



Universidade de Brasília (UnB)
Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade (FACE)
Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais (CCA)
Bacharelado em Ciências Contábeis

Pedro Correia Santos Bezerra

**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE, CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E
DISCLOSURE VOLUNTÁRIO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
ABERTO**

Brasília, DF

2013

Professor Doutor Ivan Marques de Toledo Camargo
Reitor da Universidade de Brasília

Professora Doutor José Américo Soares Garcia
Decano de Ensino de Graduação

Professor Doutor Isaac Roitman
Decano de Pesquisa e Pós-graduação

Professor Doutor Roberto de Goes Ellery Junior
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Mestre Wagner Rodrigues dos Santos
Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva
Coordenador Geral do Programa Multiinstitucional e Inter-regional de
Pós-graduação em Ciências Contábeis da UnB, UFPB e UFRN

Professora Mestre Rosane Maria Pio da Silva
Coordenadora de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professor Doutor Bruno Vinícius Ramos Fernandes
Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Noturno

Pedro Correia Santos Bezerra

**ESTRUTURA DE PROPRIEDADE, CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E
DISCLOSURE VOLUNTÁRIO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL
ABERTO**

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo) apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília como requisito à conclusão da disciplina Pesquisa em Ciências Contábeis e obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador:

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Linha de pesquisa:

Contabilidade e Mercado Financeiro

Área: Finanças Corporativas

Brasília, DF

2013

BEZERRA, P.C.S

Estrutura de Propriedade, Conselho de Administração e *Disclosure* Voluntário nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto/ Pedro Correia Santos Bezerra - Brasília, DF, 2013.

27 p.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Lustosa

Trabalho de Conclusão de Curso (Artigo - Graduação) – Universidade de Brasília, 1º Semestre letivo de 2013.

Bibliografia.

1. *Disclosure* Voluntário 2. Governança Corporativa 3. Conselho de Administração 4. Estrutura de Propriedade. Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de Brasília. II. Título.

Consagro este trabalho à minha mãe, Marli, ao meu pai, Francisco, ao meu irmão, Thiago, à minha namorada, Isabel Sales e ao meu labrador e fiel companheiro, Zulu.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à Universidade de Brasília pela estrutura disponibilizada, ao CNPQ, pelo apoio financeiro para realização deste estudo.

Agradeço ao professor Dr. Paulo Roberto Lustosa pelos ensinamentos, paciência, disponibilidade, didática e excelente orientação. Muito obrigado!

Agradeço à Isabel Cristina Henriques Sales pelo apoio incondicional durante esta pesquisa.

Agradeço ao professor Dr. César Augusto Tibúrcio Silva pela oportunidade de ser coautor do blog Contabilidade Financeira.

Por fim, sou grato aos meus pais, familiares e amigos por terem entreguem todo seu amor e carinho.

“A vida, Janjão, é uma enorme loteria; os prêmios são poucos, os malogrados inúmeros, e com os suspiros de uma geração é que se amassam as esperanças de outra. Isto é a vida; não há planger, nem imprecicar, mas aceitar as coisas integralmente, com seus ônus e percalços, glórias e desdouros, e ir por diante.”

José Maria Machado de Assis

ESTRUTURA DE PROPRIEDADE, CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO E DISCLOSURE VOLUNTÁRIO NAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO

RESUMO

A pesquisa examina os elementos da estrutura de propriedade e do conselho de administração que estão associados ao nível de divulgação voluntária de 54 empresas brasileiras não financeiras com ações negociadas na Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo. O *disclosure* voluntário de cada firma da amostra foi calculado segundo a métrica proposta por Murcia (2009), por meio das Demonstrações Financeiras Padronizadas dos exercícios findos em 2009, 2010, 2011, 2012. Com um modelo de dados em painel sem efeitos, foram testadas duas hipóteses: concentração acionária e número de membros titulares do conselho de administração. Com intuito de aprimorar os resultados empíricos, duas variáveis de controle foram utilizadas: tamanho e internacionalização. Os resultados evidenciam que empresas com maior quantidade de membros titulares no conselho de administração e que emitem *American Depositary Receipts* nos níveis II e III possuem, em média, maior nível de evidenciação voluntária. Por outro lado, para a amostra deste estudo, há uma relação inversa entre concentração acionária, tamanho da empresa e extensão do *disclosure* voluntário.

Palavras-chave: *Disclosure* Voluntário; Governança Corporativa; Conselho de Administração; Estrutura de Propriedade.

1 INTRODUÇÃO

Para minimizar a assimetria de informações, a seleção adversa e o risco moral, as empresas evidenciam informações, além do que é exigido por lei, via *disclosure* voluntário. Evidenciação voluntária é o fornecimento adicional de informações estratégicas, financeiras e não financeiras pelos gestores das firmas. (MEEK; ROBERTS; GRAY, 1995). Divulgação voluntária¹ ocorre, por exemplo, por meio de comunicados para a mídia, encontros com investidores e analistas, conferências. Essas informações geralmente não são auditadas, todavia, os investidores as percebem como confiáveis.

A sociedade e os reguladores consideram que a melhoria da evidenciação (tanto em qualidade e quantidade) é vantajosa. Ao reduzir a assimetria de informação entre *insiders* e *outsiders*, uma publicação de melhor qualidade pode: reduzir o custo de capital, aumentar o valor de mercado, diminuir a possibilidade de fraudes, aumentar a liquidez (HERMALIN; WEISBACH, 2012). Contudo, além dos benefícios, existem custos como, por exemplo, os custos de preparação e publicação. Assim, quando, na margem, os custos de divulgação são inferiores aos benefícios, as empresas têm ainda mais incentivos para evidenciar de forma espontânea.

Sob a perspectiva da evidenciação voluntária como integrante do sistema de governança corporativa, supõe-se que as mesmas forças que influenciam, endogenamente, a estrutura de governança também determinam as decisões de *disclosure* espontâneo (CORE, 2001). Assim, a evidenciação voluntária é explicada por características internas da empresa: práticas de governança, estrutura de propriedade, porte, rentabilidade. Portanto, a estrutura de propriedade e o conselho de administração estão associados ao nível de divulgação voluntária.

A corporação moderna é caracterizada pela separação entre propriedade e controle (RIPLEY, 1927; BEARLE; MEANS, 1932), tanto em termos legais como práticos. No Brasil,

¹ Neste estudo, os termos *disclosure*, evidenciação e divulgação são tratados como sinônimos.

a estrutura de propriedade das empresas é concentrada, há assimetria de informações entre acionistas controladores e minoritários (ou credores), gerando conflitos de interesse. Por isso, os controladores nem sempre atuam em benefício da maximização do bem-estar dos demais acionistas. De acordo com a teoria da agência, empresas com propriedade pulverizada divulgarão mais informações corporativas para reduzir a assimetria de informação e os custos de agência. Por outro lado, empresas com propriedade concentrada divulgarão menos informações, pois os controladores têm acesso ilimitado às informações internas. Portanto, para Raffournier (1995) e Eng e Mark (2003), a estrutura de propriedade influencia o nível de controle e, por conseguinte, o nível de divulgação.

Segundo a teoria da agência, um sistema de controle e monitoramento do comportamento dos gestores (componente do sistema de governança corporativa) é utilizado para evitar comportamentos nocivos à satisfação dos investidores (LARCKER; TAYAN, 2011). Consoante Fama (1980), o conselho de administração é o principal mecanismo de governança corporativa. O conselho tem duas funções primordiais: orientar deliberações estratégicas e monitorar a gestão. Para Cheng e Courtenay (2006), a composição do conselho determina sua eficácia e, por consequência, influencia as decisões de *disclosure*. Como os gestores e controladores detêm informações adicionais e não têm obrigação de divulgá-las, em um ambiente de fraco monitoramento, como no Brasil, a evidenciação de informações voluntárias é fundamental para reduzir os conflitos de agência e aumentar a proteção aos investidores. Por isso, quando a quantidade e a qualidade da divulgação de informações são aquém ao esperado, pode haver a diminuição dos recursos investidos.

As demonstrações contábeis são: ferramentas da governança corporativa, a principal forma de divulgação de informações empresariais e basilares para avaliação do desempenho de uma empresa (BUSHMAN; SMITH, 2003). Ao prover dados essenciais sobre a firma, reduzem a assimetria de informações e protegem investidores, o que, por conseguinte, minimiza a expropriação dos proprietários. Numa economia de mercado, a demanda por informação contábil surge por dois motivos. Primeiro, *ex-ante* (antes do aporte de capital), prover subsídios a possíveis investidores na avaliação de oportunidades de investimentos. Segundo, *ex-post*, permitir aos proprietários avaliar a gestão da firma (BEYER et al., 2010).

Pesquisas empíricas examinam se a relação governança corporativa e o nível de *disclosure* é substituta ou complementar. Quando é substituta, a firma com estrutura de governança inadequada apresenta maior nível de divulgação. Quando é complementar, a empresa com melhor sistema de governança corporativa evidencia mais informações (LANZANA, 2004). Neste artigo, assume-se a hipótese que a relação é complementar (JENSEN; MECKLING, 1976). Para Beyer et al. (2010), a característica endógena dos mecanismos de governança corporativa e do ambiente informacional corporativo dificulta o estabelecimento de relações causais e identificação do efeito que cada elemento tem no outro.

A partir dos conceitos apresentados e da premissa que a evidenciação é uma característica endógena, surge a questão problema da pesquisa: quais elementos da estrutura de propriedade e do conselho de administração estão associados ao nível de evidenciação voluntária de empresas brasileiras de capital aberto?

Assim, o objetivo deste artigo é examinar a associação do nível de concentração acionária e a quantidade de membros titulares do conselho de administração com o grau de *disclosure* voluntário de empresas brasileiras não financeiras com ações negociadas na Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA).

Além desta introdução, a segunda seção fornece a fundamentação teórica sobre ambiente informacional corporativo, assimetria informacional, governança corporativa e teoria do *disclosure* discricionário, assim como, revisão da literatura da relação entre evidenciação voluntária e governança corporativa. Na seção seguinte, a metodologia é

detalhada. Posteriormente, são apresentados as análises e resultados e, por fim, na quinta e última seção, são feitas as considerações finais.

2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS E REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Ambiente Informacional Corporativo

Na abordagem informacional da ciência contábil, o objetivo precípuo da contabilidade é fornecer informações relevantes, transparentes e úteis, acerca da situação econômico-financeira de uma empresa através de demonstrações contábeis periódicas. Por consequência, auxilia na redução da assimetria informacional entre gestores e investidores, e, em países com ambiente institucional fraco, reduz a disparidade de informações entre controladores e minoritários e/ ou credores. Como os números contábeis não são suficientes para atender as necessidades dos usuários, o *disclosure* corporativo – caracterizado pela divulgação de informações financeiras, não financeiras², qualitativas e quantitativas por meio de canais formais e informais da firma – complementa a consecução do objetivo da contabilidade.

O ambiente informacional corporativo surge de forma endógena por dois motivos. Primeiro: para reduzir a assimetria informacional entre *insiders* e *outsiders*, investidores necessitam avaliar, *ex-ante*, a empresa para decidir se irão ou não prover capital. Segundo: para evitar conflitos de agência, os investidores que aportam recursos necessitam monitorar, *ex-post*, o comportamento dos gestores. Ou seja, o *disclosure* surge de dentro da empresa para solucionar a disparidade de informação e os problemas de agência.

Não obstante, nada garante que a firma divulgará de forma voluntária todas as informações privadas que o mercado deseja. Devido ao problema da seleção adversa, se, na margem, o benefício esperado for maior que o custo de evidenciação, a firma tem incentivos para divulgar informações, mesmo sem obrigatoriedade legal. O *unraveling result* é um dos modelos usados para entender a divulgação de informações corporativas de forma espontânea. Ele identifica seis condições sob as quais as firmas divulgariam, voluntariamente, todas as suas informações privadas (*full disclosure*): (i) divulgações não têm custo; (ii) gestores querem maximizar o preço da ação; (iii) os investidores sabem que a firma tem informações privadas; (iv) *ex-ante*, a firma não pode se comprometer com políticas específicas de *disclosure*; (v) a firma tem credibilidade pra anunciar dados privados; (vi) os investidores interpretam as informações da mesma maneira e a firma sabe como eles irão perceber o que foi exposto (GROSSMAN; HART, 1980; MILGROM, 1981; MILGROM; ROBERTS, 1986). Mantida essas condições, a firma teria incentivos econômicos para divulgar informações, a fim de evitar a seleção adversa. Contudo, o modelo não diz que a empresa divulgará todas as suas informações, mas – na ausência de uma ou mais das seis condições – projeta quando e porque a companhia evidenciará menos do que todas as suas informações privadas (BEYER et al., 2010).

Em outros termos, a empresa só evidencia o que lhe interessa e não lhe prejudica. Por conseguinte, é necessária a regulação da informação corporativa. De acordo com a literatura acadêmica, é possível arrolar algumas justificativas para a regulação contábil: servir como mecanismo de comprometimento (forçar a administração a divulgar informações, independentemente da situação econômico-financeira), reduzir a assimetria informacional (proteger acionistas) e padronizar informações relevantes. Por isso, há necessidade de regulação e divulgação obrigatória da informação corporativa (BEYER et al., 2010).

A arbitrariedade da legislação societária em relação às normas contábeis permite que a firma tenha discricionariedade durante o processo de reconhecimento, mensuração e

² Nas últimas duas décadas, o valor de mercado das empresas é cada vez menos atribuído aos ativos tangíveis, por isso há uma demanda crescente do mercado por informações não financeiras (ECCLES; KRZUS; SERAFEIM, 2011).

divulgação contábil. A normatização não consegue capturar as minúcias e inovações da prática contábil. Além disso, nem sempre as normas são usadas pelas empresas e podem ser capturadas e modificadas em benefícios de certos grupos (BALL, KOTHARI, ROBIN, 2000). Destarte, as companhias possuem escolhas contábeis e podem influenciar o resultado da contabilidade por meio do gerenciamento do ciclo contábil. Por conseguinte, a divulgação de informações corporativas não é totalmente transparente e imparcial, pois a administração escolhe o que irá ou não divulgar para minimizar custos contratuais e atender os interesses dos gestores (WATTS; ZIMMERMAN, 1986). Ao selecionar o que será divulgado, o administrador pode reduzir a utilidade da informação para os usuários externos.

2.2 Assimetria Informacional

A assimetria de informação é arcabouço conceitual de pesquisas acadêmicas em finanças. Arrow (1985) classificou-a em dois tipos. Primeiro: há informação imperfeita (ou ações não observáveis), em que um agente não é capaz de observar as ações do outro. Segundo: há informação incompleta ou escondida, em que um agente tem acesso à informação desconhecida por outro. A assimetria dificulta a captação de recursos, reduz a liquidez das ações, gera custos de transação adicionais e cria, além de outros, dois problemas: seleção adversa [ou problema dos limões (AKERLOF, 1970)] e o risco moral³ (FRANCO, 2012). O primeiro ocorre antes que a transação aconteça, enquanto, o segundo, depois.

Na seleção adversa, há informação escondida. Antes do estabelecimento do contrato uma das partes possui informação que a outra não. Akerlof (1970) mostra que a seleção adversa é uma falha de mercado, pois devido à assimetria informacional, ativos diferentes são negociados pelo mesmo preço, o que penaliza os melhores ativos e beneficia os piores. O mesmo raciocínio pode ser aplicado à negociação de ações no mercado de capitais. A dificuldade de financiamento adequado, talvez, seja uma das principais consequências da seleção adversa, o que prejudica a eficiência na alocação de recursos.

O risco moral pode ocorrer porque o agente é a parte mais informada e suas ações nem sempre são observáveis pelo principal. Logo, há incentivos para descumprir os objetivos do contrato estabelecido *ex-ante* com o dono do capital. Em outras palavras, o agente recebe apenas os bônus de suas ações, porém quem arca com os ônus é o principal. Assim, é necessário estabelecer mecanismos que alinhem os interesses dos gestores e proprietários, como, por exemplo, esquemas de remuneração variável. Os problemas da seleção adversa e *moral hazard* também podem ser minimizados com o *disclosure* corporativo (HEALY; PALEPU, 2001).

2.4 Governança Corporativa

O tema Governança Corporativa (GC) é um tópico popular na mídia, nos negócios, nas discussões acadêmicas, nos debates de reguladores e legisladores. Segundo Brickley e Zimmerman (2010, p. 236, tradução nossa), governança corporativa é: “o sistema de leis, regulamentos, instituições, contratos e políticas corporativas que direcionam e influenciam as ações dos tomadores de decisão de alto nível nas corporações (acionistas, conselhos e executivos)”⁴. O sistema de governança corporativa é composto de elementos como: conselho de administração, estrutura de propriedade, acordo de acionistas, auditoria independente, conselho fiscal, aquisições hostis, competição no mercado de trabalho (SILVEIRA, 2004).

Apesar da habitual recomendação de boas práticas de governança e das inúmeras pesquisas acadêmicas, segundo Brickley e Zimmerman (2010), não há uma teoria bem

³ Para Franco (2012, p. 49) a contumaz tradução de risco moral da expressão *moral hazard* não é adequada, por isso sugere a seguinte: “tentação do imoral.”

⁴ “The system of laws, regulations, institutions, contracts and corporate policies that direct and influence the actions of the top-level decision makers in the corporation (shareholders, boards, and executives)”.

desenvolvida que trate da natureza intertemporal e multidimensional do problema do desenho de contratos. Por conseguinte, não existe razão para acadêmicos, reguladores e especialistas classificarem determinada prática de governança em boa ou ruim ou proverem recomendações normativas sobre o assunto.

Em face dos diferentes incentivos econômicos de administradores e acionistas, surgem conflitos de agência⁵, pois os agentes nem sempre se comportam em prol dos interesses do principal. Para Byrd et al. (1998), os agentes podem: se esforçar menos, ter horizontes temporais mais curtos para investimento, mal utilizar os ativos corporativos. Além do *disclosure* corporativo, outros mecanismos podem ser utilizados para minimizar os conflitos de agência: conselho de administração, ameaça de aquisição hostil, compensação executiva (opções de compra, bônus de desempenho), estrutura de propriedade.

A estrutura de propriedade de uma empresa evidencia o direito sobre o fluxo de caixa (% ações totais) e sobre controle (% ações ordinárias). Em alguns países, a estrutura de propriedade é caracterizada pela dispersão das ações. Nesse cenário, o principal conflito de agência ocorre entre acionistas e administradores. Por outro lado, na maioria dos países (sobretudo nos emergentes), as firmas possuem acionistas controladores, destarte, o conflito é entre controladores e minoritários (LA PORTA et al., 2002).

A preponderância de estrutura de propriedade piramidal e a habitual divisão entre dois tipos de ações: preferenciais (sem direito a voto) e ordinárias (com direito a voto) nas companhias abertas brasileiras, favorece a existência de controladores que possuem pouco direitos sobre os fluxos de caixa (% do capital total), mas detêm a maior parte dos direitos de controle (% das ações com direito a voto), o que pode resultar na expropriação dos minoritários, controle das decisões estratégicas, aumento dos custos de agência, diminuição do *disclosure* corporativo e do retorno acionário (VERNE; SANTOS; POSTALI, 2009). Na definição paradoxal de Bebchuk, Kraakman e Triantis (2000) são “acionistas minoritários, mas controladores”: têm muito poder, alocam poucos recursos e não possuem a maioria do capital social da empresa controlada (mais de 50% do capital total). Diante disso, formula-se a primeira hipótese (H₁) desta pesquisa, a ser testada empiricamente: existe associação inversa entre concentração acionária e o nível de *disclosure* voluntário.

O conselho de administração tem duas funções primordiais: ratificar decisões estratégicas e monitorar a gestão. Conforme Brickley e Zimmerman (2010), essas funções não disputam o tempo dos conselheiros e são complementares e não substitutas. Segundo os mesmos autores, para cumpri-las, os conselheiros necessitam de habilidades pessoais e conhecimento da firma. Os conselhos são compostos por membros internos e externos (que não são executivos) eleitos por alguns acionistas para defender os interesses de todos os acionistas. Além disso, quanto maior a quantidade de membros do conselho, mais recursos o *board* tem para cumprir suas funções precípuas. No entanto, um conselho maior gera custos adicionais, por isso, para Lipton e Lorsch (1992), existe um nível teórico ótimo para o tamanho do conselho. Portanto, segundo os mesmos autores, o número de membros deve ser menor que dez, pois a partir dessa quantidade há sinais de ineficiência quando comparado com conselhos menores. Diante dessas constatações, formula-se a segunda hipótese (H₂) desta pesquisa, a ser testada empiricamente: existe associação direta entre quantidade de membros no conselho de administração e o nível de *disclosure* voluntário.

A estrutura do conselho de administração nem sempre indica algo sobre a qualidade do *board*. Evidências empíricas robustas indicam que a presença de conselhos entrelaçados (*board interlocking*) e diretores ocupados (*busy directors*) têm impacto negativo na qualidade do conselho. Para outros atributos observáveis, tamanho do conselho e diversidade de gênero (presença de mulheres) as evidências são mistas. Para o acúmulo de cargo do diretor

⁵ Conflitos de agência surgem em cenários com ou sem informação assimétrica.

executivo e presidência do conselho (dualidade do CEO) não existem evidências robustas. Por fim, não existem evidências robustas quanto à independência dos membros (percentual de membros externos em relação ao total) do *board* (LARCKER; TAYAN, 2011).

Apesar de o *home bias*⁶ afetar as decisões de investimento, há um aumento do fluxo de capitais entre os mercados financeiros de todo o mundo. Investidores estão atentos a novas oportunidades com baixo risco ou retorno elevado e investem mais em empresas estrangeiras. No entanto, investidores estrangeiros possuem menos informações do que domésticos e não têm conexões políticas, que são alguns dos elementos substitutos da governança corporativa. A dificuldade de financiamento e a possibilidade de maior expropriação dos investidores levam empresas oriundas de países emergentes a listar suas ações em mercados de capitais desenvolvidos e regulados. Por consequência, de acordo com a *Bonding Hypothesis*, essas firmas evidenciam mais informações e melhoram o sistema de governança corporativa. Empresas estrangeiras com ações negociadas no mercado norte-americano divulgam mais informações para atrair investidores desse mercado.

Segundo Archambault e Archambault (2003), o mercado de capitais onde são negociadas as ações de uma empresa influencia as práticas de *disclosure*. Logo, evidências empíricas robustas mostram que a presença de acionistas estrangeiros está associada a um maior nível de evidenciação voluntária e a um bom sistema de governança (BEBCHUK; WEISBACH, 2009). Por isso, neste estudo, utiliza-se a internacionalização (emissão de ações no exterior) como variável de controle. No caso, considera-se internacionalizada a empresa brasileira que emitir *American Depositary Receipts* (ADR) nos níveis II e III, pois somente nesses níveis as firmas estrangeiras são obrigadas a atender às exigências da SEC e a elaborar demonstrações financeiras em US GAAP. E, por isso, tendem a divulgar mais informações de forma voluntária no país de origem (MURCIA, 2009).

Em países com ambiente institucional fraco, as preocupações com a qualidade da governança corporativa são prementes, pois, devido ao fraco *enforcement* da legislação societária local, estrutura de propriedade concentrada, baixo nível de *disclosure* e pouca proteção aos direitos de acionistas minoritários, a qualidade da GC é duvidosa (BEBCHUK; WEISBACH, 2009). Leuz, Lins e Warnock (2010) encontraram evidências que problemas de governança prejudicam mais a captação de recursos oriundos de investidores estrangeiros do que domésticos. Portanto, a qualidade da GC afeta os fluxos de capitais, a integração econômica mundial e o *disclosure* corporativo.

2.3 Teoria do *Disclosure* Discricionário

Para Verrecchia (2001) ainda não existe um modelo principal que abarque todos os pormenores do *disclosure*. Verrecchia (2001) realizou uma abordagem analítica dos modelos matemáticos das pesquisas em contabilidade que buscam prever a divulgação. Posteriormente, os classificou em três amplas⁷ categorias: (i) divulgação baseada em associação (*association based-disclosure*): estuda os efeitos da divulgação no comportamento dos agentes econômicos e a associação entre *disclosure* e variáveis de mercado; (ii) baseada em julgamento (*discretionary-based disclosure*): estuda quais incentivos os gestores têm para divulgar ou não informações (iii) baseada em eficiência (*efficiency-based disclosure*): examina qual é o tipo de divulgação ideal. A partir da premissa que a evidenciação possui características endógenas, a *discretionary-based disclosure* – conhecida como Teoria do *Disclosure* Discricionário – visa compreender os incentivos econômicos e as circunstâncias que levam os gestores a,

⁶ Segundo Coval e Moskowitz (1999), *home bias* é a preferência dos investidores em investir em ações domésticas, apesar dos benefícios comprovados da diversificação internacional. Esse viés pode surgir das dificuldades associadas ao investimento em títulos mobiliários estrangeiros, como restrições legais e custos adicionais de transação.

⁷ Para mais detalhes, consulte Sallotti e Yamamoto (2005).

voluntariamente, divulguem informações privadas para o público. Assim, devido à natureza da pesquisa, este artigo se encaixa na segunda categoria proposta por Verrecchia (2001).

A Teoria da Divulgação Discricionária considera que os gestores tendem a divulgar somente informações positivas. Porém, para agentes econômicos com expectativas racionais, a não evidenciação sinaliza a possível existência de dados que não são positivos, o que gera problemas de seleção adversa. As empresas, então, evidenciam informações negativas para não serem penalizadas pelo mercado. Além disso, as boas notícias são divulgadas antes das ruins (KOTHARI; SHU; WUSOCKY, 2008).

A empresa pode evidenciar informações que não estão legalmente previstas, via *disclosure* voluntário. Ao divulgar questões relacionadas aos aspectos estratégicos, estrutura organizacional, indicadores de eficiência, planos de investimento, a evidenciação voluntária, com intuito de maximizar a satisfação dos usuários externos, é complementar e visa incrementar a qualidade das demonstrações contábeis. No entanto, conforme, Hermalin e Weisbach (2012, p. 196), pela ótica contratual da firma, o aumento da quantidade e qualidade da divulgação é uma “faca de dois gumes”: por um lado, melhora o monitoramento dos gestores, por outro, o benefício do monitoramento não flui completamente para os acionistas. Por dois motivos. Primeiro: altera o comportamento dos administradores de forma adversativa, pois pode induzi-los a tomar ações destruidoras de valor econômico. Segundo: mesmo na ausência de poder de barganha, gera aumento das remunerações executivas. Assim, após certo nível, na margem, os custos superam o benefício e, por consequência, podem reduzir o valor da firma.

Empresas maiores divulgam mais informações, pois se beneficiam do aumento da liquidez das ações e da redução do custo de capital decorrente da elevação do nível de *disclosure* (DIAMOND; VERRECCHIA, 1991; LANG; LUNDHOLM, 1993). Ademais, segundo a hipótese dos custos políticos de Watts e Zimmerman (1986), empresas maiores atraem mais atenção da sociedade e governos e, por conseguinte, sofrem mais pressão em diversos aspectos. Assim, tendem a evidenciar mais para reduzir os custos políticos. Em face dessas evidências teóricas e empíricas, nesta pesquisa utiliza-se o tamanho da empresa, medido pelo logaritmo natural do ativo total, como variável de controle.

Ainda dentro da teoria da divulgação discricionária, outra forma de analisar a divulgação voluntária é sob o prisma estratégico. A relação entre o gestor e o provedor de capital é um jogo de estratégia: o administrador tem incentivos para escolher quais informações privadas serão reveladas; sabendo disso, o provedor de capital se antecipará e estabelecerá mecanismos contratuais implícitos ou explícitos para evitar a expropriação do patrimônio (GUAY, VERRECCHIA, 2007; DYE, 2001). É importante ressaltar que o administrador é quem toma as decisões de *disclosure*. Assim, ao definir a estrutura de governança e o sistema de incentivos, os acionistas devem considerar os impactos sobre a satisfação dos gestores.

2.5 Estudos Anteriores: Relação Governança e *Disclosure* Voluntário

Ho e Wong (2001) examinaram a relação entre GC e evidenciação voluntária em todas as empresas listadas em Hong Kong no final de 1997. Os atributos de governança escolhidos foram: número de conselheiros independentes em relação ao total de membros, dualidade do CEO, porcentagem de membros da família controladora no conselho, comitê de auditoria. Os autores encontraram evidências que o comitê de auditoria está positivamente relacionado com a extensão do *disclosure*, enquanto a presença de membros da família no conselho está negativamente relacionada. Eng e Mak (2003) encontraram evidências para 158 firmas listadas em Cingapura que o aumento de conselheiros externos reduz a evidenciação voluntária. Por outro lado, menor presença de gestores com muitas ações e participação significativa do Estado na composição acionária está associada com mais divulgação de

informações voluntárias. Entretanto, na presença de grandes blocos de controle acionário a associação é negativa.

Chau e Gray (2002), com uma amostra de 62 empresas listadas em Cingapura e Hong Kong, verificaram que empresas com controle familiar divulgam menos informações voluntárias. Gul e Leung (2004), numa amostra de 385 empresas de Hong Kong no ano de 1996, encontraram evidências que a dualidade do CEO está relacionada com baixo nível de *disclosure*, no entanto, na presença de membros externos no conselho, essa associação negativa CEO/evidenciação é moderada. Cheng e Courtenay (2006) mostraram que firmas com maior independência do conselho têm nível mais elevado de evidenciação voluntária. Huafang e Jiangu (2007), com 559 observações da bolsa de Shanghai no ano de 2002, encontram evidências que empresas com presença de acionistas com mais de 5% das ações (*blockholder ownership*), firmas maiores, listadas no exterior ou com acionistas estrangeiros possuem maior nível de evidenciação.

No Brasil, cita-se, dentre outros, Lanzana (2004), Murcia (2010) e Gondrige (2009). Lanzana (2004) examinou quais elementos da GC poderiam afetar o nível de *disclosure*. Com uma mostra de 161 empresas foi possível calcular índice de *disclosure* de 58 empresas para o ano de 2002. A autora usou variáveis relacionadas à estrutura de propriedade e ao conselho de administração. Com a utilização de regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários e modelo Tobit, os resultados dos testes empíricos indicaram que firmas com conselho de administração mais independente, com controlador de origem privada, maior endividamento, com melhor desempenho e bem avaliadas pelo mercado evidenciam mais informações voluntárias.

Murcia (2009) examinou quais fatores explicam a extensão da evidenciação de informações voluntárias de caráter econômico, social e ambiental de 100 empresas abertas brasileiras não financeiras nos anos de 2006, 2007 e 2008. O autor verificou, por meio de modelo de regressão com dados em painel, que a origem do controle e a rentabilidade foram, estaticamente, significativas nos três modelos de *disclosure*. Por outro lado, o tamanho, governança, emissões de ações, crescimento e concentração de controle não foram, estatisticamente, significativas em nenhum dos três modelos.

Por meio de análise de correspondência e regressão linear múltipla, Gondrige (2010) examinou quinze variáveis explicativas relacionadas à estrutura de governança corporativa e de propriedade para o nível de *disclosure*. Os testes empíricos indicaram que o tamanho da empresa, existência de comitê de auditoria, tamanho do conselho de administração, empresas auditadas pelas cinco maiores empresas de auditoria e firmas listadas na Bolsa de Nova York são as variáveis mais significativas para explicar a evidenciação voluntária. A amostra foi composta de 225 empresas brasileiras abertas e não financeiras com dados coletados em 2008.

3 METODOLOGIA

3.1 Hipóteses

Com base no problema de pesquisa foram formuladas duas hipóteses: a primeira (H_1) alude à concentração do controle acionário; a segunda (H_2) se baseia na estrutura do conselho de administração:

H_1 : existe associação inversa entre a concentração acionária e o nível de *disclosure* voluntário.

H_2 : existe associação direta entre a quantidade de membros titulares no conselho de administração e o nível de *disclosure* voluntário.

3.2 Dados e Amostra

Para compor a amostra foram utilizadas as empresas listadas nas edições especiais da Revista Capital Aberto, intituladas “Anuário de Governança Corporativa” (2009, 2010, 2011, 2012). Essa publicação teve início em 2009, o que justifica o espaço temporal de quatro anos aqui adotado, de 2009 a 2012.

O objetivo do anuário é publicar as práticas de governança adotadas pelas 100 empresas mais líquidas listadas na BMF&Bovespa. Para isso, a liquidez é calculada com base nos maiores volumes médios diários de negociações, disponíveis na base de dados Econômica. Devido a limitações, em 2010 não foi necessário eliminar nenhuma empresa. Porém, conforme explanado no editorial de cada edição: em 2009 companhias foram excluídas (Confab, GP Invest e Bradespar) por não atenderem aos pedidos de verificação de informações; em 2011, a Vivo foi incorporada pela Telesp; e, em 2012, a LAEP fechou o capital. Desse modo, a amostra inicial extraída da revista é composta por 97 empresas em 2009, 100 em 2010 e 99 em 2011 e 2012. Não obstante, foram analisadas as empresas presentes nos quatro anos de publicação dos Anuários de Governança Corporativa, o que resultou em 64 entidades. Devido à particularidade das operações, excluíram-se as 10 empresas financeiras. Destarte, a amostra final, não probabilística, é composta por 54 empresas de capital aberto, ativas, não financeiras, listadas na BM&FBovespa.

Para o desenvolvimento do estudo, os dados relativos à estrutura de propriedade e composição do conselho foram extraídos do Anuário de Governança Corporativa da Revista Capital Aberto. Coletaram-se as demonstrações financeiras padronizadas (DFP) por meio do sítio eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Posteriormente, aplicou-se a técnica de análise de conteúdo com o propósito de avaliar o grau de evidenciação voluntária das empresas selecionadas.

3.3 Modelo Econométrico

Com o objetivo de responder ao problema de pesquisa, a realização dos testes empíricos é feita a partir do modelo de regressão múltipla (1), elaborado de acordo com os objetivos e hipóteses.

$$DISC_{it} = \beta_0 + \beta_1 CON_{it} + \beta_2 NMB_{it} + \beta_3 TAM_{it} + \beta_4 INTER_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Em que:

β = coeficiente angular da equação.

$DISC_{it}$: variável dependente, representando o nível de *disclosure* voluntário da empresa i no período t ;

CON_{it} : variável explicativa que identifica o último acionista da cadeia societária da firma i no período t ;

NMB_{it} : variável explicativa que indica o tamanho do conselho de administração da empresa i no período t ;

TAM_{it} : variável de controle representada pelo tamanho das empresas;

$INTER_{it}$: variável de controle representada pela internacionalização da empresa;

ε_{it} : assumindo a normalidade dos resíduos, é o termo de erro aleatório.

Para avaliar o nível de evidenciação voluntária das empresas selecionadas ($DISC_{it}$), utilizou-se o índice de *disclosure* construído por Murcia (2009), baseado em 13 estudos anteriores. Optou-se por esse índice para facilitar a comparabilidade dos resultados e reduzir a subjetividade inerente ao processo de constituição de uma métrica para avaliar a evidenciação das firmas. O índice (disponível para consulta no Anexo A) é composto por seis categorias e 43 subcategorias: ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (7), índices financeiros (4) e governança corporativa (8). As informações foram avaliadas de forma binária: nota (1) para divulgação de determinada informação e, caso contrário, nota (0).

É importante ressaltar que desde 2008, em função das alterações na lei 6.404 (1976), em especial as ocasionadas pela lei 11.638 (2007) e pela lei 11.941 (2009), a Demonstração

do Fluxo de Caixa (DFC) tornou-se obrigatória para todas as sociedades de capital aberto ou com patrimônio líquido superior a dois milhões de reais. Por esse motivo, na categoria Informações Financeiras foi excluída a subcategoria Demonstração do Fluxo de Caixa. Portanto, o índice utilizado possui 6 categorias e 42 subcategorias.

A relação entre governança corporativa e *disclosure* voluntário foi analisada com base em duas variáveis, uma relacionada à estrutura de propriedade e outra ao conselho de administração:

- Tipo de Estrutura de Propriedade (CON): variável binária que corresponde ao tipo de controle da empresa. Assume (1) se o controle for pulverizado, compartilhado ou estatal, (0) se o controle for estrangeiro ou familiar;

- Número de membros titulares no conselho de administração (NMB): mensurado pelo número total de conselheiros titulares;

Com o intento de aprimorar as evidências empíricas dos testes, as seguintes variáveis de controle foram utilizadas:

- Variável de controle 1 (VC1): Tamanho da empresa (TAM), mensurado pelo logaritmo natural do ativo total.

- Variável de controle 2 (VC2): Internacionalização (INTER), variável binária que assume (1) se a empresa emitir *American Depositary Receipts* (ADRs) nos níveis II e III; e (0) caso contrário.

Tendo como base a revisão da literatura e as hipóteses formuladas, o Quadro 1 apresenta os resultados esperados dos coeficientes associados às variáveis independentes e de controle.

Quadro 1: Comportamento esperado

Hipótese	Variável	Comportamento Esperado	Sinal
H ₁	CON	Empresas com estrutura de propriedade mais concentrada evidenciam menos informações voluntárias.	-
H ₂	NMB	Firmas com maior número de membros titulares no conselho de administração evidenciam mais informações voluntárias	+
Controle	TAM	Empresas de maior porte têm maior nível de <i>disclosure</i> .	+
Controle	INTER	Empresas que emitem <i>American Depositary Receipts</i> (ADRs) nos níveis II e III possuem maior nível de <i>disclosure</i> voluntário	+

Fonte: Elaborado pelos autores (2013)

3.4 Estimação, Testes Estatísticos e Dados em Painel

Depois que o modelo é estabelecido, é imperativo avaliar os parâmetros. A estimação por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO), como ressaltado por Greene (2008), é uma metodologia de estimação natural, que ocasiona um uso claro da estrutura do modelo. Quando da aplicação dos MQO, Brooks (2008) enfatiza que devem ser consideradas propriedades importantes, conhecidas como “melhores estimadores lineares não tendenciosos”.

Para que o modelo de regressão seja aplicado de forma válida, as seguintes premissas devem ser consideradas (KENNEDY, 1998; BROOKS, 2008; GREENE, 2008; GUJARATI, 2011): (i) O termo de erro ε_i é distribuído normalmente; (ii) os erros têm média zero; (iii) os erros têm variância constante (conjectura da homoscedasticidade); (iv) os termos de erro são linearmente independentes uns dos outros; (v) não há relacionamento entre o termo de erro e o vetor de x correspondente (o vetor X_i é não estocástico).

De tal modo, para validar o modelo de regressão linear adotado, foram realizados com o apoio do *software* estatístico EViews, versão 6.0, os seguintes testes: Jarque-Bera para testar a normalidade dos resíduos (premissa i); White para detectar uma possível heteroscedasticidade (premissa ii); Durbin-Watson para testar a autocorrelação dos erros (premissa iv). Acrescenta-se que a estimação por MQO, conforme Brooks (2008) é consistente e sem viés mesmo na presença de termos de regressão estocásticos (premissa v) e

a utilização do termo constante x_i na regressão múltipla faz com que a premissa ii não seja violada. Ademais, foram aplicados os testes de significância t e F .

4 RESULTADOS E ANÁLISES

A estatística descritiva da amostra é apresentada, na Tabela 1, a seguir:

Tabela 1: Estatística Descritiva

	DISC	NMB	VC1
Média	22,7037	8,9630	0,2066
Mediana	21,5000	9,0000	0,1299
Máximo	35,0000	17,0000	2,1334
Mínimo	13,0000	5,0000	-1,0459
Desvio-Padrão	5,2726	2,4109	0,3314
Assimetria	0,3812	0,8879	1,6493
Curtose	2,2934	4,0616	9,8505
Jarque-Bera	9,7262	38,5221	520,2898
Probabilidade	0,0077	0,0000	0,0000
Observações	216	216	216
Transversais	54	54	54

Fonte: Elaborada pelos autores (2013)

Legenda: DISC: nível de *disclosure* voluntário da empresa; CON: tipo de controle da empresa; NMB: número de membros titulares no conselho de administração; VC1: variável de controle 1, representada pelo tamanho da empresa; VC2: variável de controle 2, representada pela internacionalização da empresa.

Como observado na Tabela 1, a amostra é composta por 216 observações (54 empresas analisadas durante quatro anos) e 54 transversais (quantidade de empresas utilizadas no estudo). A variável que apresentou maior coeficiente de variação foi a VC1, referente ao tamanho da empresa. O conjunto de dados relativo ao ativo da empresa apresenta a menor homogeneidade, com o coeficiente de variação de 160,4%.

Com o propósito de observar a evolução temporal da qualidade de evidência voluntária pelas empresas, transformou-se, apenas para a Tabela 2, a variável quantitativa relacionada ao *disclosure* em qualitativa. Para isso, as pontuações foram agrupadas em quartis, o que ocasionou a diferenciação em quatro grupos de escala de importância (1º quartil: excelente; 2º quartil: muito bom; 3º quartil: regular; 4º quartil: fraco).

Tabela 2: Nível de disclosure por ano

	2009	2010	2011	2012
Excelente	10	15	14	15
Muito Bom	14	13	14	13
Regular	13	14	14	13
Fraco	17	12	12	13
Total	54	54	54	54

Fonte: Elaborada pelos autores (2013)

Observa-se, nas informações dispostas na Tabela 2, uma melhoria no nível de *disclosure* voluntário com o passar do tempo. Enquanto em 2009 31% das empresas foram avaliadas como fracas, em 2012, esse é praticamente o percentual apresentado pelas empresas com a classificação excelente (28%). Entretanto nota-se também que há certa homogeneidade na pontuação total de cada quartil, fato reforçado pela média 13,5 comum às quatro escalas de importância. Destaca-se, ainda, que, durante o cálculo do *disclosure*, constatou-se que não há alterações significativas entre os anos em relação à quantidade de informações inseridas nas DFP. Ou seja, há similaridade entre as DFP de uma mesma empresa ao longo dos quatro anos, o que vai de encontro com as evidências encontradas por Souza (2010) para os Relatórios de Administração de 311 empresas brasileiras nos anos de 2008 e 2009.

Além da análise das características temporais presentes na Tabela 2, foi elaborada a Tabela 3 para conhecer um pouco mais sobre as transversais do modelo. De tal modo, as empresas com as melhores e piores avaliações, com base na média da razão entre o número de subcategorias evidenciado pela empresa nos quatro anos pelo número total de subcategorias do índice de *disclosure* espontâneo de Murcia (2009), foram:

Tabela 3: Melhores e piores desempenhos

Maiores Pontuações Quanto ao Disclosure			Menores Pontuações Quanto ao Disclosure				
Ranking	Empresa	Sector	Nota Média	Ranking	Empresa	Sector	Nota Média
1º	Cemig	Energia elétrica	82,73%	45º	Positivo	Tecnologia da informação	42,26%
2º	Sabesp	Saneamento	77,97%	46º	Lupatech	Infraestrutura	42,26%
3º	Petrobras	Petróleo, gás e biocombustíveis	77,97%	47º	Dasa	Saúde	42,26%
4º	Tractebel	Energia elétrica	73,21%	48º	Cyrella Reality	Construção	42,26%
5º	Embraer	Veículos e peças	73,21%	49º	Tam	Aviação	37,5%
6º	Copasa	Saneamento	70,83%	50º	PDG Reality	Construção	37,5%
7º	Copel	Energia elétrica	66,07%	51º	Iochpe-Maxion	Automotivo e ferroviário	37,5%
8º	Eletrobras	Energia elétrica	66,07%	52º	Gafisa	Construção	37,5%
9º	Oi	Telecomunicações	66,07%	53º	Ambev	Bebidas	37,5%
10º	Usiminas	Siderurgia	66,07%	54º	Odontoprev	Saúde	32,73%

Fonte: Elaborada pelos autores (2013)

A Cemig é a melhor colocada, tendo sido pontuada com 34 em 2009 e 35 nos demais anos. O setor de energia elétrica é o que apresenta a maior quantidade de empresas bem colocadas. Uma possível explicação é a atuação da agência reguladora do setor, a ANEEL (Agência Nacional de Energia Elétrica) que, conforme o Despacho 4.796 (2008) tornou obrigatório para “todas as concessionárias, permissionárias e autorizadas de energia do setor elétrico, assim como para o Operador Nacional do Sistema Elétrico – ONS, os Pronunciamentos Técnicos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC”. A boa classificação de 3 empresas do setor elétrico nesse *ranking*, está de acordo com as evidências empíricas encontradas por Murcia e Santos (2009).

O setor de construção aparece com menos pontos médios na avaliação da evidência voluntária. Rezende (2009) ressalta que as alterações na contabilidade do setor devido à internacionalização da contabilidade prejudicou a qualidade das demonstrações financeiras. Todavia, há de se acrescentar que todas as empresas receberam parecer sem ressalvas da auditoria independente.

A fim de avaliar características distintas da amostra, optou-se, adicionalmente, por executar individualmente quatro regressões múltiplas, sendo uma para cada ano da pesquisa, consoante a Tabela 4:

Tabela 4: Estatística de regressão múltipla

Estatística de regressão				ANOVA	
Ano	R-Quadrado	R-Quadrado Ajustado	Erro Padrão	F	F de significação
2009	0,1840	0,1174	4,9742	2,7637	0,0377
2010	0,1350	0,0643	5,1162	1,9119	0,1233
2011	0,1585	0,0898	5,0460	2,3087	0,0710
2012	0,1037	0,0305	5,2134	1,4173	0,2422

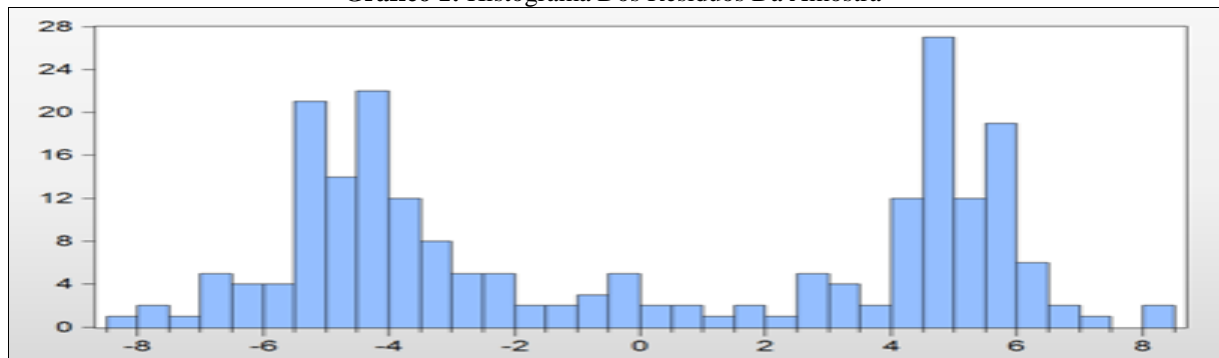
		Interseção	Variável CON	Variável NMB	Variável VC1	Variável VC2
2009	<i>Coefficientes</i>	15,5215	0,8860	0,6609	-1,4144	1,1349
	<i>Erro padrão</i>	2,7675	1,3683	0,2941	1,7508	1,6153
	<i>Stat t</i>	5,6085	0,6475	2,2474	-0,8078	0,7026
	<i>valor-p</i>	0,0000	0,5203	0,0291	0,4231	0,4856
2010	<i>Coefficientes</i>	16,3363	0,8400	0,6101	1,0073	1,8267
	<i>Erro padrão</i>	2,9477	1,4838	0,3409	2,3244	1,6059
	<i>Stat t</i>	5,5420	0,5661	1,7897	0,4334	1,1375
	<i>valor-p</i>	0,0000	0,5739	0,0797	0,6667	0,2609
2011	<i>Coefficientes</i>	18,5573	0,7950	0,5094	-5,8734	0,9860
	<i>Erro padrão</i>	2,8360	1,4129	0,3172	3,3656	1,7309
	<i>Stat t</i>	6,5435	0,5627	1,6062	-1,7451	0,5696
	<i>valor-p</i>	0,0000	0,5762	0,1147	0,0872	0,5715
2012	<i>Coefficientes</i>	17,5651	0,7738	0,4592	0,7940	1,7136
	<i>Erro padrão</i>	3,1152	1,4791	0,3389	3,1489	1,7405
	<i>Stat t</i>	5,6385	0,5232	1,3550	0,2522	0,9845
	<i>valor-p</i>	0,0000	0,6032	0,1816	0,8020	0,3297

Fonte: Elaborada pelos autores (2013)

Conclui-se, com auxílio nos dados apresentados, que o coeficiente de determinação R^2 do modelo (assim como o R^2 ajustado) diminuiu com o passar dos anos. As variáveis só foram significantes em conjunto em 2009 (ao nível 5%). Quando consideradas individualmente, nota-se que em 2009 apenas NMB é significativa a 5% (p -value 0,0291). Nos anos seguintes, nenhuma variável pode ser considerada individualmente significativa.

Frequentemente surgem situações nas quais se utilizam tanto séries temporais quanto transversais. Brooks (2008) explana que tal situação pode ser conceituada como “dados em painel”. Um painel de dados, conforme o autor, engloba informações de tempo e espaço – o painel mantém as mesmas entidades (indivíduos ou objetos) e mensura alguma quantidade sobre elas através do tempo. Portanto, torna-se oportuno aplicar essa metodologia para que as quatro regressões anteriormente apresentadas sejam analisadas por meio de técnicas de painel.

Assim, para testar a normalidade dos resíduos, foi aplicada a estatística Jarque-Bera, conforme o Gráfico 1 e a Tabela 5:

Gráfico 1: Histograma Dos Resíduos Da Amostra

Fonte: Elaborado pelos autores (2013)

Tabela 5: Estatística Descritiva e Jarque-Bera

Observações	216
Média	-0,0904
Mediana	-1,0736
Máximo	8,2817
Mínimo	-8,3510
Desvio-padrão	4,7062
Assimetria	0,0865
Curtose	1,3398
Jarque-Bera	25,0769
Probabilidade	0,0000

Fonte: Elaborada pelos autores (2013)

Conforme os dados da Tabela 5 e do Gráfico 1 rejeita-se a hipótese nula de que os resíduos são normalmente distribuídos (probabilidade 0,0000 do teste Jarque-Bera). Entretanto, o estimador de White, robusto na presença de heteroscedasticidade, não depende dessa hipótese de normalidade. Há, então, validação da regressão utilizada independente da não normalidade dos resíduos.

A Tabela 6, a seguir, apresenta o resultado da estimação por mínimos quadrados ordinários para dados empilhados (*pooled data*), levando em consideração erros padrões e covariância robusta à heteroscedasticidade (White):

Tabela 6: Estimação por Mínimos Quadrados Ordinários (*pooled regression*)

Variável dependente: DISC				
Amostra: 2009 2012				
Erro-padrão e covariância <i>cross-section</i> de White				
Variável	Coefficiente	Erro Padrão	Estatística <i>t</i>	Prob.
Constante	18,6808	0,2796	66,8194	0,0000
COM	0,3857	0,0872	4,4217	0,0000
NMB	0,3796	0,0198	19,2012	0,0000
VC1	-2,1063	0,1887	-11,1648	0,0000
VC2	2,1597	0,1880	11,4902	0,0000
R ²	0,4225			
R ² ajustado	0,4116			
Durbin-Watson	0,2931			
Estatística F	38,5985			

Fonte: Elaborada pelos autores (2013)

Legenda: DISC: nível de *disclosure* voluntário da empresa; CON: tipo de controle da empresa; NMB: número de membros titulares no conselho de administração; VC1: variável de controle 1, representada pelo tamanho da empresa; VC2: variável de controle 2, representada pela internacionalização da empresa.

Ao analisar as informações apresentadas na Tabela 6 é possível concluir que todos os coeficientes são significantes a 1% ou 5% (*p-value* 0,0000). A somatória dos coeficientes foi 19,4994. O coeficiente de determinação de 0,4225 significa que 42,25% da variabilidade da evidenciação sobre o valor médio é explicado pelo modelo. Ainda, a estatística F da regressão, que apresentou o valor de 38,5985 (*p-value* 0,0000), demonstra que todos os coeficientes são conjuntamente significantes. Em suma, constata-se que o modelo como um todo é válido, possui poder explicativo de 42,25% e quatro variáveis estatisticamente significantes.

Esperava-se que as empresas com estrutura de propriedade mais concentrada evidenciaríamos menos informações voluntárias. Então, o sinal esperado para o coeficiente da variável CON seria negativo. Observa-se, entretanto, que a estimação apresentou o valor 0,3857 para o coeficiente fazendo com que a H₁ seja rejeitada para a amostra desta pesquisa. Uma possível explicação para esse resultado é a adoção obrigatória das IFRS para as demonstrações contábeis consolidadas de companhias abertas a partir de 31 de dezembro de

2010, e para as demonstrações contábeis individuais, desde janeiro de 2008 (SILVA, 2013). Ao calcular o índice de *disclosure*, constatou-se que desde 2009 a maioria das empresas já estava em processo de adoção das IFRS. O processo de adoção das normas internacionais de contabilidade, talvez, tenha contribuído para o aumento da divulgação de informações voluntárias por todas as 54 empresas da amostra, independente da estrutura de propriedade e tamanho de cada uma.

A segunda hipótese considera que firmas com maior número de membros titulares no conselho de administração evidenciarão mais informações voluntárias. A variável NMEM apresentou coeficiente positivo e significativo, fazendo com que a H₂ não seja rejeitada. Ainda, esperava-se comportamento positivo para as variáveis de controle (conforme o Quadro 1). Tal expectativa foi suprida pelo comportamento da VC2 que apresentou o coeficiente positivo e significativo de 2,1597. A VC1, por outro lado, apesar de significativa, apresentou sinal contrário ao esperado (coeficiente VC1: -2,1063) o que permite concluir que, para a amostra utilizada, não houve associação direta entre o porte da empresa e a extensão do *disclosure* voluntário.

O Quadro 2 apresenta o resumo dos achados da pesquisa:

Quadro 2: Comportamento encontrado

Hipótese	Variável	Comportamento Encontrado	Sinal
H ₁	COM	Empresas com estrutura de propriedade mais concentrada evidenciam mais informações voluntárias.	+
H ₂	NMEM	Firmas com maior número de membros titulares no conselho de administração evidenciam mais informações voluntárias	+
Controle	TAM	Empresas de maior porte têm menor nível de <i>disclosure</i> .	-
Controle	INTER	Empresas que emitem <i>American Depositary Receipts</i> (ADRs) nos níveis II e III possuem maior nível de <i>disclosure</i> voluntário	+

Fonte: Elaborado pelos autores (2013)

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Esta pesquisa examinou os elementos da estrutura de propriedade e do conselho de administração que estão associados ao nível de divulgação voluntária de empresas brasileiras não financeiras com ações negociadas na Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo. A amostra do estudo é não probabilística e é composta por 54 empresas não financeiras. A análise do *disclosure* foi feita a partir das Demonstrações Financeiras Padronizadas dos exercícios findo em 2009, 2010, 2011, 2012. Estabeleceram-se as seguintes hipóteses: (i) existe associação inversa entre concentração acionária e o nível de *disclosure* voluntário; (ii) existe associação direta entre firmas com maior número de membros titulares no conselho de administração e o nível de *disclosure* voluntário.

A análise dos resultados permite observar a existência de associação direta entre concentração acionária e nível de *disclosure* voluntário. Ademais, corroborou-se que para a amostra aqui utilizada, o número de membros titulares no conselho de administração está diretamente associado ao nível de *disclosure* voluntário das empresas. Observou-se, ainda, que empresas de maior porte apresentam, em média, menor nível de evidenciação e, de forma oposta, companhias que emitem *American Depositary Receipts* (ADRs) nos níveis II e III possuem, em média, maior nível de *disclosure* espontâneo.

O principal limitador presente se encontra na presunção de relações de causalidade entre as variáveis, problema comum, conforme Himmelberg (2003), em pesquisas de governança corporativa. Nesta pesquisa, com base em estudos anteriores, foram assumidas hipóteses de que determinadas características de governança corporativa poderiam afetar o *disclosure* voluntário. Apesar de existir teoria que embasa os achados, ainda assim existe a possibilidade da relação de causalidade não ser correta. Soma-se a isso a influência do tamanho do mercado de capitais brasileiro e a pouca quantidade de informações disponíveis.

Outro aspecto limitador está relacionado ao espaço temporal da pesquisa: apenas quatro anos. Some-se a isso, o processo de convergência com as normas contábeis internacionais, que também limita as análises feitas neste estudo.

Para pesquisas futuras, sugere-se que não apenas outras variáveis de governança corporativa sejam acrescentadas, ou um espaço temporal maior seja utilizado, como também diferentes técnicas estatísticas, tal como um modelo vetores autorregressivos conexo a testes de causalidade Granger com dados trimestrais, sejam usadas de modo a verificar os resultados aqui obtidos e detalhar melhor a associação entre evidenciação voluntária e governança corporativa.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. A. The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALCHIAN, A. A.; DEMSETZ, H. Production, Information Costs, and Economic Organization, **American Economic Review**, v. 62, p. 772-795, 1972.
- AGÊNCIA NACIONAL DE ENERGIA ELÉTRICA - ANEEL. **Despacho Nº 4.796/08**. Aprovar e tornar obrigatório para todas as concessionárias, permissionárias e autorizadas de energia do setor elétrico, assim como para o Operador Nacional do Sistema Elétrico – ONS, os Pronunciamentos Técnicos emitidos pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis – CPC. Disponível em <www.aneel.gov.br>. Acesso em 1 jun. 2013.
- ARROW, K. J. **The Economics of Agency**: a report of the center for research on organizational efficiency. Stanford University, 1985. Disponível em: <<http://classwebs.spea.indiana.edu/kenricha/Oxford/Archives/Oxford%202006/Courses/Governance/Articles/Arrow.pdf>>. Acesso em: 29 jan. 2013.
- BALL, Ray; KOTHARI, S.P.; ROBIN, Ashok. The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. **Journal of Accounting and Economics**, v. 29, p. 1-51, 2000.
- BEARLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan, 1932.
- BEBCHUK, L. A.; WEISBACH, M. S., The State of Corporate Governance Research. **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 939-961, mar. 2010
- BEBCHUK, Lucian A.; KRAAKMAN, Reinier H.; TRIANTIS, George G. **Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity**: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. Concentrated Corporate Ownership, National Bureau of Economic Research, 2000. Disponível em: <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/2000.Bebchuk-Kraakman-Triantis.Stock.Pyramids.pdf>>. Acesso em: 28 fev. 2013.
- BEYER, Anne; COHEN, Daniel A.; L.Y.S, Thomas Z.; WALTHER, Beverly R. The Financial Reporting Environment: Review of the Recent Literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, n. 1-2, p. 296-343, 2010.
- BRASIL. LEI N.º 11.638 de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 28 de dez. 2007. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/ato2007-2010/2007/lei/11638.htm>. Acesso em 12 jun. 2013.

BRASIL. LEI N.º 11.941 de 27 de maio de 2009. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 28 de maio 2009. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/111638.htm>. Acesso em: 12 jan. 2011.

BRASIL. LEI N.º 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil**, Brasília, DF, 15 de dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm>. Acesso em: 12 jan. 2011.

BRICKLEY, J. A.; ZIMMERMAN, J. L. Corporate governance myths: comments on Armstrong, Guay and Weber. **Journal of Accounting and Economics**, v. 50, p. 235-245, 2010.

BROOKS, C. **Introductory econometrics for finance**. 2. ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

BUSHMAN, R.; SMITH, A. Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. **DEL Economic Policy Review**, v. 9, n. 1 p. 65-87, abr. 2003.

BYRD, J.; PARRINO, R.; PRITSCH, G. Stockholder-Manager Conflicts and Firm Value. **Financial Analysts Journal**, v. 54, n. 3 p. 14-30, mai./jun. 1998.

CHAU, Gerald K.; GRAY, Sidney J. Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore. **The International Journal of Accounting**, v. 37, p. 247-265, 2002.

CHENG, Eugene C. M.; COURTENAY, Stephen M. Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. **The International Journal of Accounting**, v. 41, n. 3 p. 262-289, 2006.

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

COVAL, J. D.; MOSKOWITZ, T.J. Home Bias at home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 6, p. 2045- 2073, dez. 1999.

DIAMOND, Douglas; VERRECCHIA, Robert. Disclosure, liquidity and the cost of capital. **Journal of Finance**, v. 46, p. 1325-1360, 1991.

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

ECCLES, R. G.; SERAFEIM, G.; KRZUS, M.P. Market interest in nonfinancial information. **Journal of Applied Corporate Finance**, v. 23, n. 4, p. 113-127, Outono, 2011.

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary disclosure. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 22, p. 325-345, 2003.

FAMA, E. Agency Problems and the theory of the firm. **Journal of Political Economy**, v. 88, n. 2, p. 288-307, abr. 1980.

FRANCO, G. H. B. **As leis secretas da economia: revisitando Roberto Campos e as leis do Kafka**. Rio de Janeiro: Zahar, 2012.

GONDRIGE, E. O. **Fatores explicativos do disclosure voluntário das empresas brasileiras de capital aberto: um estudo sob a perspectiva da estrutura de governança corporativa e de**

- propriedade. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Paraná 2010.
- GRAHAM, J.R., HARVEY, C. R., RAJGOPAL, S. The economic implications of corporate financial reporting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, p. 3–73, 2005.
- GREENE, W. H. **Econometric analysis**. 6. ed. Pearson: New Jersey, 2008.
- GROSSMAN, S. J., HART, O. Disclosure laws and takeover bids. **Journal of Finance**, v. 35, p. 323-334, 1980.
- GUAY, Wayne R.; VERRECCHIA, Robert E. Conservative Disclosure. **Social Science Research Network (SSRN)**, jun. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=995562>> Acesso em: 29 jan. 2013.
- GUJARATI, D. N. **Econometria básica**. 3. ed. São Paulo: Pearson, 2000.
- GUL, Ferdinand A.; LEUNG, Sidney. Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 23, p. 351-379, 2004.
- HEALY, Paul; PALEPU, Krishna. Information asymmetry, corporate disclosure and capital markets: A review of empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.
- HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Information Disclosure and Corporate Governance. **The Journal of Finance**, v. 67, n. 1, p. 195-233, fev. 2012.
- HO, Simon S.M.; WONG, Kar Shun. A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**, v. 10, p. 139-156, 2001.
- HUAFANG, Xiao; JIANGUO, Yuan. Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 6, p. 604-619, 2007.
- JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, p. 305-360, out. 1976.
- KENNEDY, P. **A guide to econometrics**. 4. ed. Cambridge: The MIT Press, 1998
- KOTHARI, S. P.; SHU, Susan, WYSOCKI, Peter. Do managers withhold bad news? **Social Science Research Network (SSRN)**, abr. 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=803865>>. Acesso em: 29 jan. 2013.
- LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate valuation. **Journal of Finance**, v. 57, n. 3, p. 1147-1170, jun. 2002.
- LANG, Mark; LUNDHOLM, Russell. Cross-sectional determinants of analyst rating of corporate disclosures. **Journal of Accounting Research**, v. 31, p. 246-271, 1993.
- LANZANA, Ana Paula. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LARCKER, D.; TAYAN, B. **Corporate Governance Matters: a closer look at organizational choices and their consequences**. 1. ed. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2011.

LEUZ, C., K. V. LINS, F. E. WARNOCK. Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms? **The Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, mar. 2010.

LIPTON, Martin. LORSCH, W. A modest proposal for improved corporate governance. **Business Lawyer**, v. 48, n. 1, p. 59-77, 1992.

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

MILGROM, P. Good news and bad news: representation theorems and applications. **The Bell Journal of Economics**, v. 12, n. 2, p. 380-391, outono, 1981.

MILGROM, P.; ROBERTS, J. Relying on the information of interested parties. **Rand Journal of Economics**, v. 17, n. 1, p. 118-32, primavera, 1986.

MURCIA, F. D. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil**. 2009. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

MURCIA, F. D.; SANTOS, A. Principais práticas de disclosure voluntário das 100 maiores empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo. **Revista de Contabilidade e Controladoria**, v. 1, p. 61-78, 2009.

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

REVISTA CAPITAL ABERTO. **Anuário de Governança Corporativa**. 2009, 2010, 2011, 2012. Edição especial.

REZENDE, I. C. C. **Análise comparativa das normas contábeis brasileiras, norte-americanas e internacionais aplicáveis ao setor de construção civil**: um estudo de caso numa empresa do estado da Paraíba. 2009. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós- Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2009.

RIPLEY, W. Z. **Main Street and Wall Street**. Montana: Kessinger Publishing, 1927.

SALOTTI, B.; YAMAMOTO, M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **Brazilian Business Review**, v. 2, n. 1, p. 53-70, 2005.

SILVA, Ricardo Luiz Menezes da. **Adoção completa das IFRS no Brasil**: qualidade das demonstrações contábeis e o custo de capital próprio. 2013. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 2004. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SOUZA, L. M. **Análise das Variáveis que Explicam o Nível de Similaridade dos Relatórios da Administração das Empresas Negociadas no Mercado Acionário Brasileiro**. 2010. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa Multi-institucional e Inter-Regional de Pós- Graduação em Ciências Contábeis da Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, 2010.

VERNE, Renata Macedo; SANTOS, Rafael Liza; POSTALI, Fernando Slaibe. **Estruturas de propriedade piramidais e seus efeitos sobre o valor de mercado das companhias brasileiras que abriram capital no período 2004-2007**, Fundação Getúlio Vargas, jun. 2009. Disponível em:

<http://bibliotecadigital.fgv.br/ocs/index.php/ebf/9EBF/paper/viewFile/902/174> Acesso em: 19 mar. 2013.

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

WATTS, R.; ZIMMERMAN, J. **Positive accounting theory**. New Jersey: Prentice Hall, 1986.

ANEXO A: Métrica Para a Avaliação do *Disclosure* Voluntário

Figura 1: Métrica Para a Avaliação do *Disclosure* Voluntário

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

Fonte: Murcia (2009)

APÊNDICE A: Empresas Que Compõem a Amostra
Quadro 3: Detalhamento da composição da amostra

RAZÃO SOCIAL	SETOR	PORTE (R\$ Mil)
AES Tiete	Energia Elétrica	3.944.328
Cia Bebidas das Américas - AMBEV	Bebidas	54.159.769
B2W Varejo	Varejo	4.786.747
Braskem	Petroquímico	41163578
CCR	Concessão de Rodovias	14.305.826
Cia Energética de Minas Gerais - Cemig	Energia Elétrica	40.772.961
Cesp	Energia Elétrica	16.889.872
Copasa	Saneamento	9.028.137
Cia Paranaense de Energia - Copel	Energia Elétrica	21.211.554
Cosan	Açúcar e Alcool	22.124.135
CPFL Energia	Energia Elétrica	31.075.687
Cia Siderúrgica Nacional	Siderurgia	49.295.228
CTEEP	Energia Elétrica	9.836.575
Cyrela Reality	Construção e Incorporação	13.829.895
Dasa	Medicina Diagnóstica	4.272.175
Duratex	Material de Construção	7.758.598
Centrais Elétricas Brasileiras	Energia Elétrica	172.195.578
Embraer	Veículos e Peças	19.393.667
Gafisa	Construção e Incorporação	9.070.994
Gerdau	Siderurgia	53.093.158
Gol	Transporte Aéreo	9.027.098
Iochpe-Maxion	Automotivo e Ferroviário	5.785.582
JBS	Alimentos	49.756.193
Light	Energia Elétrica	11.726.571
LLX	Logística	3.658.738
Localiza	Aluguel de Carros	4045908
Lojas Americanas	Comércio	11.080.294
Lojas Renner	Varejo	3.770.028
Lupatech	Infraestrutura	1.632.002
Marfrig	Alimentos	25.589.454
MMX Mineração	Mineração	7.739.234
MPX Energia	Energia	9.451.180
MRV	Construção e Incorporação	11.108.742
Natura	Cosméticos	5.375.379
Odontoprev	Serviços Médicos	998.701
OGX Petróleo	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	17.116.348
Oi	Telecomunicações	77.791.271
Cia Brasileira de Distribuição	Comércio	35.396.234
PDG Reality	Construção e Incorporação	16.034.172
Petrobras	Petróleo, Gás e Biocombustíveis	677.716.287
Positivo Informática	Tecnologia da Informação	1.815.432
Randon Part	Transporte e Autopeças	4.321.295
Rossi Residencial	Construção e Incorporação	8.231.963
Sabesp	Saneamento Básico	26.675.793
Souza Cruz	Outros	6.124.681
Suzano Papel e Celulose	Papel e Celulose	25.353.437
Tam (Atual Latam)	Aviação	42.082.341
Telefônica Brasil	Telecomunicações	70.254.667
Tim Participações S. A.	Telecomunicações	26.108.977
Totvs	Tecnologia da Informação	1.420.621
Tractebel Energia S. A.	Energia Elétrica	12.264.416
Usinas Sid de Minas Gerais - Usiminas	Siderurgia	32.774.219
Vale S. A.	Química	266.921.654
Weg	Bens Industriais	8.873.550

Fonte: Elaborada pelos autores (2013). **Obs.** Porte: Referente ao ano 2012.