

Bonding Hypothesis: Análise da Relação Entre Disclosure, Governança Corporativa e Internacionalização de Companhias Abertas no Brasil

Bonding Hypothesis: Analysis of the Relationship Between Disclosure, Corporate Governance and Internationalization of Companies Open in Brazil

Flávia Cruz de Souza¹, Fernando Dal-Ri Murcia², Rosilene Marcon³

RESUMO

O presente estudo teve como objetivo investigar a associação entre o nível de *disclosure*, as práticas de governança corporativa e o grau de internacionalização (nível das ADRs emitidas) das 100 maiores companhias abertas no Brasil. O *disclosure* foi analisado com base nas DFP's dos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008 utilizando-se a métrica de Murcia (2009); a variável "nível de governança corporativa" levou em conta o fato de a empresa estar ausente/presente em um dos "Níveis Diferenciados de Governança" da BM&FBovespa; a variável "grau de internacionalização" foi representada pela emissão de um dos níveis de *American Depositary Receipts* (ADRs). Para a análise dos dados, foi utilizada a técnica Análise de Correspondência Simples e Múltipla. Os principais resultados evidenciaram que: ótimo *disclosure* econômico está relacionado com negociação de ADRs na bolsa de valores norte-americana; empresas com *disclosure* econômico ruim ou regular negociam seus títulos apenas no mercado de capitais brasileiro e empresas com um *disclosure* econômico intermediário (bom) negociam títulos no mercado de balcão norte-americano; baixa governança está associada com negociação de títulos apenas no mercado de capitais brasileiro, enquanto que alta governança tem relação com emissão de títulos na bolsa de valores norte-americana.

Palavras-chave: *disclosure*, governança corporativa, internacionalização.

ABSTRACT

The relationship of corporate disclosure, corporate governance practices and the degree of internationalization degree (level of ADRs emitted) of the one hundred largest listed companies in Brazil. The level of disclosure was determined from financial statements for fiscal years 2006, 2007 e 2008, using the disclosure index proposed by Murcia (2009); the level of corporate governance was calculated based on whether the firm participated in one of the 'Differentiated Levels of Governance' recognized by the Brazilian stock exchange (BM&FBovespa); and the degree of internationalization was calculated based on the emission of American Depositary Receipts (ADRs). Single and Multiple Correspondence Analysis was used for analyzing the data. Findings were current with the bonding hypothesis: firms with emission of ADRs on the American stock market have higher levels of disclosure; companies with poor or average disclosure negotiate their stocks only on the Brazilian Stock Exchange; good economic disclosure is related to the over-the-counter U.S Market; poor levels of corporate governance are associated with issuing stocks only in the Brazilian Market; and companies that have their stock listed in the U.S. Stock Market present higher levels of corporate governance.

Keywords: *cross-listing, disclosure, corporate governance, internationalization.*

¹ Universidade Federal de Santa Catarina - flavia_c_souza@hotmail.com

² Universidade de São Paulo - fernandomurcia@hotmail.com

³ Universidade do Vale do Itajaí - rmarcon@univali.br

1 CONSIDERAÇÕES INICIAIS

Uma das características que define as empresas modernas é a separação entre propriedade e gestão, já que os indivíduos que têm capacidade para gerir negócios não são, necessariamente, aqueles que possuem os recursos para implementá-los. Nesse ambiente, as empresas, administradas pelos gestores (ou acionistas controladores), estão interessadas em captar recursos dos acionistas. Entretanto, para que um contrato de investimento em uma empresa seja celebrado, faz-se necessário o estabelecimento de um preço justo estipulado com base em diferentes tipos de informações (situação econômico-financeira, projetos futuros etc.) sobre as empresas.

Assim, percebe-se que disponibilidade de informações é um elemento-chave para a alocação eficiente de recursos e crescimento da economia. A ideia é que a ausência de informações confiáveis impede a alocação de capital humano e financeiro na economia (Bushman & Smith, 2001), sendo que o funcionamento eficiente do mercado de capitais depende, significativamente, do fluxo de informações entre a companhia e seus *stakeholders*. Logo, percebe-se que um mercado de capitais líquido e abrangente demanda que as empresas que emitem títulos e valores mobiliários divulguem informações acuradas sobre suas operações.

Contudo, a informação é imperfeita, sua obtenção possui custo, existe assimetria de informação e o nível dessa assimetria é afetado pela ação das companhias e dos indivíduos (Stiglitz, 2000). Consequentemente, uma das principais barreiras que impedem o desenvolvimento de certos mercados de capitais é o custo para se tornar bem informado (Young & Guenther, 2003).

Pode-se dizer que o investidor racional, que tem consciência de sua desvantagem informacional perante os controladores, apenas optará em investir na empresa caso suas incertezas sejam reduzidas a um nível satisfatório ou caso seja pago, adequadamente (prêmio), por incorrer nos riscos decorrentes da falta de informação.

Esse argumento baseia-se no problema de assimetria informacional existente entre usuários internos da empresa (gestores, acionistas

controladores etc.) e usuários externos (acionistas minoritários, credores etc.). Isso acontece porque os usuários internos estão mais bem informados, pois possuem acesso privilegiado às informações já que estão dentro da companhia.

Ressalte-se que a existência de assimetria informacional não se limita a gestores e investidores, já que esse mesmo fenômeno pode estar presente também entre os investidores. De acordo com Beaver (1998), a assimetria entre investidores é caracterizada pela presença de investidores mais bem informados e investidores menos informados. Nesse ambiente, os investidores mais bem informados possuem incentivos para obter retornos anormais negociando com os investidores menos informados.

A ideia subjacente é de que o *disclosure* reduz a assimetria aproximando os níveis de informação entre os participantes do mercado, visto que uma informação que antes era privada, pois apenas os controladores e/ou aqueles com informação privilegiada tinham acesso a ela, torna-se pública. Dessa forma, o nível de assimetria informacional diminui à medida que se aumenta o nível de divulgação, ou seja, estas duas variáveis possuem uma relação inversa.

Assim, pode-se afirmar que o *disclosure* “nivela” as informações entre os participantes do mercado. De acordo com Leuz e Wysocki (2008), isso acontece de duas maneiras. Primeiramente, com mais informações públicas disponíveis torna-se mais difícil e mais caro conseguir informações privadas. Logo, existirão menos investidores com informações privilegiadas. Em segundo lugar, o *disclosure* reduz a incerteza acerca do valor da companhia, que, consequentemente, reduz a vantagem informacional que os investidores mais informados teriam. Nessa ótica, ambos os efeitos tendem a reduzir a proteção de preços imposta por investidores menos informados, gerando mais liquidez no mercado.

Do mesmo modo, a divulgação de informações contábeis aumenta a eficiência do mercado, na medida em que provê informações úteis que possibilitam aos investidores avaliar decisões de investimento (Bushman & Smith, 2001). A lógica é que a disponibilidade de informações diminui o grau de incerteza dos investidores a respeito dos resultados futuros da em-

presa. Nessa ótica, o *disclosure* reduz o risco de os investidores tomarem decisões equivocadas auxiliando-os na alocação de seus recursos entre as diversas opções disponíveis no mercado (Bushman & Smith, 2001).

A ideia é que o *disclosure* permite uma avaliação dos investimentos de maneira mais precisa o que, de certa maneira, alocaria os recursos escassos de maneira mais eficaz (Weil, 2002). De acordo com Orens e Lybaert (2008), como o *disclosure* reduz a assimetria informacional, investidores e analistas conseguem tomar melhores decisões. Do mesmo modo, se o *disclosure* corporativo de boa qualidade aumenta a visibilidade da empresa e/ou reduz o custo do processamento da informação, também poderia incentivar a procura dos investidores pelas ações da empresa (Brown & Hillegeist, 2008).

Também vale destacar que, de acordo com a *Bonding Hypothesis*, as empresas de mercados emergentes que optem em listar suas ações em mercados mais regulados terão que se sujeitar a uma maior transparência e governança, pois possuem limitações no que se refere ao financiamento de capital em seus países de origem (Coffee, 1999). Assim, para efeitos deste estudo, o grau de internacionalização está relacionado ao nível de ADR emitido pelas empresas analisadas.

Além disso, o intuito da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) ao criar os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) era o de “classificar” as empresas que possuíssem as melhores práticas de Governança Corporativa, entre elas uma divulgação de informações (*disclosure*) de maior qualidade. Dessa forma, entende-se que as “melhores” companhias no que se refere a estas práticas se encontram nessas listagens criadas pela Bovespa (agora BM&FBovespa) em 2000.

Assim, este estudo tem como objetivo investigar a associação entre o *disclosure*, o nível de governança corporativa e o grau de internacionalização das 100 maiores empresas brasileiras de capital aberto.

A seção 2 revisa os aspectos conceituais da relação entre *disclosure*, governança corporativa e internacionalização, além de destacar estudos anteriores referentes ao tema. A seção 3 apre-

senta os aspectos metodológicos, subdivididos em amostra do estudo, análise do nível de *disclosure* corporativo, operacionalização das variáveis, e análise multivariada. A seção 4 destaca os resultados do estudo e a seção 5 evidencia as considerações finais, bem como as limitações do estudo e sugestões para pesquisas futuras.

2 GOVERNANÇA CORPORATIVA, DISCLOSURE E INTERNACIONALIZAÇÃO

Sob o ponto de vista da teoria contratual da firma (Williamson, 1985), a empresa é vista como um conjunto de contratos, onde cada participante (empregados, acionistas, fornecedores etc.) contribui com algo (trabalho, capital, bens) e recebe algo em troca (salários, dividendos, dinheiro). De acordo com Fama (1980), a firma é um grupo cujos membros agem de acordo com seus próprios interesses, mas que estão cientes de que seus destinos dependem da sobrevivência da empresa.

Nesse cenário, quando um investidor (principal) estabelece um contrato com um gestor (agente) para realizar um serviço em seu lugar (administrar a companhia), atribuindo-lhe autoridade para tomar decisões, tem-se um relacionamento de agência (Jensen & Meckling, 1976). Note-se que o investidor é o dono da empresa, pois fornece o capital de risco. Contudo, a administração dos recursos fica a cargo do gestor. Nesse contexto, o gestor da empresa possui responsabilidade de utilizar, eficientemente, e de maneira rentável, os recursos da companhia (FASB, 1978).

Contudo, na prática, esse relacionamento é influenciado pelo chamado problema ou conflito de agência. Como os contratos entre gestores e provedores de capital são incompletos, pois não é possível se especificarem todas as ações a serem tomadas em razão da incerteza acerca do futuro e os gestores possuem informação privilegiada acerca da empresa, existe oportunidade para o comportamento oportunístico.

Segundo John Galbraith (2004), ex-diretor do *Federal Reserve System* (FED) e professor da Universidade de Harvard, nas empresas modernas, quem detem o poder real não são os donos do capital, mas, sim, os administradores.

Nesse cenário, note-se que, embora o gestor deva contar a verdade, não há como forçá-lo a contar toda a verdade (Shin, 2003).

Assim, quando os investidores financiam as empresas, confrontam-se com o risco de que o retorno sobre seu investimento não acontecerá devido à expropriação (La Porta *et al*, 2000b). Nesse sentido, percebe-se que a essência do problema da agência é justamente a separação entre a propriedade e o controle (Shleifer & Vishny, 1997). Logo, esse problema surge porque o agente (gestor) está propenso a agir de acordo com seus próprios interesses, que podem não ser consistentes com os interesses do principal (acionista).

Percebe-se que os conflitos de agência ocorrem, principalmente, em razão dos diferentes incentivos econômicos que gestores e os provedores de capital possuem. Caso se assuma que tanto os gestores quanto os provedores de capital buscam maximizar seu próprio bem-estar, existe uma boa razão para se acreditar que nem sempre os gestores irão agir de acordo com os melhores interesses daqueles que proveem o capital (Shleifer & Vishny, 1997). Assim, os problemas de agência manifestam-se, principalmente, mediante escolhas que não maximizem o valor dos acionistas.

Nesse ambiente, note-se que aqueles que controlam as empresas, podem utilizar seu poder para expropriar os minoritários. Logo, o problema da agência, no contexto empresarial, trata, basicamente, das dificuldades que os provedores de capital enfrentam devido à possibilidade de expropriação pelos gestores.

Entre alguns exemplos dessa expropriação por parte dos controladores têm-se: compensação excessiva; venda de ativos para empresas relacionadas com valor abaixo do mercado; implementação de projetos pouco lucrativos e/ou demasiadamente arriscados; manipulação dos preços de transferência; empréstimos pessoais ou ainda apropriação indevida de ativos da empresa.

Assim, apesar de a competição entre as empresas ser uma força que promove a eficiência do mercado, não se espera que, por si, só consiga resolver o conflito de interesses entre provedores de capital e gestores (Shleifer &

Vishny, 1997). Logo, são necessários mecanismos que dificultem a adoção de medidas que beneficiem, exclusivamente, os controladores. A ideia é que, devido ao conflito de agência, o investidor deve cercar-se do maior número possível de instrumentos para evitar que seja expropriado pelo gestor.

Nesse cenário, como um possível remédio para os conflitos de agência, surge a governança corporativa, que, segundo Shleifer e Vishny (1997), trata justamente dos mecanismos que os provedores de capital (acionistas e credores) utilizam para assegurar o retorno do seu investimento. Assim, pode-se dizer que a governança corporativa é um conjunto de regras que visam minimizar os problemas de agência.

A ideia é justamente estabelecer mecanismos para controlar o comportamento oportunístico daqueles que controlam a empresa. Logo, a governança corporativa pode ser vista como o conjunto de meios pelos quais os gestores são disciplinados a agir no interesse dos provedores de capital.

De maneira geral, a baixa governança corporativa prejudica a captação de recursos nos mercados de capitais, forçando empresas a se financiarem internamente e/ou em bancos governamentais (Shleifer & Vishny, 1997). Contrariamente, quando os investidores são protegidos da expropriação, eles pagam mais pelos títulos, o que torna mais atrativo para as empresas emití-los, encorajando, assim, o desenvolvimento do mercado de capitais (La Porta *et al*, 2000a).

Segundo Leuz e Wysocki (2008), empresas de países com arcabouço institucional fraco podem ter dificuldades de se financiar, pois não conseguem garantir aos investidores que esses não serão expropriados. Nesse contexto, empresas têm a opção de listar seus títulos e valores mobiliários em países que possuem leis que, efetivamente, protejam os investidores. De acordo com La Porta *et al* (1997), esses países possuem mercados de capitais mais desenvolvidos e, conseqüentemente, disponibilizam melhor acesso para que as companhias se financiem.

Assim, empresas de mercados emergentes podem optar em listar suas ações em mercados mais regulados. De acordo com a *Bonding Hypothesis*, essas empresas acabam se sujeitando à

maior transparência e governança, pois possuem limitações no que se refere ao financiamento de capital em seus países de origem (Coffee, 1999). Como já destacado anteriormente, neste estudo o grau de internacionalização das empresas foi medido pelo nível de ADR (*American Depositary Receipts*) emitido no mercado norte-americano.

Além da possibilidade de o levantamento de maiores volumes de recursos listar os títulos da empresa em mercados internacionais, também, possibilita a expansão do *market-share* e a maior visibilidade dos produtos (Lima, Ozawa, & Goulart, 2006), na medida em que os investidores estrangeiros se tornam mais familiarizados com a empresa (Mourik & Keynes, 2008).

Contudo, essas empresas, também, possuem maior pressão do mercado para divulgar informações, quando comparadas com empresas listadas apenas nas bolsas de seus respectivos países (Meek, Roberts, & Gray, 1995). De acordo com Archambault e Archambault (2003), a política de *disclosure* de uma empresa tende a ser influenciada pelo mercado de capitais em que seus títulos são negociados.

Nos Estados Unidos, por exemplo, as leis fornecem maiores proteções aos investidores do que na maioria dos países, sendo que esses direitos são exigidos seja pela SEC ou por cortes públicas (Leuz, 2006). Assim, quando listam suas ações no mercado norte-americano, as empresas estão subordinadas a regras mais rígidas por parte da SEC, estando sujeitas ao maior comprometimento com a transparência e com boas práticas de governança corporativa.

De acordo com Leuz e Wysocki (2008), parece natural que o incremento na qualidade do *disclosure* que as empresas de países emergentes realizam quando listam suas ações no mercado norte-americano seja resultado tanto do maior *enforcement* por parte da SEC, como também da demanda de investidores mais sofisticados. A ideia é que as empresas estrangeiras também melhorem seu *disclosure* como uma forma de atrair a atenção dos investidores norte-americanos (Khanna, Palepu & Srinivasan, 2004).

Assim, quando o ambiente legal de um país protege potenciais investidores contra a expropriação pelos controladores, os primeiros estão mais propensos a financiar as empresas,

o que expande o tamanho de um mercado de capitais (La Porta *et al*, 1997). Nesse contexto, para que uma empresa consiga captar recursos no mercado por valores atrativos, faz-se necessário estabelecer uma reputação de pouca expropriação aos investidores, caso contrário a captação pode se tornar muito cara (La Porta *et al*, 2000a).

Nesse cenário, as demonstrações contábeis possuem um importante papel de monitoramento. Pode-se dizer que as atividades de monitoramento são aquelas realizadas pelos investidores com o objetivo de assegurar que os gestores limitem suas atividades de acordo com o contrato. A ideia é que melhorias no processo de monitoração dos gestores tendem a reduzir as ações oportunistas.

O raciocínio é de que o *disclosure* de informações sobre o desempenho da companhia possui valor, pois permite um julgamento mais acurado das ações do agente (gestor) (Holmstrom, 1979). Nesse ambiente, gestores tenderiam a investir menos em projetos que destruíssem (ou diminuíssem) o valor da companhia (Hope, De Franco & Larocque, 2008). Assim verifica-se que o *disclosure* aumenta a eficiência na alocação de recursos.

Do mesmo modo, a utilização de informações divulgadas pela contabilidade na formação de contratos, também, pode minimizar o comportamento oportunístico dos agentes. Quando não é possível para o principal (investidor) observar as decisões do agente (gestor), pressupõe-se que o primeiro utilizará informações, mesmo que incompletas ou imperfeitas (*disclosure* corporativo), para mitigar os problemas de risco moral. Nessa linha de pensamento, percebe-se que a contabilidade fornece input direto para a formação de contratos entre os provedores de capital e os controladores. O uso da informação contábil nos *covenants* de dívidas e na compensação de executivos são exemplos de sua utilidade na redução de problemas de agência.

A ideia subjacente à remuneração com base nos lucros, por exemplo, é fazer com que o gestor atue como se ele fosse o dono da empresa, sendo que, com a apuração de lucro, ele também se beneficiará. Já os credores, igualmente, se cercam de uma variedade de prote-

ções legais como, por exemplo: o direito a um ativo colateral; o direito de liquidar a empresa no caso de não pagamento da dívida; o direito a votar na reorganização da empresa etc. Isso ocorre, pois, sabendo-se que os gestores podem assumir riscos maiores que os desejados, os credores impõem restrições com vistas a controlar o comportamento dos gestores da empresa.

Nessa mesma linha de pensamento, a política de dividendos, também, funciona como um mecanismo para a diminuição dos custos de agência, pois caso os lucros não sejam pagos aos acionistas na forma de dividendos, os gestores poderiam se apropriar desses valores por meio da utilização de projetos que destruam valor. A lógica da distribuição de dividendos é que uma parte dos recursos seja retornada aos investidores, o que, conseqüentemente, diminui o volume de recursos que poderiam ser utilizados para a expropriação pelos gestores. Isso talvez explique por que a distribuição de dividendos é obrigatória no Brasil, ou seja, a lei veio proteger o acionista minoritário contra possíveis expropriações dos controladores.

Percebe-se, assim, que as demonstrações contábeis proveem um conjunto de informações verificáveis acerca da performance dos gestores da empresa, o que gera uma ligação central entre a contabilidade e a governança corporativa (Sloan, 2001). De acordo com Alam (2007), a função de governança que as demonstrações contábeis possuem contribui, diretamente, para a performance econômica da empresa, disciplinando gestores, por exemplo, a abandonar projetos não lucrativos.

Do mesmo modo, note-se que, se o principal (investidor) conseguir estimar de maneira mais confiável os esforços dos gestores, ele poderá estabelecer melhores formas de remuneração que alinhem seus interesses. A lógica é que o *disclosure* auxilie no estabelecimento de metas e objetivos para a gestão, de maneira a alinhar os interesses dos provedores de capital.

Nesse contexto, o *disclosure* pode ser visto como uma atividade que limita a transferência de recursos dos minoritários para os controladores na medida em que as torna mais visíveis funcionando como um mecanismo de proteção contra a expropriação (La Porta *et al*, 2000a). De

acordo com Bushman e Smith (2001), o *disclosure* é um importante elemento da governança corporativa já que permite aos investidores e outras partes externas à empresa monitorar a *performance* e também compromissos contratuais.

A ideia central é que o *disclosure* pode alterar o comportamento dos gestores. Logo, o ponto extremamente interessante é que o *disclosure* não altera a percepção, apenas, dos usuários da informação, mas, também daqueles que a divulgam, ou seja, dos gestores da empresa. Assim, percebe-se que o *disclosure* é um importante meio de monitoração dos gestores, de maneira a torná-los mais responsáveis por seus atos

Pode-se assumir, então, que a transparência faz com que os gestores direcionem suas atividades para o interesse dos investidores. De acordo com Bens e Monahan (2004), um *disclosure* de melhor qualidade aumenta a precisão das informações sobre as decisões operacionais e de investimentos efetuadas pelos gestores.

Dessa maneira, o comprometimento com o melhor *disclosure* tende a reduzir a propensão dos gestores a investir em projetos que destruam (ou diminuam) o valor da empresa. De acordo com Bens e Monahan (2004), trata-se do chamado efeito de monitoração do *disclosure* (*monitoring effect*).

Para Healy e Palepu (2001), o *disclosure* reduz os custos de agência já que provê aos stakeholders um efetivo instrumento de monitoração. Nesse sentido, percebe-se que o *disclosure* também pode ser visto como mecanismo de proteção aos direitos dos minoritários, que não possuem acesso privilegiado às informações da companhia.

Evidências empíricas (La Porta *et al*, 1997; 2002) enfatizam a importância da proteção aos investidores para o desenvolvimento do mercado de capitais. Fatores associados à proteção dos direitos dos minoritários, como, por exemplo, um *disclosure* de boa qualidade, contribuem para o desenvolvimento do mercado. Ressalte-se que a presença de investidores minoritários constitui condição importante para a manutenção da liquidez do mercado, sendo que sua participação está condicionada à eficácia da proteção aos seus direitos (regras claras, *disclosure* de informação relevante, *enforcement* etc.).

Por outro lado, a falta de transparência das empresas e a adoção de condutas incorretas com os acionistas minoritários vêm sendo, constantemente, apontadas como as origens para o mau funcionamento do mercado acionário, acarretando graves consequências para a economia (Srouf, 2007). Em geral, investidores reconhecem o risco de expropriação e penalizam as firmas que não divulgam informações sobre suas operações (La porta *et al*, 2000a).

Percebe-se, que em países nos quais as leis não protegem os direitos dos investidores, os mercados são menos desenvolvidos (Leal & Oliveira, 2007). Nesse cenário, note-se a importância do *disclosure*, pois, embora não seja o único elemento, é sem dúvida essencial para a proteção dos minoritários.

Com base nos argumentos apresentados nessa seção, verifica-se que o *disclosure* e a contabilidade estão intimamente relacionados, principalmente no que diz respeito à proteção aos usuários externos das empresas. Constatase que as demonstrações contábeis fornecem informações que são base para uma vasta gama de contratos que visam reduzir os conflitos de agência. Do mesmo modo, o *disclosure* auxilia os usuários externos no processo de monitoramento da gestão, fazendo com que os controladores evidenciem suas ações, o que tende a reduzir a expropriação.

Por fim, alguns estudos anteriores que analisaram *disclosure*, governança corporativa e internacionalização (emissão de ADR's) são apresentados no Quadro 1.

Quadro 1 – Estudos anteriores referentes a *disclosure*, governança corporativa e ADR's.

AUTOR(ES)	OBJETIVO DO ESTUDO	PRINCIPAIS RESULTADOS
Ho e Wong (2001)	Testar um modelo teórico relativo aos quatro maiores atributos de governança corporativa baseados do <i>disclosure</i> voluntário de empresas listadas na bolsa de Hong Kong.	A existência de um comitê de auditoria é significativa e positivamente relacionado com o <i>disclosure</i> voluntário, enquanto que o percentual de membros da família no conselho é negativamente relacionado com o <i>disclosure</i> voluntário.
Eng e Mak (2003)	Examinar o impacto da estrutura de propriedade e da composição do conselho no <i>disclosure</i> voluntário.	Baixa propriedade por parte do gestor; grandes empresas e companhias com baixo endividamento estão associadas com alto <i>disclosure</i> .
Hilary (2003)	Analisar se houve mudança no <i>disclosure</i> de empresas alemãs após iniciarem a emissão de ADR's.	Na média, o <i>disclosure</i> aumentou e foi perceptível à mudança nas empresas: os acionistas se tornaram mais importantes que os gestores.
Lanzana (2004)	Detectar se haveria relação significativa entre <i>disclosure</i> e governança por meio de regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinário e pelo modelo Tobit para o ano de 2002.	Empresas cujo controlador é de origem privada nacional, empresas maiores, com maior nível de endividamento, empresas mais bem avaliadas pelo mercado e com melhor desempenho tendem a mostrar maior nível de transparência.
Arcay e Vázquez (2005)	Examinar a relação entre características corporativas, a estrutura de governança da firma e suas políticas de <i>disclosure</i> .	O tamanho da firma, a proporção de membros independentes no conselho, a participação efetiva do comitê de auditoria, e planos de <i>stock options</i> são positivamente relacionados com o <i>disclosure</i> voluntário.
Kelton e Yang (2008)	Examinar a associação entre mecanismos de governança corporativa e transparência medida pelo nível de divulgação na Internet.	Os mecanismos de governança corporativa influenciam no <i>disclosure</i> da empresa na Internet, provavelmente em resposta à informação assimétrica entre gestores e investidores.
Almeida, Lima e Lima (2009)	Verificar se a entrada nos níveis de governança da BM&FBovespa e a emissão de ADR's na NYSE impactaram as empresas brasileiras.	A entrada nos níveis de governança impacta no conteúdo informacional dos demonstrativos financeiros.

Mendes-da-Silva et al (2009)	Analisar a relação entre a disseminação voluntária de informações relevantes nos <i>websites</i> de empresas abertas com suas características, tendo como amostra 282 empresas não financeiras listadas na Bovespa.	Os resultados sugerem que há maior <i>disclosure</i> : i) quanto maior a firma e quanto maior o retorno das ações da empresa; ii) em empresas de governança corporativa diferenciada; iii) em categorias de informações corporativas mais requeridas pelas agências de <i>rating</i> e pelas corretoras; iv) em empresas mais endividadas.
------------------------------	---	--

3 ASPECTOS METODOLÓGICOS

A descrição dos aspectos metodológicos deste trabalho está dividida em quatro partes: (i) amostra do estudo; (ii) análise do nível de *disclosure* corporativo; (iii) *proxies* utilizadas para nível de governança corporativa e internacionalização; e (iv) análise multivariada.

3.1 Amostra do Estudo

A amostra deste estudo é composta pelas 100 maiores companhias abertas, listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBOVESPA). O critério para a definição das maiores empresas foi a Receita Bruta do exercício findo em 2007. Foram excluídas as empresas do setor financeiro em razão de suas especificidades que dificultam a comparação com outros setores.

Apesar de a amostra das 100 maiores empresas não ser probabilística, ou seja, foi selecionada de maneira intencional, acredita-se que ela é representativa das companhias abertas no Brasil. Em termos de valor de mercado, por exemplo, as empresas da amostra representam 55,07% (2006), 57,11% (2007) e 55,91% (2008) do valor de mercado de todas as empresas com ações negociadas na BM&FBOVESPA.

Com relação ao período do estudo, optou-se por analisar as demonstrações contábeis das 100 empresas selecionadas nos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008. Contudo, os balanços de 2006 de duas empresas e os balanços de 2008 de oito empresas não estavam disponíveis em razão de motivos como: cancelamento de registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), atraso na entrega das demonstrações contábeis, entre outros. Logo, a análise compreendeu 98 empresas em 2006, 100 empresas em 2007 e 92 empresas em 2008.

3.2 Análise do Nível de *Disclosure* Corporativo

A construção de uma métrica para avaliar o *disclosure* das empresas é normalmente baseada no princípio geral da análise de conteúdo, um método bastante difundido nas ciências sociais (Beattie, McInnes & Fearnley, 2004). De acordo com Beretta e Bozzolan (2007), a análise de conteúdo é o método mais utilizado nos estudos sobre *disclosure*, pois fornece credibilidade e inferência para a análise de acordo com determinado contexto.

De maneira geral, a análise de conteúdo envolve a classificação de textos em categorias (Beattie, McInnes & Fearnley, 2004). Segundo Bardin (1977), as categorias são grandes grupos compostos por subcategorias, que, por sua vez, são compostas por unidades de registros. O agrupamento das categorias é realizado por meio de características em comum das informações analisadas, ou seja, classificam-se as informações similares em categorias, a fim de se realizarem melhores inferências.

No presente trabalho, foi utilizada a técnica de análise de conteúdo para classificação das informações, sendo que a coleta dos dados foi realizada pelos próprios pesquisadores. Para isso, fez-se necessária a elaboração de um índice para interpretar o *disclosure* mediante a definição dos tipos de informação e os respectivos critérios de análise.

Contudo, de acordo com Wallace e Nasser (1995), existe uma inerente dificuldade no processo de construção de um índice, pois o *disclosure* corporativo é um conceito abstrato que não pode ser mensurado de maneira direta. Isso ocorre, pois o *disclosure* é, muitas vezes, apresentado de forma narrativa, qualitativa, tornando difícil sua mensuração. Consequentemente, não existe consenso de qual seria a melhor maneira

de avaliar o *disclosure* das empresas (Bravo, Abad & Trombetta, 2008).

Os trabalhos acadêmicos têm adotado uma grande variedade de abordagens sob o pressuposto de mensurar a qualidade do *disclosure* (Beattie, McInnes & Fearnley, 2004). As diferentes métricas (construtos) existentes para mensurar o *disclosure* são resultado da natureza abstrata desse fenômeno, já que existem divergências sobre o que, efetivamente, deveria estar presente no *disclosure* (Wallace & Naser, 1995).

Nesse sentido, uma das principais dificuldades é a definição das possíveis informações (itens) que se espera encontrar nas demonstrações contábeis (Cooke, 1989; Owshu-Ansah, 1997). Segundo Wallace e Naser (1995), não existe consenso dos itens que deveriam ser selecionados para a construção de uma métrica para avaliar o *disclosure*, sendo que essa decisão usualmente depende do foco da pesquisa.

No geral, os índices de *disclosure* utilizam apenas informações de caráter voluntário, ou seja, aquelas que não são exigidas por lei ou norma. Isso ocorre, pois, *a priori*, não deveria haver diferenças entre o *disclosure* corporativo no que diz respeito às informações de caráter obrigatório, haja vista que todas as empresas devem atender a legislação vigente.

No presente estudo buscou-se analisar o *disclosure* voluntário das empresas da maneira mais ampla por meio de uma métrica que englobasse itens de natureza econômica, mas que, igualmente, contemplasse as informações de caráter social e ambiental.

Assim, o presente trabalho baseou-se nos estudos existentes na literatura. Nessa ótica,

utilizou-se a métrica desenvolvida por Murcia (2009) baseada em 27 estudos: Ernst e Ernst (1978); Chow e Wong Boren (1987); Zeghal e Ahmed (1990); Meek, Roberts e Gray (1995); Gray, Kouhy e Lavers (1995); Hackston e Milne (1996); Burrit e Welch (1997); Botosan (1997); Williams (1999); Depoers (2000); Salomone e Galluccio (2001); Deegan, Rankin e Tobin (2002); Hail (2002); Nossa (2002); Standard e Poor's (2002); Kuasirikun e Sherer (2004); Lanzana (2004); Yussoff, Lehman e Nasir (2006); Malacrida e Yamamoto (2006); Lima (2007); Alencar (2007); Iudícibus, Martins e Gelbcke (2007); Andrade e Sallotti (2008); Francis, Nanda e Olson (2008); Hosain (2008), Morris e Tronnes (2008); e Orens e Lybaert (2008). Vale ressaltar que esta métrica é apenas um *check-list*, e não um modelo ou uma teoria. Além disso, os estudos anteriores utilizados para a formulação deste *check-list* foram publicados em importantes periódicos. Neste sentido, tal métrica está condizente com as principais pesquisas na área de *disclosure* corporativo. Apesar disso, diferentes pesquisadores poderiam se utilizar de outras métricas, sendo essa uma limitação do presente estudo.

Com base nesses estudos, 89 itens foram selecionados e posteriormente divididos em duas grandes dimensões: informações econômicas (42) e socioambientais (47). A primeira dimensão é composta pelas informações de caráter econômico e está dividida em seis categorias e 42 subcategorias: ambiente de negócios (8), atividade operacional (8), aspectos estratégicos (8), informações financeiras (6), índices financeiros (4) e governança corporativa (8). O Quadro 2 evidencia as categorias e subcategorias dessa dimensão.

Quadro 2 – IDC – Dimensão Econômica.

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 história da empresa Estrutura organizacional Aspectos tecnológicos da atividade operacional Informações por segmento ou linha de negócio Utilização da capacidade produtiva Indicadores de eficiência Quantidades produzidas e/ou serviços prestados Unidades vendidas
Aspectos Estratégicos	Objetivos, planos e metas futuras da empresa Perspectiva de novos investimentos Principais mercados de atuação Perspectivas de novos mercados em 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 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

A segunda dimensão é composta pelas informações de caráter socioambiental e está dividida em 11 categorias e 47 subcategorias: informações financeiras sociais (2), produtos e serviços (2), colaboradores (9), políticas ambientais (5), gestão e auditoria ambiental (3), impacto

dos produtos e serviços no meio ambiente (7), energia (3), informações financeiras ambientais (6), educação e pesquisa ambiental (2), mercado de créditos de carbono (4) e outras informações ambientais (4). O Quadro 3 evidencia as categorias e subcategorias dessa dimensão.

Quadro 3 – IDC – Dimensão Socioambiental.

Categoria	Subcategoria
Informações Financeiras Sociais	Investimentos de caráter social Gastos em projetos sociais
Produtos/ Serviços	Produtos/serviços da empresa estão adequados às normas de segurança Menção a reclamações sobre produtos e/ou serviços

Colaboradores (Não Administradores)	Número de funcionários Remuneração dos funcionários Benefícios aos funcionários Satisfação dos funcionários Informação sobre minorias na força de trabalho Educação e treinamento dos funcionários Segurança no local de trabalho Dados sobre acidentes de trabalho Relacionamento com sindicatos ou órgãos de classe
Políticas Ambientais	Declaração das políticas, práticas, ações atuais Estabelecimento de metas e objetivos ambientais <i>Compliance</i> com a legislação ambiental Parcerias, conselhos, fóruns ambientais Prêmios e participações em índices ambientais
Gestão e Auditoria Ambiental	Gestão ambiental ISOs 9000 Auditoria Ambiental
Impactos dos Produtos e Processos no Meio Ambiente	Desperdícios e resíduos Processo de acondicionamento (embalagem) Reciclagem Desenvolvimento de produtos ecológicos Uso eficiente e/ou reutilização da água Impacto no meio ambiente (vazamentos, derramamentos, terra utilizada etc.) Reparos aos danos ambientais
Energia	Conservação e/ou utilização mais eficiente nas operações Utilização de materiais desperdiçados na produção de energia Desenvolvimento ou exploração de novas fontes de energia
Informações Financeiras Ambientais	Investimentos ambientais Custos e/ou despesas ambientais Passivos ambientais Práticas contábeis de itens ambientais Seguro ambiental Ativos ambientais intangíveis
Educação e Pesquisa Ambiental	Educação ambiental (internamente e/ou comunidade) Pesquisas relacionadas ao meio ambiente
Mercado de Créditos de Carbono	Projetos de Mecanismos de Desenvolvimento Limpo (MDL) Créditos de carbono Emissão de Gases do Efeito Estufa (GEE) Certificados de Emissões Reduzidas (CER)
Outras Informações Ambientais	Menção relativa à sustentabilidade Gerenciamento de florestas e/ou reflorestamento Conservação da biodiversidade Relacionamento ambiental com <i>stakeholders</i>

Optou-se por avaliar as informações de forma binária, ou seja, caso a empresa tivesse divulgado determinada informação, receberia nota 1, caso contrário nota 0. Assim, o nível de *disclosure* corporativo é dado pelo número de categorias evidenciadas pela empresa dividido pelo número total de categorias (89 itens). Do mesmo modo, é possível, também, obter um

nível de *disclosure* socioambiental e um nível de *disclosure* econômico, dividindo o número de categorias evidenciadas pela empresa pelo número total de categorias de cada dimensão: socioambiental (47) econômico (42). Por exemplo, a Random, no ano de 2008, atingiu um nível de *disclosure* econômico de 57,14% (24/42) e um nível de *disclosure* socioambiental de 17,02%

(8/47). Consequentemente, o nível de *disclosure* total (econômico + socioambiental) no ano de 2008 foi de 35,95% (32/89). Entretanto, para o estudo utilizou-se o *disclosure* médio dos três anos, para cada um dos tipos de *disclosure* (econômico, socioambiental e total).

3.3 Definição Operacional das Variáveis

A variável *disclosure* foi subdividida em três: *disclosure* econômico (métrica apresentada no Quadro 2), *disclosure* socioambiental (métrica apresentada no Quadro 3) e *disclosure* total (soma do *disclosure* econômico e do *disclosure* socioambiental). Para adequação da variável à técnica multivariada utilizada, transformou-se o *disclosure* (o qual era um número para cada empresa, dependendo da quantidade de itens das métricas que a empresa contemplou) em quartis, e a categorização é apresentada no Quadro 4.

Quadro 4 - Categorização da variável “*disclosure*.”

Ranking	Quartil	Disclosure
Posição 100 - Posição 76	1	Ruim
Posição 75 - Posição 51	2	Regular
Posição 50 - Posição 26	3	Bom
Posição 25 - Posição 1	4	Ótimo

Vale mencionar que esta categorização é válida para os três desdobramentos da variável *disclosure*: econômico, socioambiental e total.

Para medir a variável “nível de governança corporativa”, utilizou-se a classificação criada pela BM&FBovespa no ano 2000, a qual possui três níveis aos quais as empresas podem aderir, os chamados “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A categorização da variável “nível de governança corporativa” é apresentada no Quadro 5.

Quadro 5 - Categorização da variável “nível de governança corporativa.”

Classificação da Empresa	Categoria
Empresas em nenhum nível de governança	Baixa
Empresas pertencentes ao Nível 1	Regular
Empresas pertencentes ao Nível 2	Boa
Empresas pertencentes ao Novo Mercado	Alta

A operacionalização da variável “grau de internacionalização” levou em conta se as empresas analisadas negociam *American Depositary Receipts* (ADR) na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE) e qual o nível dos títulos emitidos. No Quadro 6, é evidenciada a categorização da variável “grau de internacionalização”.

Quadro 6 - Categorização da variável “grau de internacionalização.”

Classificação da Empresa	Categoria
Empresas que não negociam títulos no mercado norte-americano	Mercado brasileiro
Empresas que negociam ADR's nível 1 e Regra 144/A	Mercado de balcão norte-americano
Empresas que negociam ADR's nível 2 e nível 3	Bolsa de valores norte-americana

3.4 Análise Multivariada

Como mencionado anteriormente, o estudo tem como objetivo analisar a relação entre as variáveis “*disclosure*”, “nível de governança corporativa” e “grau de internacionalização” de empresas brasileiras.

Assim, a técnica adequada para tal estudo é a Análise de Correspondência (ANACOR), a qual, segundo Fávero *et al.* (2009), é uma técnica de interdependência que estuda a relação entre variáveis qualitativas. Os autores ainda assinalam que, por intermédio da ANACOR, podem ser visualizadas associações, por meio do mapa perceptual, o qual oferece uma noção de proximidade das categorias das variáveis. Dessa forma, tal técnica não propõe a análise causal entre as variáveis, apenas as suas relações de associação, objetivo deste estudo.

Como exemplo de pesquisa que utilizou a Análise de Correspondência, cita-se um estudo da área da Saúde de Carvalho e Struchiner (1992) onde foi possível analisar o Programa Nacional de Imunizações (PNI). Para isso, os autores avaliaram as unidades de saúde com base em algumas variáveis. Os resultados evidenciaram ausência de padrão de desempenho das unidades, sendo que desrespeito às normas mais elementares pode ser observado em 58% dos casos.

Outro estudo das Ciências da Saúde foi publicado por Batista, Escuder e Pereira (2004), os quais procuraram averiguar se a raça/cor de um indivíduo condiciona padrões característicos de óbito. Os autores concluíram que há associação entre a raça e a causa da morte. Há uma morte branca que tem como causa as doenças, as quais, embora de diferentes tipos, não são mais que doenças. Há uma morte negra que não tem causa em doenças: são as causas externas, complicações da gravidez e parto, os transtornos mentais e as causas mal definidas.

Na área das Ciências Sociais Aplicadas e especificamente sobre *disclosure*, o estudo de Rover, Murcia e Borba (2009) analisou a relação entre o tipo de notícia divulgada (boa, ruim ou neutra), o tipo de evidência (declarativa, quantitativa monetária ou quantitativa não monetária) e a localização da informação (relatório da administração, demonstrações contábeis ou notas explicativas). Os resultados evidenciaram que existe relação entre a informação ambiental apresentada de forma declarativa com uma evidência boa, localizada no relatório da administração. Já a informação monetária está mais relacionada com um tipo de notícia neutra.

Murcia e Santos (2010) utilizaram a Análise de Correspondência para analisar a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o setor de atuação de empresas. A análise dos resultados comprovou a existência de associação, em um nível de significância de 1% conforme o Teste Qui-quadrado, entre o setor de atuação das empresas e o nível de *disclosure* socioambiental, econômico e total. Além disso, por meio do mapa perceptual, percebeu-se que o setor elé-

trico está associado ao nível ótimo no que diz respeito ao *disclosure* socioambiental, e ao nível bom no tocante ao *disclosure* econômico.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Na Tabela 1, são apresentadas todas as Análises de Correspondência realizadas, os resultados do teste Qui-Quadrado e respectivos níveis de significância.

Na sequência, serão evidenciados e discutidos apenas os mapas perceptuais das análises estatisticamente significantes: *Disclosure* Econômico x Nível de Governança; *Disclosure* Econômico x Grau de Internacionalização; Nível de Governança x Grau de Internacionalização; *Disclosure* Econômico x *Disclosure* Socioambiental.

4.1 *Disclosure* Econômico x Nível de Governança

A Figura 1 apresenta o mapa perceptual da Análise de Correspondência entre as variáveis “*disclosure* econômico” e “nível de governança”.

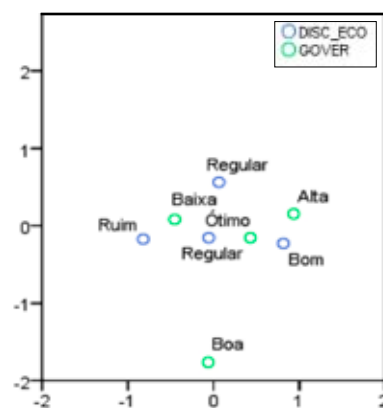


Figura 1 – ANACOR entre “*Disclosure* Econômico” e “Nível de Governança.”

Tabela 1 – Resultados das Análises de Correspondência realizadas.

Associação Entre as Variáveis	Teste Qui-Quadrado	Nível de Significância
<i>Disclosure</i> Econômico x Nível de Governança	11.557	0.188***
<i>Disclosure</i> Socioambiental x Nível de Governança	3.781	0.763
<i>Disclosure</i> Total x Nível de Governança	2.556	0.810
<i>Disclosure</i> Econômico x Grau de Internacionalização	9.820	0.132***
<i>Disclosure</i> Socioambiental x Grau de Internacionalização	7.923	0.244
<i>Disclosure</i> Total x Grau de Internacionalização	8.241	0.221
Nível de Governança x Grau de Internacionalização	17.541	0.007**
<i>Disclosure</i> Econômico x <i>Disclosure</i> Socioambiental	47.520	0.000*

* nível de significância de 1%, ** nível de significância de 10%, *** significância marginal

Uma vez que esta análise teve significância apenas marginal, poucas conclusões podem ser atribuídas. Além disso, grande parte das categorias se encontra próxima à intersecção entre os dois eixos, fato que dificulta a análise do gráfico. Entretanto, pode-se destacar a proximidade entre as categorias “ruim” do *disclosure* econômico e “baixa” de governança, e entre as categorias “bom” do *disclosure* econômico e “alta” de governança.

4.2 Disclosure Econômico x Grau de Internacionalização

A Figura 2 contempla o mapa perceptual da Análise de Correspondência entre as variáveis “*disclosure* econômico” e “grau de internacionalização”.

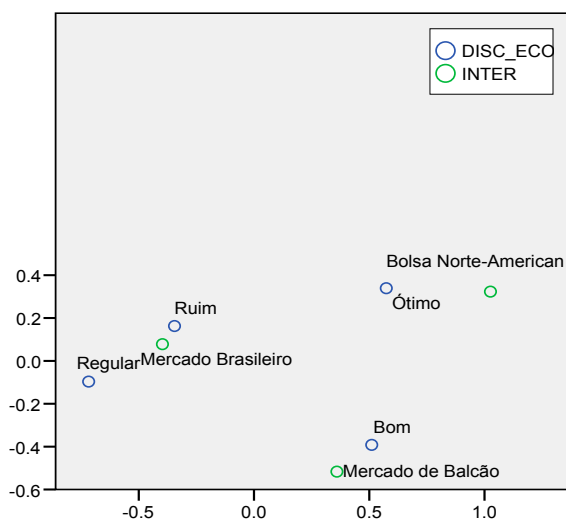


Figura 2 - ANACOR entre “*Disclosure* Econômico” e “Grau de Internacionalização”.

O mapa perceptual acima demonstra que empresas com “ótimo” *disclosure* econômico negociam ADR’s na bolsa de valores norte-americana, corroborando com a teoria da *Bonding Hypothesis*.

Por outro lado, empresas com *disclosure* econômico “ruim” ou “regular” negociam seus títulos apenas no mercado de capitais brasileiro e empresas com *disclosure* econômico intermediário (“bom”) negociam títulos no mercado de balcão norte-americano, onde as exigências são menores se comparadas às da bolsa de valores norte-americana.

4.3 Nível de Governança x Grau de Internacionalização

A Figura 3 evidencia o mapa perceptual da Análise de Correspondência entre as variáveis “nível de governança” e “grau de internacionalização”.

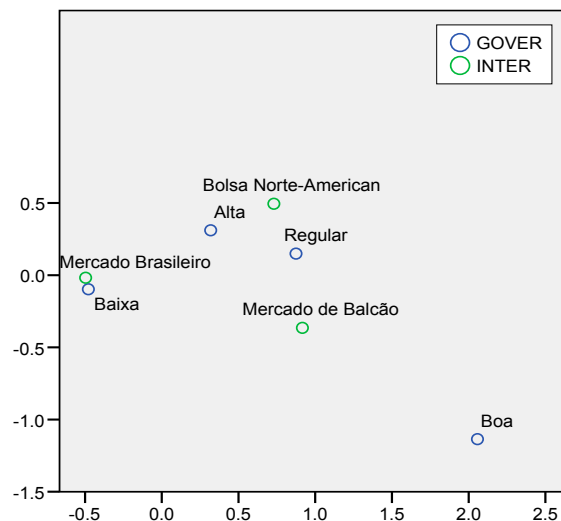


Figura 3 - ANACOR entre “Nível de Governança” e “Grau de Internacionalização”.

No que se refere à relação entre as variáveis “nível de governança” e “grau de internacionalização”, pode-se destacar que empresas com “baixa” governança negociam títulos apenas no mercado de capitais brasileiro, enquanto que empresas com “alta” governança emitem títulos na bolsa de valores norte-americana.

4.4 Disclosure Econômico x Disclosure Socioambiental

A Figura 4 apresenta o mapa perceptual da Análise de Correspondência entre as variáveis “*disclosure* econômico” e “*disclosure* socioambiental”.

Esta análise que relaciona os dois tipos de *disclosure* (econômico e socioambiental) demonstra que empresas que divulgam poucas informações econômicas tendem a publicar também um baixo nível de informações socioambientais. Além disso, pode-se afirmar que algumas empresas possuem um “bom” *disclosure* socioambiental e um “ótimo” *disclosure* econô-

mico, enquanto que outras possuem um “bom” *disclosure* econômico e um “ótimo” *disclosure* socioambiental.

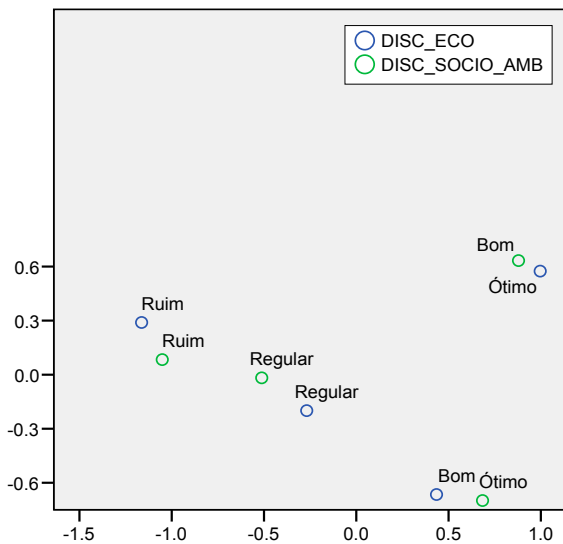


Figura 4 - ANACOR entre “*Disclosure* Econômico” e “*Disclosure* Socioambiental”

4.5 *Disclosure* Total x Nível de Governança x Grau de Internacionalização

A análise final foi realizada com as três variáveis do estudo, caracterizando uma Análise de Correspondência Múltipla e a Figura 5 fornece o mapa perceptual dessa relação.

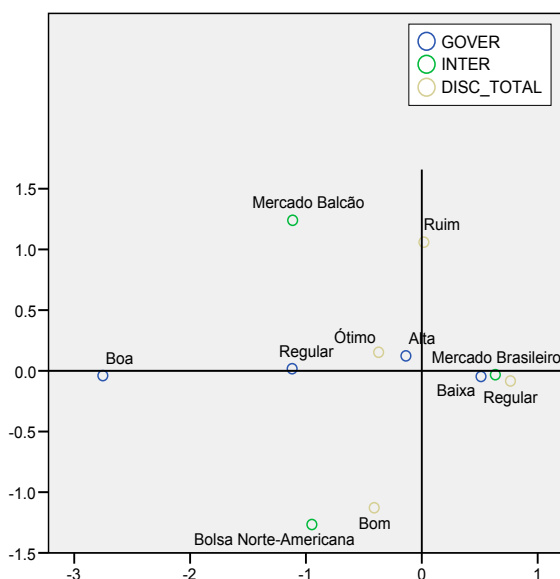


Figura 5 - ANACOR entre “Nível de Governança”, “Grau de Internacionalização” e “*Disclosure* Total”.

Na medida em que as categorias são projetadas nos eixos traçados no gráfico, algumas inferências podem ser feitas. A primeira diz respeito à relação apresentada na parte positiva da abscissa, na qual empresas que negociam apenas no mercado de capitais brasileiro possuem “baixa” governança e “regular” *disclosure*. Outra associação mostra que empresas que negociam na bolsa de valores norte-americana possuem “bom” *disclosure*, enquanto que empresas que negociam apenas no mercado de balcão norte-americano apresentam governança “regular”.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pode-se afirmar que na última década as práticas de governança corporativa têm se destacado especialmente nos mercados de capitais de países emergentes. Isso se deve à necessidade de maior monitoramento das decisões do gestor da empresa, o qual pode possuir objetivos divergentes daqueles do proprietário (no caso de companhias abertas, dos acionistas). Uma das maneiras de avaliar a condução dos negócios da empresa e manter a simetria informacional entre os diferentes públicos é a evidênciação das informações da empresa ao mercado, o chamado *disclosure*.

Com o objetivo de classificar as empresas com melhores práticas de governança, a BM&Fbovespa criou os Níveis Diferenciados de Governança (Nível 1, Nível 2 Novo Mercado). Por consequência, as empresas que aderissem a algum desses níveis seriam necessariamente mais comprometidas com questões de transparência e governança, podendo então listar suas ações em mercados mais regulados (como o norte-americano, por exemplo), internacionalizando sua atuação em mercados de capitais estrangeiros.

Assim, este estudo teve como objetivo investigar a associação entre o *disclosure*, o nível de governança corporativa e o grau de internacionalização das 100 maiores empresas brasileiras de capital aberto.

O *disclosure* foi coletado nas DFP's dos exercícios findos em 2006, 2007 e 2008 e a métrica de Murcia (2009) possuía 89 itens e foi constituída com base em 27 estudos anteriores,

sendo subdividida em: dimensão econômica (42 itens) e dimensão socioambiental (47 itens). A variável “nível de governança corporativa” levou em conta o fato de a empresa estar ausente ou presente em um dos “Níveis Diferenciados de Governança” da BM&FBovespa e a variável “grau de internacionalização” foi representada pela ausência ou presença em um dos níveis de ADR’s que podem ser emitidos por uma empresa. Para a análise dos dados, foi utilizada a técnica Análise de Correspondência (a simples, nos casos em que foram analisadas apenas duas variáveis; e a múltipla, no caso em que as três variáveis foram analisadas conjuntamente).

Os principais resultados evidenciaram que:

- Ótimo *disclosure* econômico está relacionado com negociação de ADR’s na bolsa de valores norte-americana;
- Empresas com *disclosure* econômico ruim ou regular negociam seus títulos apenas no mercado de capitais brasileiro e empresas com um *disclosure* econômico intermediário (bom) negociam títulos no mercado de balcão norte-americano;
- Baixa governança está associada com negociação de títulos apenas no mercado de capitais brasileiro, enquanto que alta governança tem relação com emissão de títulos na bolsa de valores norte-americana;
- A divulgação de poucas informações econômicas tende a ter associação com o baixo nível de informações socioambientais;
- Empresas que negociam apenas no mercado de capitais brasileiro possuem baixa governança e regular *disclosure*;
- A negociação de títulos na bolsa de valores norte-americana tem relação com um bom *disclosure*, enquanto que negociação apenas no mercado de balcão norte-americano tende a caracterizar uma governança regular.

Como limitações deste estudo, destaca-se que o presente estudo utilizou-se de uma amostra intencional composta pelas 100 maiores companhias abertas listadas na Bovespa, selecionadas com base no critério de Receita Bruta do exercício findo em 2007. Assim, trata-se de uma amostra intencional e não probabilística. Nesse

sentido, os resultados das análises limitam-se às empresas estudadas. Obviamente, generalizações para outro grupo de empresas, como, por exemplo, empresas menores ou empresas fechadas não são possíveis.

Com relação ao período de tempo estudado, dois fatores chamam a atenção: (i) a crise econômica iniciada nos Estados Unidos e que se alastrou para todo o restante do mundo e (ii) a mudança de legislação ocorrida com a aprovação da Lei 11.638 de 2007 e os novos Pronunciamentos Técnicos do CPC emitidos recentemente.

A crise econômica, obviamente, impactou nas empresas no tocante a diversos aspectos como, por exemplo: (i) poucas empresas emitiram ações nos anos de 2008 e 2009; (ii) alta volatilidade do valor de mercado a partir do início da crise e (ii) indicadores de rentabilidade, endividamento e crescimento da receita variaram de maneira expressiva.

Já as mudanças de legislação contábil caracterizam um cenário de mudança na contabilidade Brasileira que caminha para a convergência com as normas internacionais de contabilidade. Aparentemente, essa convergência exigirá ainda mais transparência das empresas brasileiras, sendo que a tendência é que o nível de *disclosure* das empresas aumente ao longo do tempo.

Finalmente, o período de tempo estudado (3 anos) é relativamente curto para se realizarem inferências quanto a uma análise temporal acerca do *disclosure* das empresas. Nesse sentido, é importante ressaltar as restrições dessa pesquisa com relação à interpretação dos resultados e possíveis generalizações.

REFERÊNCIAS

Alam, J. (2007) *Financial disclosure in developing countries with special reference to Bangladesh*. Ph.D Dissertation - University of Ghent, Bélgica. Recuperado em 18 setembro, 2008, de http://www.feb.ugent.be/fac/research/Proefschriften/Abstracts/Jahangir_abstract_eng.pdf.

Alencar, R. (2007). *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado Brasileiro*. Tese de doutorado em Controladoria e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.

- Almeida, J. E. F., Lima, G. A. & Lima, I. S. (2009). Corporate governance and ADR effects on earnings quality in the Brazilian capital markets. *Corporate Ownership & Control*, 7, p. 55-72.
- Andrade, J., & Salotti, B. (2008). Balanço de recursos humanos: uma análise de companhias do mercado brasileiro.. *Anais do Congresso da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis*, Salvador, BA, Brasil, 2.
- Arcay, M. R. B., & Vazqu ez, M. F. M. (2005). Corporate characteristics, governance rules and the extent of voluntary disclosure in Spain. *Advances in Accounting*, 21, p. 299-331.
- Bardin, L. (1977). *Análise de conteúdo*. Lisboa: Edi es 70.
- Batista, L. E., Escuder, M. M. L., & Pereira, J. C. R. (2004). A cor da morte: causas de  bito segundo características de ra a no Estado de São Paulo, 1999 a 2001. *Revista de Saúde Pública*, 38(5), 630-636.
- Beattie, V., McInnes, B., & Fearnley, S. (2004). A methodology for analyzing and evaluating narratives in annual reports: A comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28, p. 205-236.
- Beaver, W. (1998). *Financial reporting: an accounting revolution*. Editora Prentice Hall.
- Bens, D., & Monahan, S. (2004). Disclosure quality and excess value of diversification. *Journal of Accounting Research*, 42, p. 691-730.
- Botosan, C. (1997). Disclosure level and cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72, p. 323-349.
- Bravo, F., Abad, C., & Trombetta, M. (2008). Methodological and empirical analysis of problems in the measurement of voluntary disclosure. *Anais do European Accounting Association Annual Congress*, Rotterdam, NL, 31.
- Brown, S., & Hillegeist, S. (2008). How disclosure quality affects the level of information asymmetry. *Social Science Research Network*. Recuperado em 22 agosto, 2008, de: www.ssrn.com.
- Burrit, R., & Welch, S. (1997). Accountability for environmental performance of the Australian Commonwealth public sector. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 10, p. 532-561.
- Bushman, R., & Smith, A. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32, p. 237-333.
- Carvalho, M. S. & Struchiner, C. J. (1992). Análise de correspondência: uma aplica o do método   avalia o de serviços de vacina o. *CADERNOS DE SAÚDE PÚBLICA*, 8(3), p. 287-301, jul./set.
- Chow, C., & Wong-Boren, A. (1987). Voluntarily disclosure by Mexican companies. *The Accounting Review*, 62, p. 533-541.
- Coffee, J. (1999). The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications. *Northwestern University Law Review. Social Science Research Network*. Recuperado em 9 outubro, 2008, de www.ssrn.com.
- Cooke, T. E. (1989). Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies. *Accounting and Business Research*, 19, p. 113-124.
- Deegan, C., Ranking, M., & Tobin, J. (2002). An examination of the corporate social and environmental disclosures of BHP from 1983-1997: a test of legitimacy theory. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 15, p. 312-43.
- Depoers, F. (2000). A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies. *European Accounting Review*, 9, p. 245-263.
- Diamond, D., & Verrecchia, R. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of capital. *Journal of Finance*, 46, p. 1325-1360.
- Eng, L. L.; Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22, p. 325-345.
- Ernst, & Ernst. (1978). Social responsibility disclosure: 1978 survey. *Ernst and Ernst*, Cleveland, OH.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *The Journal of Political Economy*, 88, p. 288-307.
- F vero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L., & Chan, B. L. (2009). *Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões*. Rio de Janeiro: Elsevier.

- Financial Accounting Standards Board (FASB). (1978). SFAC No.1 - *Objectives of financial reporting by business enterprises*. Recuperado em 10 janeiro, 2008, de <http://www.fasb.org>.
- Francis, J., Nanda, D. & Olson, P. (2008). Voluntarily disclosure, information quality, and costs of capital. *Journal of Accounting Research*, 46, p. 53-99.
- Galbraith, J. (2004). *A economia das fraudes inocentes-verdades para o nosso tempo*. Editora Companhia das Letras.
- Gray, R., Kouhy, R., & Lavers, S. (1995). Corporate social and environmental reporting: a review of the literature and a longitudinal study of UK disclosure. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 8, p. 47-77.
- Hackston, D., & Milne, M. (1996). Some determinants of social and environmental disclosure in New Zealand companies. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 9, p. 77-108.
- Hail, L. (2002). The impact of voluntarily corporate disclosure on the ex ante cost of capital for Swiss firms. *European Accounting Review*, 11, p. 741-743.
- Healy, P., & Palepu, K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure and capital markets: A review of empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31, p. 405-440.
- Hilary, G. (2003). Accounting behavior of German firms after an ADR issuance. *The International Journal of Accounting*, 38, n. 3, p. 355-376.
- Ho, S., & Wong, K. (2001). A study of the relationship between corporate governance structures and the extent of voluntary disclosure. *Journal of International Accounting, Auditing & Taxation*, 10, p. 139-156.
- Holmstron, B. (1979). Moral hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10, p. 74-91.
- Hope, O., De Franco, G., & Larocque, S. (2008). Disclosure and monitoring: The effects of management earnings forecasts on the pay-performance relation. *Anais do European Accounting Association Annual Congress*, Rotterdam, NL, 31.
- Hossain, M. (2008). The extent of disclosure in annual reports of banking companies: The case of India. In: *Anais do American Accounting Association Annual Meeting*, Anaheim.
- Iudícibus, S., Martins, E., & Gelbcke, E. (2007). *Manual de contabilidade das sociedades por ações* (Aplicável às demais sociedades). 7. ed. São Paulo: Editora Atlas.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, p. 305-360.
- Kelton, A. S., & Yang, Y. (2008). The impact of corporate governance on Internet financial reporting. *Journal of Accounting and Public Policy*, 27, p. 62-87.
- Khanna, T. Palepu, K. Srinivasan, S. Disclosure practices of foreign companies interacting with U.S. markets. *Journal of Accounting Research*, v. 42 p. 475-508, 2004.
- Kuasirikun, N., & Sherer, M. (2004). Corporate social accounting in Thailand. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 17, p. 629-660.
- Lanzana, A. (2004). *Relação entre o disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação de mestrado em Administração, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- La Porta, R, Lopes-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52, p. 1131-1150.
- La Porta, R, Lopes-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R. (2000a). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58, p. 3-27.
- La Porta, R, Lopes-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R. (2000b). Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Financial Economics*, 55, p. 1-33.
- La Porta, R, Lopes-de-Silanes, F., Schleifer, A. & Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57, p. 1147-1170.

- Leal, R., & Oliveira, C. (2007). Uma avaliação das práticas dos conselhos de administração no Brasil. In: A. Silva, & R. Leal. *Governança corporativa: Evidências empíricas no Brasil*. São Paulo: Atlas.
- Leuz, C.; Wysocki, P. (2008). Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: A review and suggestions for future research. *Social Science Research Network*. Recuperado em 22 agosto, 2008, de www.ssrn.com.
- Lima, G., Ozawa, C., Goulart, A. (2006) Underwriting, ações, ADR e BDR. In: Lima, I., Lima G., Pimentel, R. Curso de mercado financeiro: Tópicos especiais. São Paulo: Editora Atlas, .
- Lima, G. (2007). Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras. Tese de doutorado em Controladoria e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Malacrida, M., & Yamamoto, M. (2006). Governança corporativa: Nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. *Revista Contabilidade e Finanças*, Edição Comemorativa, p. 65-79.
- Meek, G., Roberts, C., & Gray, S. (1995). Factors influencing voluntarily annual report disclosure by U.S., U.K., and continental European multinational corporations. *Journal of International Business Studies*, 26, p. 555-572.
- Mendes-da-Silva, W., Ferraz-Andrade, J. M., Fama, R., & Maluf Filho, J. A. (2009). Disclosure via website corporativo: um exame de informações financeiras e de governança no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas*, 49, n. 2, p. 190-205.
- Morris, R. D., & Tronnes, P. C. (2008). The determinants of voluntary strategy disclosure: An international comparison. *Anais do American Accounting Association Annual Meeting*, Anaheim.
- Mourik, C., Keynes, M. (2008). Financial disclosure, weighted average cost of capital, and corporate governance in Japan. In: European Accounting Association Annual Congress, 31. Rotterdam.
- Murcia, F. D. (2009). *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. 182 p. Tese de doutorado em Controladoria e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Murcia, F. D., & Santos, A. (2010). Nível de disclosure corporativo e setor de atuação das empresas: análise de companhias abertas no Brasil no período de 2006-2008 utilizando a Anacor. *Revista Iberoamericana de Contabilidad de Gestión*, 8, p. 1-16.
- Nossa, V. (2002). *Disclosure ambiental: uma análise do conteúdo dos relatórios ambientais de empresas do setor de papel e celulose em nível internacional*. 2002. Tese de doutorado em Controladoria e Contabilidade. Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Orens, R., & Lybaert, N. (2008). Analysts' earnings forecasts and non-financial disclosures. In: *European Accounting Association Annual Congress*, 31, Rotterdam.
- Owusu-ansah, S. (1997) The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies: A comment. *The European Accounting Review*, v. 6, p. 487-492.
- Rover, S., Murcia, F. D., & Borba, J. A. (2009). Características do disclosure ambiental de empresas brasileiras potencialmente poluidoras: uma análise das demonstrações financeiras e dos relatórios de sustentabilidade do período de 2005 a 2007. *Contextus*, 7, p. 23-36.
- Salomone, R., & Galluccio, G. (2001). Environmental issues and financial reporting trends: a survey in the chemical and oil & gas industries. *FEEM Working Paper*, (32).
- Shin, H. (2003). Disclosures and asset return. *Econometrica*, 71, p. 105-133.
- Shleifer, A., & Vishny, R. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, p. 737-783.
- Sloan, R. (2001). Financial accounting and corporate governance: A discussion. *Journal of Accounting and Economics*, 32, p. 335-347.
- Srouf, G. (2007). Práticas diferenciadas de governança corporativa: Um estudo sobre a conduta e a performance das firmas bra-

sileiras. In: SILVA, André; LEAL, Ricardo. Governança corporativa: Evidências empíricas no Brasil. São Paulo: Editora Atlas.

Standards, & Poor's. (2002). *Transparency and Disclosure (T&D) 2002 rankings*. Recuperado em 15 setembro, 2008, de www.standardandpoors.com.

Stiglitz, J. (2000). The contributions of the economics of information to twentieth century economics. *Quarterly Journal of Economics*, 115, p. 1441-1478.

Wallace, O., & Naser, K. (1995). Firm specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the stock exchange of Hong Kong. *Journal of Accounting and Public Policy*, 14, p. 311-368.

Weil, D. (2002). The benefits and costs of transparency: A model of disclosure based regulation. *Social Science Research Network*. Recuperado em 22 agosto, 2008, de www.ssrn.com.

Williams, S. M. (1999). Voluntary environmental and social accounting disclosure practices in the Asia-Pacific region: an international empirical test of political economy theory. *The International Journal of Accounting*, 34, p. 209-238.

Williamson, O. E. (1985). *The economic institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. New York: Free Press.

Young, D., & Guenther, D. (2003). Financial reporting environments and international capital mobility. *Journal of Accounting Research*, 41, p. 553-579.

Yusoff, H., Lehman, G., & Nasir, N. (2006). Environmental engagements through the lens of disclosure practices: a Malaysian story. *Asian Review of Accounting*, 14, p. 122-48.

Zeghal, D., & Ahmed, S. (1990). Comparison of social responsibility information disclosure media used by Canadian firms. *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 3, p. 1-13.