta a hipótese de que nem todas as empresas listadas na BM&FBovespa cumpriram as orientações de divulgação da ICVM n. 481/2009 e que os níveis de divulgação das companhias listadas nos três níveis diferenciados de governança corporativa são superiores aos das demais empresas excluídas dos níveis diferenciados. Como os dados da amostra não apresentavam distribuição normal, foi aplicado o teste não-paramétrico de Mann-Whitney. A estatística descritiva envolvendo a variável *nível de divulgação* possibilitou observar que o grupo das demais empresas excluídas dos três níveis diferenciados apresentou os menores valores para as medidas de tendência central. As empresas dos três segmentos diferenciados alcançaram níveis de divulgação diferentes e acima daqueles registrados pelas demais, contudo o teste não-paramétrico evidenciou que as médias dos grupos não são significativamente diferentes, ao nível de significância 5%, não se confirmando a hipótese de que os níveis de divulgação das companhias listadas nos três segmentos diferenciados são superiores ao das demais empresas. As companhias pesquisadas, mesmo aquelas pertencentes aos níveis diferenciados, não estavam preparadas para atender às exigências ICVM n. 481/2009. Com efeito, nenhuma das 17 exigências foi cumprida por todas as empresas pesquisadas, nem, tampouco, nenhuma das 17 exigências foi cumprida na totalidade por nenhuma empresa, sendo que três dessas exigências não foram atendidas por nenhuma empresa. Como os dados colhidos referem-se ao início da vigência da ICVM n. 481/2009, sugere-se a realização de nova pesquisa para verificar a evolução das companhias abertas brasileiras com relação ao cumprimento das exigências da ICVM n. 481/2009.

1. INTRODUÇÃO

Limitada apenas por lei específica ou ainda por condições estabelecidas no próprio estatuto social, a assembleia geral é o órgão soberano da sociedade anônima, sendo de sua competência deliberar sobre matérias de alta relevância. De acordo com o artigo 121 da Lei n. 6.404, de 1976, conhecida como a Lei das Sociedades por Ações, a assembleia geral tem poderes para decidir sobre os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Com tais prerrogativas, a assembleia geral ordinária (A.G.O.) assume importante papel no processo de governança das corporações.

O texto original da Lei n. 6.404/1976, previa que os pedidos públicos de procuração de voto seriam regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Contudo, como o estágio em que se encontrava o mercado de capitais brasileiro naquela época, pouco ativo e desregulado, era natural que essa questão passasse a ser encarada como secundária, como ocorreu até recentemente.

Nas últimas décadas o mercado de capitais brasileiro sofreu importantes alterações. Algumas características do modelo de governança corporativa brasileiro (alta concentração acionária, controle familiar ou estatal, alto índice de emissão de ações sem direito a voto, conselhos passivos e com baixo nível de independência, dentre outras) começaram a mudar a partir da retomada do crescimento do mercado de capitais em 2004, após o surgimento das primeiras companhias brasileiras de capital disperso (SILVEIRA, 2009).

Em consequência disso, a estrutura de capital dessas companhias tem acompanhado esse processo de mudança, abrindo espaço para situações em que a figura do acionista controlador é substituída pelo capital disperso entre inúmeros investidores (EDGTON, 2008). Nesse cenário, a divulgação de informações assume grande relevância, notadamente as informações de caráter assemblear, de vital importância, tanto para controladores quanto para investidores.

A teoria da divulgação voluntária parte da premissa de que a divulgação de informações só ocorre quando os benefícios superam os custos para os gestores ou para as empresas (COOKE, 1989; VERRECCHIA, 2001). Por outro lado, embora alguns estudos considerem a divulgação de informações fundamental para elevação do valor das organizações e para a redução do custo do capital (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2008; CHEN; CHEN; WEI, 2003; ASHBAUGH; COLLINS; LAFOUND, 2004), há evidências de relutância de algumas empresas em aumentar o nível de divulgação, por motivos os mais diversos, como perda de competitividade e custos com a sistematização e com a publicação das informações (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; BUENO, 1999; CARVALHO, 2002; MACAGNAN, 2009).

Sensibilizada da importância de assegurar o acesso do público às informações sobre valores mobiliários (CVM, 2009), a CVM tem estado alerta para o acelerado processo de expansão e transformações que o mercado tem experimentado, principalmente no tocante ao número de companhias com controle difuso. Atenta a esses movimentos, a CVM entendeu que chegara o momento de implementar as regras estabelecidas pela Lei n. 6.404, referentes aos pedidos públicos de procuração de voto. Assim, em 17 de dezembro 2009, o órgão aprovou a Instrução CVM n. 481, contendo as normas relativas às informações e a pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto em assembleias de acionistas, aplicáveis às empresas de capital aberto.

Considerando as evidências de que a adesão voluntária aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) é associada positivamente a maior nível de divulgação e que as empresas desses três segmentos de listagem deveriam ter maior qualidade de governança corporativa que as demais companhias com ações ali negociadas (SILVEIRA, et al, 2009), a presente pesquisa procura responder aos seguintes questionamentos: Qual o nível de divulgação das empresas listadas na

BM&FBovespa em relação às exigências da Instrução CVM n. 481/2009? Há diferenças estatisticamente significantes entre as práticas de divulgação das empresas dos três níveis diferenciados de governança corporativa comparativamente às demais companhias com ações ali transacionadas?

Constitui, portanto, objetivo da pesquisa, analisar comparativamente o nível de divulgação das empresas listadas nos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa, segundo as exigências da ICVM n. 481/2009, com o nível de divulgação das demais companhias abertas. Para isso, a pesquisa analisa os dados secundários em poder da CVM referentes às 100 maiores empresas segundo a receita bruta do exercício de 2009, pelo critério de classificação do Sistema Econômica.

Apesar de a aprovação da ICVM n. 481/2009 ter sido precedida de audiência pública, é natural supor que muitas empresas tenham enfrentado dificuldades no cumprimento das normas ali estabelecidas. Assim, a hipótese deste estudo é que nem todas as empresas listadas na BM&FBovespa cumpriram as exigências da ICVM n. 481/2009 e que os níveis de divulgação das empresas listadas nos três segmentos diferenciados de governança corporativa são superiores aos das demais companhias com ações negociadas na bolsa.

Além desta introdução, o artigo foi assim estruturado: o segundo tópico apresenta o referencial teórico do estudo; o tópico 3 aborda os procedimentos metodológicos utilizados; capítulo seguinte traz a análise dos dados; e o tópico derradeiro apresenta as considerações finais.

2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Governança Corporativa e a Divulgação de Informações

A governança corporativa vem se transformando num dos temas mais debatidos no moderno ambiente corporativo. Nos últimos anos, têm se tornado mais frequentes as discussões sobre a importância de se adotar melhores práticas de gestão nas organizações. Esse processo concentra-se na melhoria das relações entre proprietários, conselhos de administração, diretoria e órgãos de controle, alinhando interesses e objetivando a preservação e otimização do valor das organizações (IBGC, 2009). Trata-se do sistema de governança corporativa, movimento que teve início nos EUA em 1991, com o ativismo de Robert Monks, prosseguindo na Inglaterra em 1992, com a definição do primeiro código de melhores práticas de governança corporativa – o Cadbury.

O conceito envolve um novo modelo de gestão adotado por empresas que procuram competir de forma diferenciada no mercado, valorizando a transparência como princípio norteador das relações estabelecidas nos diversos segmentos de negócios (RODRIGUES, 2003). De acordo com Rodrigues, as razões que levam as empresas a se preocupar com a qualidade e o volume de informações divulgadas junto ao mercado extrapolam os limites da exigência legal. Trata-se de um novo modelo de gestão, que privilegia a informação como forma de atrair maior volume de investimento.

A divulgação de informações tem sido vista como componente fundamental para a precificação das companhias e, ainda, como solução dos problemas cotidianamente vivenciados nas corporações, como, por exemplo, a assimetria informacional, por isso considerada por muitos um dos pilares da governança corporativa. Além disso, os benefícios do *disclosure* nas empresas vêm sendo confirmados em vários estudos, como os que retratam o menor custo de capital próprio (BOTOSAN, 1997; HAIL, 2008; CHEN; CHEN; WEI, 2003; VIEIRA; MENDES, 2004; ASHBAUGH; COLLINS; LAFOUND, 2004) e o menor custo de capital de terceiros (SENGUPTA, 1998).

De acordo com Rudge e Cavalcante (1998), um bom *disclosure* constitui prática salutar e de respeito ao investidor que aplicou sua poupança em valores mobiliários de emissão da companhia, e que, portanto, merece ser informado sobre fatos relevantes que podem alterar

seu julgamento em relação ao investimento. Segundo Carvalho (2002), a disponibilidade de um fluxo contínuo de informações relevantes (*disclosure*) funciona como elemento-chave no sistema de governança, agindo na proteção de acionistas minoritários e credores.

A governança corporativa tem como base quatro princípios fundamentais: transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e conformidade legal (*compliance*) (LODI, 2000). Para que esses princípios sejam devidamente observados, torna-se necessário que os usuários de informações, notadamente da informação contábil, tenham confiança na sua veracidade. Desse modo, a transparência, que é expressa pelo desejo de prover informações relevantes e não confidenciais de forma clara, tempestiva e precisa, incluindo aquelas de caráter não-financeiro, se apresenta como importante aliada das boas práticas de governança corporativa (BORGERTH, 2007).

A BM&FBovespa também destaca que a divulgação de informações de qualidade pela companhia reduz as incertezas no processo de avaliação e de investimento e, conseqüentemente, o risco. Esse fato gera também melhor precificação das ações, que, por sua vez, incentiva novas aberturas de capital e novas emissões, fortalecendo o mercado acionário como alternativa de financiamento às empresas (BM&FBOVESPA, 2010).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa vai mais além (IBGC, 2009, p. 19):

Mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem a criação de valor.

Contudo, embora divulgação e informação pareçam uma coisa só, Yamamoto e Salotti (2006) lembram que uma não deve ser confundida com a outra. De acordo com os autores, a informação se refere apenas ao conteúdo, enquanto a divulgação assume um sentido mais amplo, abrangendo, além do conteúdo, a motivação, o veículo e a forma.

Em relação à forma, Yamamoto e Salotti (2006) salientam que a divulgação pode ser voluntária ou obrigatória. Em favor dos que defendem a primeira, destaca-se que ao praticar a divulgação voluntária as empresas assumem que os benefícios dessa modalidade superam os custos de produzi-la (COOKE, 1989; VERRECCHIA, 2001).

Já os defensores da divulgação obrigatória argumentam que as empresas não chegam a fornecer informações ao mercado de forma plena (*full disclosure*) por considerar que a divulgação de determinadas informações é estratégica e favorece os seus concorrentes, motivo pelo qual se limitam a divulgar apenas aquelas exigidas por lei (HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; CARVALHO, 2002).

Mesmo sendo conhecidos os benefícios da divulgação voluntária, a literatura aponta alguns argumentos para justificar a resistência a essa modalidade: a) muitos dados são considerados estratégicos, podendo expor aos concorrentes os pontos fracos da companhia; b) a desfavorável relação custo/benefício de se produzir e divulgar tais informações; c) falta de conhecimento das necessidades dos usuários; d) empresas estabelecidas em setores de alta confidencialidade, em que os benefícios da divulgação de informações estratégicas não compensam os custos; e) perda de competitividade; e f) custos com a sistematização e de publicação das informações (BUENO, 1999; HENDRIKSEN; VAN BREDA, 1999; CARVALHO, 2002; MACAGNAN, 2009).

2.2 As Melhorias na Governança Corporativa Advindas do Ambiente Institucional e de Matéria Legal

A governança corporativa desenvolve-se de acordo com o ambiente institucional em que está inserida. A atuação do Estado revela-se fundamental no desenvolvimento e

implementação de políticas que priorizem boas práticas de governança corporativa (SILVEIRA, 2002).

As medidas de grande impacto para o fortalecimento da governança corporativa no Brasil foram inicialmente adotadas nos últimos anos do século XX e início do atual, por meio de um conjunto de ações de cunho institucional e legal que mudaram o cenário da governança corporativa no país. São exemplos de ações institucionais a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em 1999, e a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa, pela então Bovespa no final do ano 2000, bem como as quatro edições do código de governança corporativa do IBGC, a última delas lançada em 2009.

Do lado legal, os destaques foram a edição de leis que alteraram a Lei das Sociedades por Ações, a saber: Lei n. 10.303/2001, que visava promover maior proteção aos acionistas minoritários e preferencialistas por meio do estabelecimento de novas regras de funcionamento para as sociedades anônimas; Leis n. 11.638/2007 e n. 11.941/2009, que introduziram reformas na matéria contábil, visando ao alinhamento das práticas contábeis brasileiras com aquelas internacionalmente aceitas.

Por outro lado, nos últimos anos a CVM tem atuado intensamente na elaboração de novas regras que visam aumentar a transparência das companhias abertas. Nesse sentido, a autarquia aprovou normas como: a) Instrução CVM n. 299, de fevereiro de 1999, que tornou mais claro o procedimento de divulgação de informações na alienação do controle acionário, no aumento de participação de acionistas controladores e nas ofertas públicas para aquisição de ações (revogada pela Instrução CVM n. 361/2002); b) Instrução CVM n. 319/1999 (corrigida parcialmente pela Instrução CVM n. 320/1999), que regula as operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta e determina que as condições gerais da operação a ser submetida à apreciação de seus acionistas deveriam ser divulgadas pela companhia com pelo menos 15 dias da data de realização da assembleia geral; c) Instrução CVM n. 358/2002, que regula a divulgação de uso de informações sobre ato ou fato relevante; d) Instrução CVM n. 566/2008 e Instrução CVM n. 475/2008, que dispõem sobre informações de operações com instrumentos financeiros derivativos das companhias abertas no Brasil; e f) Instrução CVM n. 480/2009, que veio substituir a Instrução CVM n. 202/1993, que traz também um novo documento, o formulário de referência, que substituiu integralmente o informativo anual (IAN), a partir de 2010, estabelecendo novas regras para registro e prestação de informações a serem cumpridas pelas companhias abertas brasileiras.

2.3 As Informações e os Pedidos Públicos de Procuração em Assembleias de Acionistas: O Longo Caminho Entre o Anúncio e a Implementação da Regra

Como visto no texto introdutório, a indicação de que os pedidos públicos de procuração de voto seriam regulamentados pela CVM estava prevista na Lei n. 6.404/1976. Entretanto, as disposições da lei estavam muito à frente do momento e do estágio em que se encontrava o ambiente institucional no Brasil. Para entender essa defasagem, torna-se necessário conhecer o contexto entre a promulgação da lei e a aprovação da Instrução CVM n. 481/2009.

Numa companhia aberta, as decisões são tomadas pelo voto. O voto é colhido em reunião de acionistas denominada “assembleia geral” (RUDGE; CAVALCANTE, 1998). Por ser o órgão soberano, limitado apenas por lei e pelo estatuto social, e com poderes que abrangem todos os negócios da sociedade, a assembleia geral assume enorme importância no contexto da governança corporativa.

No modelo brasileiro, as assembleias gerais são reguladas pela Lei n. 6.404/1976. Segundo Andrezzo e Lima (2001), a Lei das Sociedades por Ações foi um grande avanço para sua época (a lei que regulava as sociedades anônimas até então era de 1940), mostrando-se muito sofisticada e abrangente, inserindo aprimoramentos até então ausentes como o conselho de administração, novas regras contábeis e a representação de votos.

Havia um grande descompasso entre o ambiente institucional e as condições gerais de mercado à época da implementação da lei. Conforme pontua Carvalho (2002), no início dos anos 1970, o país apresentava um mercado de capitais desregulado e movido a incentivos fiscais para aquisição de ações, alimentado por um mercado comprador compulsório – resultante da obrigação de compra de ações pelos fundos de pensão –, levando a um crescimento “forçado”.

Com a extinção dos benefícios fiscais e da obrigatoriedade que tinham os investidores institucionais de destinar parcela de seus recursos à aquisição de ações, o mercado acionário do país passou a sofrer acelerado esvaziamento (CANTIDIANO, 2002).

Como exemplo dessa situação, Lodi (2000) lembra que o mercado de capitais era pouco ativo, ao ponto de em 1999 apenas seis empresas terem captado recursos no mercado local, mediante lançamento de ações. O desrespeito às leis era recorrente, visto que 59 das 191 irregularidades detectadas pela CVM entre 1976 e 1998 eram sobre o dever de informar ou por falta de informações periódicas, e em 1998, 40 empresas listadas em bolsa deixaram de entregar na Bovespa cópias das atas de reunião da assembleia geral ordinária (A.G.O.). Ainda segundo Lodi (2000), a condição do acionista minoritário era considerada irrelevante. Para Lodi (2000, p. 21), “a Lei 9.457/97, para proteger o Governo, às esperas da privatização, foi considerada um retrocesso para os minoritários. Por ela o minoritário é induzido a vender a sua participação”.

De acordo com Borges e Serrão (2005), mesmo com o firme propósito de atuar na defesa e no mais legítimo interesse do investidor, notadamente o minoritário, a CVM na sua origem não foi apropriadamente desenhada e aparelhada para executar suas funções, devido aos seguintes aspectos: a) os mandatos dos diretores não eram administrativos, podendo ser exonerados à discricionariedade do presidente da República; b) falta de dotação orçamentária própria; e c) falta de membros experientes, ficando impedida de cumprir suas funções.

Segundo Cantidiano (2002), a CVM sempre esteve preocupada com a desigualdade de tratamento que pode haver entre os acionistas integrantes do grupo de controle e os investidores do mercado. Essa preocupação reflete-se nas palavras do autor, ao falar sobre a assimetria de informações no mercado (CANTIDIANO, 2002, p. 144):

Até a edição da Instrução CVM n. 319/99 – que regula as operações de incorporação, fusão e cisão, envolvendo companhias abertas –, os titulares de ações em circulação no mercado sequer tinham acesso à documentação – às vezes extensa e complexa – que seria apresentada para exame e deliberação na assembleia geral ordinária.

Diante desses fatos, a CVM editou a Instrução CVM n. 320/1999, corrigindo a instrução anterior (IN CVM n. 319/1999), que estabelecia, dentre outras medidas, que as condições gerais da operação a ser submetida à apreciação de seus acionistas deveriam ser divulgadas pela companhia pelo menos 15 dias antes da data de realização da assembleia geral, sendo que a divulgação deveria ser feita mediante publicação de fato relevante.

Outra situação que preocupava a CVM era a dificuldade que tinham os acionistas minoritários (titulares de 0,5% ou mais do capital votante) de exercer os direitos que lhes confere o artigo 126 da Lei n. 6.404/1976 de solicitar a lista e os contatos de todos os acionistas da companhia.

Se essas dificuldades são comuns no mercado interno, o que dizer dos acionistas estrangeiros que pretendem exercer o direito de votar nas assembleias gerais? E o que dizer de companhias que marcam a data da assembleia geral para o dia 31 de dezembro? De acordo com Yokoi e Muto (2010), foi o que ocorreu com a Cemig (listada no Nível 1 de governança corporativa da BM&FBovespa), com a Dasa e com a JBS (ambas listadas no Novo Mercado), que marcaram suas A.G.Os para o dia 31 de dezembro de 2009.

Embora a lei não determine data ou local (diz apenas que a A.G.O. deve realizar-se até quatro meses após o término do exercício social da empresa), fica claro que a intenção dessas empresas foi desestimular a presença de acionistas nas suas assembleias gerais.

A Instrução CVM n. 481/2009 objetiva disciplinar os seguintes assuntos relacionados às assembleias gerais especiais de acionistas de companhias abertas: 1) informações que devem acompanhar os anúncios de convocação; 2) informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas; e 3) pedidos públicos de procuração para o exercício do voto.

Por meio da Instrução CVM n. 481/2009 e mais especificamente de seu terceiro objetivo, a CVM procura facilitar os pedidos públicos de procuração de voto, estimulando o uso da internet pelas companhias abertas. Essas e outras questões importantes em relação aos direitos de voto são o alvo da referida norma.

2.4 A Edição da Instrução CVM n. 481/2009

A participação em assembleias gerais de grandes companhias americanas costuma lotar hotéis ou até estádios, podendo chegar a até 5 mil pessoas (PUFF, 2010). Num país onde uma das principais características do mercado é a dispersão do controle das grandes companhias, devido à pulverização do capital, verificado por Berle e Means (1932), eventos societários dessa natureza são muito concorridos. Segundo Alexander et al (2009), uma das principais motivações para participação nas assembleias gerais é a disputa para eleição de um membro no conselho de administração, que ocorre entre acionistas e a administração da companhia, o chamado “*proxy contest*”.

No Brasil, a retomada do mercado de capitais a partir de 2004 foi determinante para o surgimento das primeiras companhias brasileiras de capital disperso, o que, em tese, significa haver mais companhias com controle minoritário (controle de fato por um grupo com menos de 50% das ações votantes) (SILVEIRA, 2009).

Embora as evidências da emergência do controle compartilhado tenham sido detectadas por Siffert Filho (1998) no final dos anos 1990, estudos mais recentes confirmam certa diminuição nas proporções de concentração de controle nas empresas brasileiras de capital aberto (GORGA, 2008; CANNELAS; LEAL; BORTOLON, 2008).

A Instrução CVM n. 481/2009 procura se adaptar a essa nova tendência, mediante incorporação de um conjunto de regras apropriado para um modelo de governança que começa a dar sinais de mudança e se encontra em evolução. Nas palavras de Silveira (2009), “passamos a ter não um, mas dois grandes modelos de governança, que podem ser chamados de ‘tradicional’ e ‘emergente’”.

Atenta a esses movimentos, a CVM – que já havia detectado mudanças substanciais no modelo de governança corporativa do país, tanto que lançou o Edital de Audiência Pública CVM n. 02/2009 (mecanismo que acompanha quase todo o processo normativo da CVM, no qual o documento é disponibilizado aos interessados, para que se manifestem sobre seu conteúdo) cinco meses antes da edição da Instrução CVM n. 481/2009 – entendeu haver chegado o momento de modernizar, dinamizar e tornar mais transparente o mercado de capitais no Brasil. A lógica implícita e coerente com a situação atual é que, à medida que se verifica um aumento do número de companhias com controle disperso, é natural que também aumente o interesse do investidor por esse tipo de direito societário.

Assim, em 17 de dezembro 2009, foi aprovada a Instrução CVM n. 481, contendo as normas relativas às informações e pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto em assembleias de acionistas, aplicáveis às empresas de capital aberto, e que mesmo com 33 anos de atraso em relação ao seu anúncio, chegou em momento oportuno.

3. METODOLOGIA

Nesta pesquisa utilizou-se uma amostra não-probabilística formada pelas 100 maiores empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa. Para seleção das empresas foi utilizada como parâmetro a receita bruta do exercício findo em 2009, fornecido pelo Sistema Econômica.

Os dados referentes às práticas e informações sobre a divulgação de informações e de documentos sobre os pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto em assembleias de acionistas foram coletados a partir de fontes secundárias disponibilizadas pelas companhias no portal eletrônico da CVM, em “Consulta de Documentos de Companhias Abertas”, seção “Informações Periódicas Eventuais”, na posição de 30 de abril de 2010. Os dados referentes à listagem das empresas foram coletados no portal eletrônico da BM&FBovespa.

A escolha da data 30 de abril considerou o início da vigência da Instrução CVM n. 481/2009 (1º de janeiro de 2010) e o cumprimento da Lei n. 6.404/1976, a qual define os prazos para publicação de dois dos principais documentos analisados na pesquisa: o edital de convocação da A.G.O., que deve ocorrer o mais tardar quatro meses após o término do exercício social (31 de dezembro), bem como o anúncio de convocação da A.G.O. (em até 15 dias de antecedência da assembleia em primeira convocação e em até oito dias de antecedência em segunda convocação).

Foram excluídas três empresas do setor financeiro, para que se mantivessem na amostra somente companhias com características similares; duas companhias cujos dados não estavam disponibilizados no portal eletrônico da CVM; três companhias listadas no Balcão Organizado; e uma do segmento BDRs Patrocinados. Desse modo, das 100 empresas da amostra inicial, restaram 91, sendo 15 do Nível 1, 7 do Nível 2, 31 do Novo Mercado e 38 outras com ações negociadas na BM&FBovespa.

Para analisar o nível de divulgação das empresas à luz das exigências da Instrução CVM n. 481/2009, foram selecionados da norma 17 itens relacionados a divulgação obrigatória, sendo quatro do Capítulo II – Anúncios de Convocação, oito do Capítulo III – Informações e Documentos e cinco do Capítulo IV – Pedidos Públicos de Procuração. Deixaram de ser considerados o conteúdo do Capítulo I – Disposições Preliminares, bem como artigos ou parágrafos que admitiam a hipótese de ocorrência ou não de determinado fato (dupla ocorrência), como por exemplo, aqueles precedidos por “sempre que”, “pode”, etc. Assim, para cada um dos 17 itens, e para as 91 empresas, foi criada uma variável dicotômica, que recebeu o valor 1 (quando a empresa divulgou a informação) ou o valor 0 (quando a empresa não divulgou a informação), de maneira que cada empresa obtenha uma pontuação entre 0 e 17.

Os procedimentos metodológicos obedeceram às seguintes etapas: (i) leitura integral da Instrução CVM n. 481/2009; (ii) seleção dos itens de divulgação obrigatórios a serem analisados; (iii) tabulação de dados, devidamente armazenados em planilha Excel; (iv) conferência dos dados inicialmente tabulados, por outro pesquisador; (v) aplicação de estatística descritiva e testes não-paramétricos, com auxílio do *software* Statistical Package for the Social Sciences (SPSS).

Após a tabulação consolidada dos dados, foram calculados os níveis de divulgação das 91 empresas e elaborada a estatística descritiva dos dados.

Estudos acadêmicos revelam que a adesão voluntária aos três níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) tende a correlacionar-se positivamente com a adoção de melhores práticas de governança corporativa. Outras pesquisas constataram que as empresas listadas nos três níveis diferenciados da BM&FBovespa apresentam níveis de *disclosure* mais elevados em comparação com as demais companhias com ações ali negociadas (SILVEIRA, et al, 2009).

Dada a hipótese geral que orienta o presente artigo, e diante das evidências empíricas de estudos anteriores, definiu-se a seguinte hipótese a ser testada:

H1: O nível de divulgação das companhias listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa é superior ao das demais empresas com ações ali transacionadas.

Levando-se em conta que os dados da amostra não apresentavam distribuição normal, foi aplicado o teste não-paramétrico de Mann-Whitney, que, segundo Siegel (1977, p. 131), “trata-se de uma das mais poderosas provas não-paramétricas, e constitui uma alternativa extremamente útil da prova paramétrica *t* (Student)”.

O Quadro 1 apresenta as determinações da Instrução CVM n. 481/2009 investigadas no presente estudo.

Práticas de Divulgação

1 - Enumerar, expressamente, na ordem do dia do anúncio de convocação, todas as matérias a serem deliberadas na assembleia.

2 - Vedar a utilização da rubrica “assuntos gerais” para matérias que dependam de deliberação assemblear.

3 - Declarar obrigatoriamente no anúncio de convocação de assembleias destinadas à eleição de membros do conselho de administração o percentual mínimo de participação no capital votante necessário à requisição da adoção de voto múltiplo.

4 - Listar no anúncio de convocação os documentos exigidos para que os acionistas sejam admitidos à assembleia.

5 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., o relatório da administração da sociedade.

6 - Fornecer por meio do portal eletrônico CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., cópia das demonstrações contábeis.

7 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., os comentários dos administradores sobre a situação financeira da companhia, nos termos do item 10 do formulário de referência.

8 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., parecer dos auditores independentes.

9 - Fornecer, até um mês antes da data da A.G.O. parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver.

10 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., o formulário de demonstrações financeiras padronizadas (DFP).

11 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até a data do primeiro anúncio de convocação da assembleia, proposta de destinação do lucro líquido do exercício que contenha, no mínimo, as informações indicadas no Anexo 9-1-II da Instrução CVM 481/09.

12 - Fornecer por meio do portal eletrônico da CVM, até um mês antes da data da realização da A.G.O., parecer do comitê de auditoria, se houver.

13 - Colocar à disposição dos acionistas, por meio do portal eletrônico da CVM, uma cópia de todo o material utilizado em pedidos públicos de procuração (PPP), na data de início da realização do pedido.

14 - Comunicar ao mercado, por meio do portal eletrônico da CVM, a intenção de realizar PPP, com pelo menos dez dias úteis de antecedência, indicando as matérias para as quais as procurações poderão ser solicitadas.

15 - As procurações objeto de pedido público promovido pela administração referentes à eleição de administradores e membros do conselho fiscal devem facultar ao acionista votar tanto nos candidatos indicados pela administração, como em candidatos indicados por acionistas representando, no mínimo, 0,5% do capital social.

16 - Atender, dentro de, no máximo, três dias úteis, os pedidos de relação de endereços de acionistas fundados no artigo 126, parágrafo 3º, da Lei nº 6.404/1976, conforme as alternativas do parágrafo 1º do artigo 30 da Instrução CVM n. 481/09.

17 - A relação de endereços deverá listar todos os acionistas em ordem decrescente, segundo os respectivos quantitativos de ações, identificando a participação acionária de cada um.

Fonte: Elaborado pelos autores com base na Instrução CVM n. 481/09.

Quadro 1 – Práticas de divulgação definidas na Instrução CVM n. 481/2009

4. ANÁLISE DOS RESULTADOS

Visando garantir maior transparência ao mercado de capitais, em dezembro de 2009 a CVM editou a Instrução CVM n. 481/2009, impondo às empresas brasileiras abertas uma série de informações a serem divulgadas, conforme explicitado no Quadro 1.

A Tabela 1 apresenta o grau de cumprimento das companhias pesquisadas em relação às exigências de divulgação da Instrução CVM n. 481/2009, devendo-se ressaltar que as descrições dos itens foram abreviadas no intuito de melhorar a apresentação dos resultados.

Tabela 1 – Grau de cumprimento das orientações da Instrução CVM n. 481/2009

Prática de Divulgação	Sim	%	Não
1 - Ordem do dia	86	94,51%	5
2 - Assuntos gerais	86	94,51%	5
3 - Declaração obrigatória do capital votante	64	70,33%	27
4 - Anúncio de convocação	54	59,34%	37
5 - Relatório da administração	79	86,81%	12
6 - Demonstrações contábeis	79	86,81%	12
7 - Comentários dos administradores	8	8,79%	83
8 - Parecer dos auditores independentes	79	86,81%	12
9 - Parecer do conselho fiscal	41	45,05%	50
10 - Demonstrações financeiras pafronizadas	77	84,62%	14
11 - Destinação do lucro líquido	20	21,98%	71
12 - Parecer do comitê de auditoria	10	10,99%	81
13-Cópia do todo material utilizado nos pedidos público de procuração	10	10,99%	81
14 - Intenção de realização de pedido público de procuração	8	8,79%	83
15 - Facultar direito de voto	0	0,00%	91
16 - Relação de endereços	0	0,00%	91
17-Lista de acionistas com o quantitativo de ações	0	0,00%	91

Fonte: Elaborada pelos autores.

Verifica-se que apenas sete das dezessete determinações da Instrução CVM n. 481/2009 foram devidamente observadas por mais de 70% das companhias. A obrigação de listar no anúncio de convocação os documentos exigidos para que os acionistas sejam admitidos à assembleia foi cumprida por 59,34% das empresas, enquanto os demais itens assinalaram frequência inferior a 50%.

Observou-se que importantes exigências de *disclosure*, em especial informações que deveriam ser disponibilizadas antes das assembleias gerais, foram bastante negligenciadas pelas companhias. Nesse conjunto de informações, destaca-se que (i) os itens 7 (comentários dos administradores) e 14 (comunicar ao mercado a intenção de realizar pedidos públicos de procuração – PPP) foram divulgados por apenas oito das 91 empresas, ou 8,8% da amostra; (ii) os itens 12 (divulgar o parecer do comitê de auditoria) e 13 (divulgação do material utilizado nos PPP) foram observados por apenas 10 empresas, ou 11% da amostra; e (iii) os itens 15 (facultar direito de voto), 16 (relação de endereços) e 17 (lista de acionistas conforme o número de ações) não chegaram a ser divulgados por nenhuma das companhias pesquisadas.

À luz desses resultados, alguns aspectos ficam bastante claros. Em primeiro lugar, percebe-se que as empresas não estavam preparadas para atender às exigências da Instrução CVM n. 481/2009. Essa afirmação se baseia no fato de que, embora a Lei das Sociedades por Ações já exigisse a prestação de contas dos administradores sobre as demonstrações financeiras, objeto da A.G.O., a exigência de comentários dos administradores (item 7) está vinculada aos termos do item 10 do Formulário de Referência (FR) da Instrução CVM n.

480/2009. Esse item compõe-se de 11 tópicos e 52 subtópicos, que vão muito além de informações sobre a situação financeira e contábil das empresas, e sobre os quais os diretores devem fazer comentários, destacando-se: (i) informações relacionadas aos controles internos (adequação e grau de eficiência, indicando eventuais imperfeições e providências para corrigi-las, além de deficiências e recomendações presentes no relatório do auditor independente); (ii) itens não evidenciados nas demonstrações contábeis (*off-balance sheet items*); (iii) quaisquer outros fatores que tenham influenciado de maneira relevante o desempenho operacional e que não tenham sido comentados em itens específicos do FR. Há que se destacar também que, embora com menor grau de complexidade, mas com elevado nível de detalhamento, as informações exigidas em relação ao item 11 (destinação do lucro líquido) compreendem 16 tópicos e 34 subtópicos, o que exige um grande esforço das companhias abertas para acompanhar e implementar todas essas exigências nos prazos normativos.

Vale destacar que o baixo grau de cumprimento em relação à intenção da companhia de comunicar ao mercado a realização de PPP, bem como em relação à divulgação do material necessário para tal, indica claramente a falta de interesse dos administradores sobre os temas. Finalmente, vale notar que a ausência de divulgação sobre os itens 15, 16 e 17 (todos com nota 0) inviabiliza por completo qualquer participação dos acionistas no processo de votação por via eletrônica, uma vez que as empresas não forneceram a lista de endereços e os respectivos quantitativos de ações, identificando a participação acionária de cada acionista. Diante desse cenário, é razoável supor que as dificuldades enfrentadas pelas companhias abertas para atender às exigências normativas tenham ficado muito abaixo das expectativas projetadas pela CVM em relação à observância da Instrução CVM n. 481/2009.

Em relação ao grau de cumprimento das normas estabelecidas pela Instrução CVM n. 481/2009, a análise comparativa por segmento de listagem da BM&FBovespa revela que os dados não apresentam discrepâncias significativas entre os segmentos, tendendo a uma alternância (ora maior, ora menor) da observância às exigências da citada norma, conforme Tabela 2.

Tabela 2 – Grau de cumprimento às orientações da Instrução CVM n. 481/2009, por segmento de listagem

Prática de Divulgação	Nível 1			Nível 2			Novo Mercado			Demais		
	Sim	Prop. (%)	Não	Sim	Prop. (%)	Não	Sim	Prop. (%)	Não	Sim	Prop. (%)	Não
1 - Ord / dia	15	100,0	0	7	100,0	0	30	96,8	1	34	89,5	4
2 - A. Gerais	15	100,0	0	7	100,0	0	30	96,8	1	34	89,5	4
3 - Decl.Cap.Vot	13	86,7	2	7	100,0	0	20	64,5	11	24	63,2	14
4 - Anun. Conv	9	60,0	6	4	57,1	3	21	67,7	10	20	52,6	18
5 - Relat. Adm	13	86,7	2	6	85,7	1	26	83,9	5	34	89,5	4
6 - Dem.Financ	13	86,7	2	6	85,7	1	26	83,9	5	34	89,5	4
7 - Coment. Adm	0	0,0	15	1	14,3	6	3	9,7	28	4	10,5	34
8 - Par. Aud.Ind	13	86,7	2	6	85,7	1	26	83,9	5	34	89,5	4
9 - Par. C.Fiscal	10	66,7	5	4	57,1	3	12	38,7	19	15	39,5	23
10 - DFP	13	86,7	2	6	85,7	1	25	80,6	6	33	86,8	5
11 - Dest. L. L	2	13,3	13	2	28,6	5	6	19,4	25	10	26,3	28
12 - Par. C. Aud	1	6,7	14	1	14,3	6	7	22,6	24	1	2,6	37
13 - Cópia PPP	1	6,7	14	2	28,6	5	4	12,9	27	3	7,9	35
14 - Int.Realz. PPP	1	6,7	14	1	14,3	6	3	9,7	28	3	7,9	35
15 - Fac.Dir Voto	0	0,0	15	0	0,0	7	0	0,0	31	0	0,0	38
16 - Rel. End.	0	0,0	15	0	0,0	7	0	0,0	31	0	0,0	38
17 - Lista Acion/ Nº ações	0	0,0	15	0	0,0	7	0	0,0	31	0	0,0	38

Fonte: Elaborada pelos autores.

Com efeito, comparando-se o grau de cumprimento das empresas do Novo Mercado com o daquelas excluídas dos três segmentos diferenciados (Demais), com relação aos itens 1 a 14 (já que nos itens 15, 16 e 17 o nível de divulgação para todas as empresas foi nulo), verifica-se que nos itens 5 a 11 as empresas do segundo grupo foram superiores às do primeiro, enquanto que nos itens 1 a 4 e 12 a 14 verificou-se o inverso. Na comparação das empresas do Nível 1 com as companhias excluídas dos três segmentos diferenciados (Demais), o grau de cumprimento do segundo grupo foi superior com relação aos itens 5 a 13. Já na comparação das empresas do Nível 2 com as demais companhias excluídas dos três segmentos diferenciados, verifica-se que o nível de divulgação do segundo grupo só foi superior em relação aos itens 5, 6, 8 e 10, sendo, portanto, inferior nos itens 1 a 4, 7, 9 e 11 a 14.

Alguns resultados, no entanto, chamam a atenção, como no caso do item 7 (comentários dos administradores) em que as empresas do Nível 1 e do Novo Mercado assinalaram níveis de divulgação inferiores aos das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados. Com efeito, enquanto 10,5% das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados divulgaram esse item, nenhuma das 15 empresas do Nível 1 o fez, enquanto apenas 9,7% das empresas do Novo Mercado o divulgaram. Também chamou a atenção o fato de o item 11 (destinação do lucro líquido) ter alcançado um nível (26,3%) correspondente a quase o dobro daquele assinalado pelas empresas do Nível 1 (13,3%), e mais elevado que o das empresas listadas no Novo Mercado (19,3%). Era de se esperar que as empresas listadas nos três segmentos diferenciados, notadamente as do Novo Mercado, apresentassem maiores níveis de divulgação, já que, em tese, esse segmento adota melhores práticas de governança corporativa.

Conforme apresentado no tópico Metodologia, o nível de divulgação foi definido por meio de uma variável dicotômica (1 para a empresa que divulgou a informação e 0 para a empresa que não a divulgou), podendo, portanto, o nível de cada empresa variar de 0 a 17. Os escores das empresas da amostra são apresentados na Tabela 3.

Tabela 3 – Pontuação da divulgação das empresas por segmento de listagem da BM&FBovespa

Segmento	Item / Nível de Divulgação																	Total	
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16		17
Nível 1	0	0	0	0	1	0	0	2	7	5	0	0	0	0	0	0	0	0	15
Nível 2	0	0	0	0	1	0	0	0	3	1	0	1	1	0	0	0	0	0	7
Novo Mercado	0	0	0	1	3	2	2	5	6	5	3	4	0	0	0	0	0	0	31
Demais	0	0	0	1	4	0	4	6	15	5	1	1	1	0	0	0	0	0	38
Total	0	0	0	2	9	2	6	13	31	16	4	6	2	0	0	0	0	0	91

Fonte: Elaborada pelos autores.

Como se pode perceber, as empresas do Nível 1 e as do Nível 2 obtiveram menor pontuação que as empresas do Novo Mercado e que as demais excluídas dos três segmentos diferenciados. Ao serem disponibilizados no portal eletrônico da CVM até um mês antes da A.G.O., os comentários da administração sobre a situação financeira da companhia (item 7) e os pareceres da auditoria independente (item 8) e do conselho fiscal (item 9) foram os itens mais divulgados por todas as empresas pesquisadas, independentemente de pertencerem a este ou aquele segmento de listagem. Provavelmente isso se deve ao fato de tais informações serem naturalmente divulgadas nas demonstrações contábeis convencionais.

A Tabela 4 apresenta a estatística descritiva envolvendo a variável *nível de divulgação*. Observa-se que o grupo das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados apresentou as menores medidas de tendência central. Com efeito, enquanto os níveis de divulgação das empresas desse grupo registram média 7,44, as dos três segmentos

diferenciados revelam desempenho superior, com média 7,93 para as empresas do Nível 1, 8,57 para as do Nível 2 e 7,71 para as do Novo Mercado. Com relação à variação dos níveis, verificou-se comportamento semelhante entre as empresas do Nível 2 e as do Novo Mercado, com desvios-padrão 2,57 e 2,26, respectivamente. As menores variações em relação ao desvio-padrão foram registradas pelas companhias do nível 1, com desvio-padrão 1,27, e 1,89 para as do grupo das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados. O nível de divulgação 8 foi a moda e a mediana nos quatro grupos de empresas.

Tabela 4 – Estatística descritiva dos níveis de divulgação por segmento de listagem

Segmento de Listagem	Nível de Divulgação					
	Média	Mediana	Moda	Desvio- Padrão	Mínimo	Máximo
Nível 1	7,93	8	8	1,27	4	9
Nível 2	8,57	8	8	2,57	4	12
Novo Mercado	7,71	8	8	2,26	3	11
Demais	7,44	8	8	1,89	3	12
Segmentos Diferenciados	7,88	8	8	2,06	3	12

Fonte: Elaborada pelos autores.

Verifica-se que as empresas dos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa alcançaram níveis de divulgação superiores àqueles registrados pelas demais companhias. Para investigar se havia diferenças estatisticamente significantes entre as médias dos níveis de divulgação das empresas listadas nos quatro citados grupos, realizou-se teste não-paramétrico, utilizando-se o modelo de Mann-Whitney, numa comparação entre os níveis de divulgação das empresas dos três segmentos diferenciados e os das demais companhias. Conforme ressaltado no tópico Metodologia, não foi utilizado o teste *t* (Student) porque a aplicação do teste Kolmogorov-Smirnov revelou que os dados das amostras não apresentavam distribuição normal. O resultado do teste pode ser visualizado na Tabela 5.

Tabela 5 – Resultado do teste não-paramétrico de Mann-Whitney

Segmentos diferenciados X Demais	
Z	-1,32
Mann-Whitney U	846,5
Significância	0,18

Fonte: Elaborada pelos autores.

Conforme mostra a Tabela 5, o teste evidenciou que as médias dos grupos não são significativamente diferentes, ao nível de significância 5%, não se confirmando, portanto, a hipótese de que o nível de divulgação das companhias listadas nos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa é superior ao das demais empresas com ações ali negociadas.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo analisou comparativamente o nível de divulgação das empresas listadas nos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa, relativo às normas da Instrução CVM n. 481/2009, com o das demais companhias com ações ali negociadas. O estudo testou se o nível de divulgação das companhias listadas nos níveis diferenciados é superior ao das demais.

Foram elencadas 17 práticas de divulgação requeridas pela Instrução CVM n. 481/2009, assim sintetizadas: 1) ordem do dia; 2) assuntos gerais; 3) declaração obrigatória do capital votante; 4) anúncio de convocação; 5) relatório da administração; 6) demonstrações financeiras; 7) comentários dos administradores; 8) parecer dos auditores independentes; 9)

parecer do conselho fiscal; 10) demonstrações financeiras padronizadas; 11) destinação do lucro líquido; 12) parecer do comitê de auditoria; 13) cópia de todo o material utilizado nos PPP; 14) intenção de realização de PPP; 15) facultar direito de voto; 16) relação de endereços; e 17) lista de acionistas conforme número de ações.

O nível de divulgação foi definido por meio de uma variável dicotômica (1 para a empresa que divulgou a informação e 0 para a empresa que não a divulgou) podendo o nível de cada empresa variar de 0 a 17.

As empresas do Nível 1 e do Nível 2 obtiveram menor pontuação que as do Novo Mercado e as demais companhias com ações negociadas na BM&FBovespa. A disponibilização dos comentários da administração sobre a situação financeira da companhia, no portal eletrônico da CVM, até um mês antes da A.G.O.; do parecer da auditoria independente e do parecer do conselho fiscal (itens 7, 8 e 9) foram os itens mais divulgados pelas empresas pesquisadas, independentemente do segmento de listagem de cada uma delas.

Comparando-se o grau de cumprimento das empresas do Novo Mercado com o daquelas excluídas dos três segmentos diferenciados, verifica-se, com relação aos itens 15, 16 e 17, que os dois grupos obtiveram pontuação nula. Enquanto isso, verificou-se que, com relação aos itens 1 a 4 e 12 a 14, as empresas do Novo Mercado obtiveram pontuação superior àquela alcançada pelo grupo das demais companhias excluídas dos segmentos diferenciados, as quais, por sua vez, assinalaram pontuação superior à do Novo Mercado nos itens 5 a 11. Na comparação do grau de cumprimento das empresas do Nível 1 com o das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados, observa-se, com relação aos itens 5 a 13, que o segundo grupo assinalou pontuação superior à do primeiro. Enquanto isso, verificou-se que, com relação aos itens 1 a 4, 7, 9 e 11 a 13, as empresas do Nível 2 obtiveram pontuação superior àquela alcançada pelo grupo das demais companhias excluídas dos segmentos diferenciados.

A estatística descritiva envolvendo a variável *nível de divulgação* possibilitou observar que o grupo das demais empresas excluídas dos três segmentos diferenciados apresentou os menores valores para as medidas de tendência central. Com relação à variação dos níveis, verificou-se comportamento semelhante entre as empresas do Nível 2 e as do Novo Mercado. As companhias dos demais segmentos registraram menor variação, com desvio-padrão 1,27 para as do Nível 1 e 1,89 para as demais companhias excluídas dos três segmentos diferenciados. O nível de divulgação 8 foi a moda e a mediana nos quatro grupos de empresas.

As empresas dos segmentos diferenciados da BM&FBovespa alcançaram níveis de divulgação superiores àqueles registrados pelas demais companhias excluídas dos três segmentos diferenciados. O teste não-paramétrico evidenciou que as médias dos grupos não são significativamente diferentes, ao nível de significância 5%, não se confirmando, portanto, a hipótese de que o nível de divulgação das companhias listadas nos três segmentos diferenciados da BM&FBovespa é superior ao das demais empresas.

Como se pode perceber, as companhias pesquisadas, inclusive, portanto, as dos níveis diferenciados, não estavam preparadas para cumprir as exigências de divulgação da Instrução CVM n. 481/2009. Com efeito, nenhuma das 17 exigências foi cumprida pela totalidade das empresas pesquisadas, enquanto três delas não chegaram a ser atendidas por uma empresa sequer. Como os dados colhidos referem-se ao início da vigência da Instrução CVM n. 481/2009, sugere-se a realização de nova pesquisa para se verificar a evolução das companhias abertas brasileiras com relação ao atendimento das exigências da citada norma.

REFERÊNCIAS

- ALEXANDER, A. C.; CHEN, M. A.; SEPPI, D. J.; SPAT, C. S. The role of advisory in proxy voting. *National Bureau of Economic Research*. Working paper Series, 15143, 2009. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w15143>>. Acesso em: 10 de março de 2010.
- ANDREZZO, A. F.; LIMA, I. S. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 2001.
- ASHBAUGH, H.; COLLINS, D. W.; LAFOND, R. Corporate governance and the cost of capital. 2004. Disponível em SSRN: <papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=639681>. Acesso em 12 de abril, 2010.
- BERLE, A.; MEANS, G. *The modern corporation and private propriety*. Macmilian, 1932.
- BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos da governança corporativa no Brasil. *Revista BNDES*, v. 12, p. 111-148, 2005.
- BORGERTH, V. M. C. *Sox: Entendendo a Lei Sarbanes-Oxley. Um caminho para informação transparente*. São Paulo, Cengage Learning, 2007.
- BOTOSAN, C. Disclosure level and cost of equity capital. *The Accounting Review*, v. 72, p. 323-349, 1997
- BMFBOVESPA. *Entenda o Mercado de ações*. Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br/.../entenda-o-mercado-de-ações.aspx>. Acesso em 05 de maio de 2010.
- BUENO, A. F. Problemas de disclosure no Brasil. O caso das empresas com ações no exterior. *Cadernos de Estudos*, São Paulo, n. 20, 1999.
- CANELLAS, T.; LEAL, R.; BORTOLON, P. Evolução da estrutura de controle das empresas brasileiras de capital aberto 2004-2006. *Coppead/UFRJ Working Paper*, 2008.
- CANTIDIANO, L. L. *Reforma da Lei das S.A – Comentada*. Rio de Janeiro, Renovar, 2002.
- CARVALHO, A. G. de. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 3, p. 19-32, jul./set. 2002.
- COOKE, T. E. Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. *Accounting and Business Research*, v. 19, p. 113-124, 1989
- CHEN, K. C. W.; CHEN, Z.; WEI, K.C. J. Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia's Emerging Markets. June 2003. Disponível em SSRN: <papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=422000>. Acesso, em 15 de janeiro de 2010.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Cadernos CVM 1 – O que é a CVM*, 2009. Disponível em: <[http://www.cvm.gov.br/port/protinvcadernol\(new\).asp](http://www.cvm.gov.br/port/protinvcadernol(new).asp)>. Acesso em 10 de maio de 2010.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM N°. 481, de 17 de dezembro de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 10 dez. 2010.
- EDGTON, V. A governança por fazer. *Revista Capital Aberto*, n.41, p. 62-63, 2007.
- GORGA, E. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Cornell Law School and Fundação Getulio Vargas Law School in São Paulo, Working Paper*, 2008. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1121037>>. Acesso em 2 de março de 2010.
- HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M.F. *Teoria da Contabilidade*. Tradução da 5. ed. americana por Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.
- HAIL, L. The impact of voluntarily corporate disclosure on the ex ante cost of capital for Swiss firms, *European Accounting Annual Congress*, 2008, Rotterdam.
- IBGC. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 4. versão, 2009. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em: 12 fev. 2011.
- LODI, J. B. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

- MACAGNAN, C. B. Evidenciação voluntária: Fatores explicativos da extensão da informação sobre recursos intangíveis. *Revista Contabilidade & Finanças*, USP, v. 20, n. 50, p- 46-61, São Paulo, 2009.
- PUUF, J. Instruções CVM 480 e 481. A hora do full disclosure. *Ibef News*, p. 20-30, Março, 2010. Disponível em: <<http://www.ibef.com.br/ibefnews/pdfs/141/materiadecapa.pdf>>.
Acesso em 10 de maio de 2010.
- RODRIGUES, A. T. L. *Governança corporativa: quando a transparência passa a ser uma exigência global*. IX Convenção de Contabilidade do Rio Grande do Sul. Gramado, 2003.
- RUDGE, L. F.; CAVALCANTE, F. *Mercado de capitais*. Comissão Nacional de Bolsa de Valores (CNBV), Belo Horizonte, 1998.
- SENGUPTA, P. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, v. 73, p. 459-474, 1998.
- SIEGEL, S. *Estatística não-paramétrica para a ciência do comportamento*. McGraw-Hill, São Paulo, 1977.
- SIFFERT FILHO, N. Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 9, jun. 1998.
- SILVEIRA, A. M. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo: USP, 2002.
- _____. As duas faces do modelo brasileiro. *Revista Capital Aberto*, n. 73, p. 70-71, setembro, 2009.
- _____.; LEAL, R. P. C; BARROS, L. A. B. C; CARVALHAL-DA-SILVA, A. L. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 44, n. 3, p. 173-289, jul./set. 2009.
- VERRECCHIA, R. E. Essays on disclosure. *Journal of Accounting and Economics*. v. 32, p. 97-180, 2001.
- VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro. *Revista BNDES*, Rio de Janeiro, 2004, v. 11, n. 22, p. 103-132.
- YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. *Informação contábil*. Estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais, São Paulo, Atlas, 2006.
- YOKOI, Y.; MUTO, S. Companhias convocam para assembleias de réveillon. *Revista Capital Aberto*, n. 77, p. 8-9, Janeiro, 2010.