



O Conteúdo do Relatório da Administração e o Comportamento da Informação nas Empresas Brasileiras

Level of Corporate Governance and Content of Information Provided in Management Reports of Brazilian Companies Traded on the BOVESPA Stock Exchange

Sonia Raifur Kos¹, Márcia Maria dos Santos Bortolucci Espejo²,
Leo Raifur³

RESUMO

O objetivo desse estudo é verificar se existe alteração no enfoque das informações apresentadas no Relatório da Administração (RA), considerando os níveis diferenciados de Governança Corporativa em virtude do desempenho. O enfoque informacional, variável dependente do estudo, foi construído qualitativamente por meio da análise de conteúdo, a qual identificou dez ênfases: Operacional, Fluxo de Caixa, Resultado, Faturamento, Conjuntura Econômica, Mercado, Responsabilidade Socioambiental, Governança Corporativa, Tecnologia e Fontes e Usos de Recursos. O desempenho, variável independente, foi calculado por meio dos indicadores sugeridos por Lyra e Corrar (2009): Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido, Rentabilidade sobre o Ativo, Liquidez Corrente, Endividamento, Crescimento das Vendas, Margem Líquida e Giro do Ativo. Duas hipóteses foram definidas: (i) se existe variação no enfoque informacional do RA em empresas que aderiram e não aderiram aos níveis diferenciados de Governança Corporativa; e (ii) se existe variação no enfoque informacional do RA entre os níveis internos de Governança Corporativa. Por meio da Regressão com Dados em Painel, as hipóteses foram testadas e confirmadas. Com base nos resultados encontrados, é possível afirmar que quanto maior o nível de Governança Corporativa em que a empresa estiver inserida, menor será a influência que os enfoques receberão dos indicadores de desempenho. Diante dos achados, percebeu-se que as boas práticas de governança corporativa contribuem positivamente para a qualidade e transparência da informação disponibilizada aos diversos usuários.

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

ABSTRACT

This study examined possible variations in the content of information presented in annual Management Reports of Brazilian companies traded on the Bovespa stock exchange taking into consideration the different levels of Corporate Governance adhered to by these companies and performance indicators. The principal types of information provided, established qualitatively, through content analysis, were the following: Operational Cash Flow, Profit, Revenue, Economic Environment, Market, Environmental Social Responsibility, Corporate Governance, Technology and Resources and Resource Use. Performance indicators calculated were those suggested by Lyra and Corrar (2009): Return on Equity, Return on Assets, Current Liquidity, Debt, Sales Growth, Net Margin and Asset Turnover. Using regression techniques and panel data, two hypotheses were tested and supported: (i) that there is no variation in the informational content of Management Reports of companies that adhere and do not adhere to advanced levels of corporate governance; and (ii) that there is no variation in the informational content of Management Reports of companies adhering to the three different advanced levels of corporate governance of the Bovespa exchange. The findings suggest that good corporate governance practices contribute positively to the quality and transparency of information made available.

Keywords: Corporate Governance; Management Report; Informational Content; Performance.

¹ Universidade Estadual do Centro Oeste - Paraná, Brasil - soniarkos@yahoo.com.br

² Universidade Federal do Paraná - Curitiba, Paraná, Brasil - marciabortolucci@ufpr.br

³ Universidade Estadual do Centro Oeste - Paraná, Brasil - raifur@yahoo.com.br

1 INTRODUÇÃO

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

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

A argumentação que embasa essa pesquisa é sustentada por Iudícibus (2004, p. 128), quando comenta sobre o Relatório da Administração, afirmando que:

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

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

pois identificaram em sua pesquisa que as companhias com maior nível de governança tendem a ter mais disposição à divulgação voluntária.

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

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

A Governança Corporativa tem sido amplamente discutida, em virtude da proteção dos direitos dos acionistas, de forma que estes obtenham retorno adequado dos seus investimentos (Silveira 2002; Okimura, 2003; Salmasi, 2007). No Brasil, um dos principais problemas da governança é o conflito de agência existente entre acionista majoritário e minoritário em virtude da alta concentração de propriedade. Portanto, espera-se que quanto maior o nível de Governança Corporativa, mais evidenciação a empresa faça. Não obstante, a evidenciação (*disclosure*) é um dos pilares que embasam a Governança Corporativa, juntamente com a

equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e obediência e cumprimento das leis (*compliance*) (IBGC, 2011).

2 EVIDENCIAÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL

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

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

O Relatório da Administração (RA) trata-se de um instrumento utilizado para a evidenciação da informação corporativa. Algumas informações desse relatório podem ser enviesadas pelo lado do otimismo inconsequente. Embora devam ser observadas com cautela, essas informações são importantes por apresentarem indícios da política da empresa que podem ajudar o

usuário a identificar tendências sobre o seu comportamento, bem como possíveis resultados futuros (Iudícibus, 2004). Assim como os demais relatórios que a empresa divulga, o Relatório da Administração também segue normalização específica. A CVM apresenta algumas instruções sobre o que deve ser apresentado nesse tipo de relatório. As orientações foram determinadas nos Pareceres de Orientação 15/87, 17/89, 18/90, 24/92, Instrução 319/99, 381/03, Deliberação 488/05 e Lei 6.404/76.

Respalhando tais considerações, a literatura existente considera que evidenciação ou *Disclosure* é um fenômeno que pode ser considerado complexo, porém a teoria pode proporcionar uma explicação parcial (Hope, 2003). Verrecchia (2001) apresenta a categorização dos diversos modelos que tratam da teoria da divulgação, propondo uma taxonomia, a qual engloba três categorias amplas de pesquisa sobre divulgação em Contabilidade:

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

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

A segunda categoria (*discretionary-based Disclosure*) é identificada nas pesquisas que apresentam quais os motivos da divulgação, ou seja, procura verificar o que leva os gestores e/ou as empresas a divulgar ou não determinadas informações. Nesse caso, as informações são divulgadas para seu maior e, talvez único, consu-

midor representativo: o mercado de capitais. As pesquisas questionam os motivos da divulgação ou não de determinada informação, ou seja, assumem que a administração pode optar entre divulgar ou não alguma informação. Nessa categoria enquadram-se os Relatórios da Administração; visto que esse relatório não é auditado, ele pode ser elaborado de acordo com o julgamento dos gestores, informando aquilo que eles julguem importante ou necessário. Nestes modelos, *Disclosure* é uma variável endógena e são verificados seus efeitos *ex post*, ou seja, o efeito é proveniente de causas internas e depois da divulgação.

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

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

Com relação às pesquisas desenvolvidas sobre divulgação da informação, podem-se citar Patel, Balic e Bakwira (2002); Costa Junior (2003); Lanzana (2004); Malacrida e Yamamoto (2006); Ponte *et al.* (2007); Alencar (2007); Gondridge *et al.* (2011). Patel, Balic e Bakwira (2002) avaliaram a diferença do nível de transparência em uma amostra composta de 354 empresas de 19 países emergentes, bem como a evolução em três anos. Os pesquisadores concluíram que os países asiáticos e a África do Sul possuem maior nível de transparência do que países latino-americanos.

Costa Junior (2003) analisou 215 empresas, onde verificou se a divulgação de fatores de risco de mercado e sua gestão foram feitas de maneira adequada, se os instrumentos financeiros foram revelados adequadamente, inclusive, no que tange aos valores justos, e se as regras estabelecidas na CVM 235/95 foram observadas rigorosamente pelas companhias abertas brasileiras. Concluiu que as companhias abertas no Brasil não prestam informações adequadas em suas demonstrações contábeis, no que concerne aos instrumentos financeiros.

Lanzana (2004) pesquisou se haveria relação significativa entre *Disclosure* e Governança Corporativa por meio da aplicação de regressões pelo método dos Mínimos Quadrados Ordinários e pelo modelo *Tobit* para o ano de 2002, em que o nível de *Disclosure* foi a variável dependente. Cinco variáveis de governança foram utilizadas: direito de controle; diferença entre o direito de controle (BLOC) e o direito sobre o fluxo de caixa do acionista controlador (DIF); número de membros do conselho de administração (CONS); independência do conselho de administração (INDEP) e presença do presidente da empresa na presidência do conselho de administração (PRES). Assume-se que a relação entre *Disclosure* e governança pode ser de complementaridade ou de substituição, visto que não se conhece essa relação de antemão. A variável DIF corroborou o efeito de substituição entre nível de *Disclosure* e governança, enquanto que a significância da variável INDEP no teste *Tobit* confirmou o efeito de complementação entre essas duas variáveis, mostrando que o grau de independência do conselho é relevante para que as empresas que ainda não praticam *Disclosure* voluntário passem a fazê-lo. As demais variáveis de governança não apresentaram significância.

Malacrida e Yamamoto (2006) buscaram analisar se o nível de evidenciação de informações contábeis apresentadas pelas empresas componentes do IBOVSPA influencia a volatilidade do retorno de suas ações quando negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, pois se espera que empresas com maior nível de evidenciação apresentem menor volatilidade de suas ações. Concluíram que empresas com maior

nível médio de evidenciação das informações contábeis apresentam menor volatilidade média dos retornos das ações. Empresas com menor nível de evidenciação apresentaram maior volatilidade média dos retornos das ações.

Ponte *et al* (2007) compararam os resultados obtidos no estudo realizado com dados de 2002 e 2005. Para tanto, verificaram quais as mudanças percebidas na evidenciação de informações obrigatórias, não obrigatórias e avançadas praticadas pelas companhias abertas brasileiras. Foram analisadas 95 empresas, referente ao período de 2002, e 119 referente ao período de 2005. No que diz respeito aos itens recomendados nos pareceres 15/87, 17/89 e 19/90 da CVM, o estudo menciona a não ocorrência de melhoria nas práticas de *Disclosure* das companhias. Com relação às informações contábeis de natureza avançada e não obrigatória, propugnadas pelas práticas de Governança Corporativa, verificou-se um avanço na sua evidenciação pelas empresas analisadas.

Alencar (2007) investigou a relação entre *Disclosure* e o custo de capital próprio no Brasil. Foram analisadas as 50 empresas mais líquidas da BM&FBOVESPA, com dados para os anos de 1998, 2000, 2002, 2004 e 2005. Os resultados mostraram que o nível geral de *Disclosure* aumentou e que a dimensão relativa às projeções dos administradores apresenta os resultados mais modestos. Foi verificada relação negativa e estatisticamente significativa entre custo de capital e *Disclosure* para todas as empresas.

Gondrige *et al* (2011) desenvolveram estudo com o objetivo de identificar os fatores explicativos do nível de *Disclosure* voluntário das empresas de capital aberto no Brasil. A amostra foi constituída por 225 empresas listadas na BM&FBOVESPA, referente o período de 2008. A análise foi conduzida por meio de Regressão Linear Múltipla, com variável dependente DSCORE (nível de *Disclosure*) e quinze variáveis explicativas acerca da estrutura de Governança Corporativa e de propriedade. Os setores de energia elétrica, eletroeletrônico, papel e celulose e petróleo e gás foram os setores que apresentaram indícios de melhor qualidade de *Disclosure*. As variáveis mais significativas para explicar o nível de *Disclosure*

foram: tamanho da empresa, comitê de auditoria, tamanho do conselho de administração, ser auditada por uma das cinco maiores empresas de auditoria e ser listada na Bolsa de Valores de Nova York.

3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

Com o atual comportamento do mercado de capitais torna-se cada vez mais relevante o estudo sobre Governança Corporativa. Transparência e evidenciação são elementos fundamentais em qualquer bom modelo de Governança Corporativa. A exigência de padrões mais altos de divulgação está sendo feita por vários órgãos reguladores como CVM (Comissão de Valores Mobiliários) e SEC (*Security and Exchange Commission*). Muitas empresas têm demonstrado interesse em fazer divulgação voluntária como um diferencial no mercado de capitais (Teixeira, 2010).

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

Governança Corporativa atualmente é considerada o principal foco de discussões sobre a alta gestão das empresas. Os debates sobre o tema tiveram um grande aumento a partir de 2002, em virtude dos problemas de governança ocorridos no mercado norte-americano. O problema de governança da *Enron* acarretou forte impacto no mercado de capitais norte-americano, pois era uma das empresas mais bem vistas nos Estados Unidos e por ter provocado muitos prejuízos aos seus funcionários, uma vez que grande parte dos recursos do

seu fundo de pensão estava alocada em ações da companhia (Silveira, 2004). Esse é apenas um dos escândalos que tornou evidente a necessidade de transparência nos informes publicados pelas entidades; por isso, a característica da transparência é um dos pilares que sustenta a Governança Corporativa.

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

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

Muitas são as pesquisas que relacionaram Governança Corporativa com diversas variáveis do mundo dos negócios, como custo de capital, volatilidade das ações, nível de evidência, valor da empresa, desempenho, como pode ser confirmado no estudo de Silveira (2002), Eng e Mak (2003), Salmasi (2007), Teixeira (2010), entre outros, sendo esta a proposta da presente investigação.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Esse estudo é orientado pela Teoria da Divulgação preconizada por Verrechia (2001), mais precisamente pela segunda categoria: Pes-

quisa sobre Divulgação baseada no Julgamento. Também considera o entendimento de Dye (2001), que compreende que a divulgação da informação está inserida na Teoria dos Jogos, pois o gestor sempre busca o equilíbrio entre o custo e o benefício da informação evidenciada. Nesse sentido, a presente pesquisa utiliza como teoria que sustenta o estudo, tanto a Teoria da Divulgação quanto a Teoria dos Jogos, mencionada por Dye (2001), uma vez que a análise de conteúdo realizada nos Relatórios de Administração procura identificar se o principal enfoque desse documento é influenciado pelo desempenho da empresa. Assim, o gestor poderia escolher, ou julgar quais informações ele considera como positivas em detrimento daquelas que poderiam não ser tão boas.

Nesse estudo foram testadas duas hipóteses de pesquisa:

$H_{0,1}$ – Não existe variação no enfoque informacional dos Relatórios de Administração em empresas Aderentes e Não Aderentes aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

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

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

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

Os enfoques foram quantificados de acordo com o seguinte procedimento: após a submissão dos Relatórios da Administração a infometria, por meio do *Software Atlas TI*, foram identificadas o número de expressões referente a cada enfoque e, em seguida, essa quantidade foi transformada em percentual, obtendo, dessa forma, uma informação escalar que possibilitou a análise de Dados em Painel.

Quadro 1 - Definição dos Enfoques Operacionais.

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

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

A amostra foi constituída pelas empresas que participaram com 1% ou mais do índice IBOVESPA no ano de 2010. Essas mesmas empresas foram utilizadas longitudinalmente, considerando uma janela temporal de 5 anos – 2006 a 2010. Desse modo, o efeito negativo de existirem empresas com dados em branco no teste foi eliminado, proporcionando um tratamento mais adequado. A população constitui-se das empresas participantes do índice IBOVESPA, em um total de 61 empresas no ano de 2010. Pelo critério de participação no índice adotado neste estudo, a amostra efetiva foi constituída

por 33 empresas e 161 observações empresas/ano. Entre as 161 observações, 33 referem-se à não adesão a nenhum nível de GC, enquanto 128 se referem à adesão a algum nível de GC. Destas 128, 48 observações referem-se ao Nível 1 de GC, 19 ao Nível 2 de GC e 61 ao Novo Mercado.

Duas empresas participantes (CIELO e BM&FBOVESPA) do índice em 2010 não apresentaram dados nos anos de 2006 e 2007 sendo, portanto, eliminadas nesse período. A empresa OGX Petróleo também foi excluída da amostra por não divulgar diversas informações, as quais impossibilitaram o cálculo dos indicadores. Durante o período de análise, as empresas que foram selecionadas para compor a amostra representaram 80% do movimento do índice no ano de 2010, sendo, portanto, capazes de representar adequadamente todas as empresas que compõem o índice IBOVESPA.

Para determinação da variável “desempenho”, foram utilizados os seguintes indicadores: Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE – *Return on Equity*), Rentabilidade do

Ativo (ROA - *Return on Assets*), Liquidez Corrente (LC), Composição do Endividamento (DIV), Crescimento das vendas (VND), Margem Líquida (ML) e Giro do Ativo (GA). Assim, o desempenho por empresa/período foi dado pela soma ponderada de cada indicador, conforme modelo a seguir.

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

onde:

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

Para atribuir peso ao indicador, foi utilizado o resultado do estudo de Lyra e Corrar (2009), que, além de eleger os indicadores mais relevantes para avaliar o desempenho empresarial, também construiu uma escala hierárquica, definindo um peso para cada indicador, cuja hierarquia foi transformada em uma escala ponderada para aplicação nesse estudo, sendo ROE: 30,30%; ROA: 19,30%; LC: 17,30%; DIV: 11,10%; VND: 9,20%; ML: 7,20% e GA: 5,60%.

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

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

onde:

E_j = Escore relativo do enfoque j ;

f = Frequência absoluta de expressões do enfoque;

n = Número de enfoques definidos para o modelo.

4.1 Regressão com dados em painel

A Regressão com dados em painel foi a ferramenta estatística utilizada para possibilitar

que as hipóteses fossem avaliadas. Com base na referida metodologia, o poder explicativo dos indicadores de desempenho foram testados, com o intuito de verificar se algum indicador de desempenho pode explicar ou prever determinado enfoque informacional.

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

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

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

$$y_{it} = \beta_{0i} + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

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

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

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 x_{1it} + \dots + \beta_k x_{kit} + v_{it} \quad (5)$$

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

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

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

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

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

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

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

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

$$E_{jt} = \bar{\beta}_{0j} + \beta(ROE)_{jt} + \beta(ROA)_{jt} + \beta(LC)_{jt} + \beta(DIV)_{jt} + \beta(VND)_{jt} + \beta(ML)_{jt} + \beta(GA)_{jt} + v_{jt} \quad (8)$$

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

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

5 ANÁLISE DE DADOS

Para a escolha entre os modelos de dados em painel de efeitos fixos (FE) e efeitos aleatórios (RE), aplicou-se, inicialmente, o teste do multiplicador lagrangeano de *Breusch e Pagan*, seguido dos testes de *Hausman* e de *Chow*. O teste de *Breusch e Pagan* tem por hipótese nula que o modelo de efeitos aleatórios é o mais adequado (Baum, 2006).

5.1 Empresas que não aderiram aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa - NDGC

Foi aplicado o teste de *Hausman* para cada uma das 10 variáveis dependentes, considerando o conjunto das empresas não aderentes

aos NDGC. Os resultados obtidos estão sumari-
zados na Tabela 1.

Tabela 1 - Teste de Hausman para empresas
que não aderiram aos NDGC.

Variável	Teste de Hausman		Estimador H ₀ : Efeito Aleatório
	χ^2	p-valor	
Operacional	19,47	0,0056	FE
Fluxo de Caixa	17,40	0,0150	FE
Resultado	16,81	0,0187	FE
Faturamento	18,93	0,0084	FE
Conjuntura econômica	9,55	0,2168	RE
Mercado	22,36	0,0022	FE
resp. social e ambiental	21,71	0,0028	FE
Governança corporativa	4,42	0,7307	RE
Tecnologia	20,60	0,0044	FE
Fontes e usos de recursos	18,05	0,0118	FE

Fonte: Dados da pesquisa

Para o grupo de empresas que não ade-
riram aos níveis diferenciados de governança
corporativa, seis enfoques do Relatório da
Administração foram influenciados por indi-

cadores de desempenho: Operacional,
Mercado, Responsabilidade Social e Ambiental,
Governança Corporativa, Tecnologia, e Fontes
e Usos de Recursos. Para os demais enfoques
nenhum indicador apresentou significância.
Percebe-se, portanto, que mais da metade dos
enfoques do RA das empresas deste grupo
estão associados com o desempenho empresaria-
l. (Tabela 2).

O Enfoque Operacional, nas empresas
que não aderiram aos Níveis Diferenciados de
Governança Corporativa foi influenciado por
quatro dos sete indicadores analisados: Rentabi-
lidade do Patrimônio Líquido, Rentabilidade
do Ativo, Crescimento das Vendas e Margem
Líquida. Os três primeiros têm associação de
movimento em sentido contrário, o que im-
plica em incrementar o Relatório da Admi-
nistração com informações de enfoque opera-
cional sempre que estes indicadores forem
menores, e inibir comentários sobre este en-
foque se ROE, ROA e VND forem maiores. Já
a ML tem associação com movimento no
mesmo sentido, assim gera incremento de in-
formações na medida em que ela aumenta e
vice-versa. Esse é o enfoque mais influenciado

Tabela 2 - Regressão em Painel – empresas que não aderiram aos NDGC.

Enfoque	Indicador	Painel Robusto			P > t	Intervalo de confiança 95%	
		Coefficiente	Erro Padrão	t			
Oper.	ROE	-0,2749468	0,096726	-2,84	0,0250	-0,5036662	-0,0462274
	ROA	-1.527.453	0,136197	-11,21	0,0000	-1.849.509	-1.205.398
	VND	-0,0308234	0,007977	-3,86	0,0060	-0,0496850	-0,0119618
	ML	1.182.832	0,156171	7,57	0,0000	0,8135458	1.552.119
Mercado	DIV	-0,2417787	0,077747	-3,11	0,017	-0,4256205	-0,0579369
	VND	0,0251465	0,003414	7,36	0,000	0,0170726	0,0332203
	ML	-0,6192131	0,251872	-2,46	0,044	-1,2147960	-0,0236299
RSA	LC	0,0266282	0,003307	8,05	0,000	0,0188093	0,0344470
	DIV	0,1224885	0,030592	4,00	0,005	0,0501511	0,1948259
GC	ROA	1,0509350	0,422028	2,49	0,013	0,2237759	1,8780940
	ROE	-0,038470	0,011874	-3,24	0,014	-0,0665481	-0,0103910
Tecnologia	ROA	-0,367954	0,065414	-5,62	0,001	-0,5226332	-0,2132737
	LC	0,004088	0,001426	2,87	0,024	0,0007157	0,0074602
	VND	-0,004640	0,001867	-2,49	0,042	-0,0090555	-0,0002250
	ML	0,261245	0,035952	7,27	0,000	0,1762324	0,3462582
	GA	0,067875	0,011146	6,09	0,000	0,0415191	0,0942306
FUR	ROE	-0,2566320	0,103493	-2,48	0,042	-0,501353	-0,0119108
	GA	-0,0868561	0,020853	-4,17	0,004	-0,136166	-0,0375466

Fonte: Dados da Pesquisa.

por indicadores, dando a entender que ele tende a ser muito enfatizado no RA, parte para justificar resultados insatisfatórios quanto à rentabilidade e às vendas e parte para enaltecer a lucratividade.

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

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

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

5.2 Empresas que aderiram aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

O grupo de empresas que aderiram aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa foi submetida ao teste de Hausman considerando as dez variáveis dependentes do estudo, apresentando o resultado na Tabela 3.

Tabela 3 - Teste de Hausman para empresas que aderiram aos NDGC.

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

Fonte: Dados da pesquisa.

No grupo de empresas que aderiram aos NDGC, os enfoques Operacional, Fluxo de Caixa, Responsabilidade Social e Ambiental, Governança Corporativa e Fontes e Usos de Recursos são influenciados pelos indicadores de desempenhos analisados. (Tabela 4).

O Enfoque Operacional em empresas que aderiram NDGC é influenciado pelos indica-

Tabela 4 - Regressão em Painel - empresas que aderiram aos NDGC.

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

Fonte: Dados da Pesquisa.

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

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

O indicador de Retorno sobre o Patrimônio Líquido influencia o enfoque GC, intensificando

esse enfoque na medida em que o ROE aumenta e vice-versa. Nesse enfoque percebe-se uma semelhança com o grupo de empresas sem GC, pois aquelas também têm esse enfoque influenciado pelo indicador de rentabilidade. A diferença é que os segundo grupo enfatiza a Governança Corporativa quando o indicador de rentabilidade do investimento dos sócios é positivo, já no primeiro grupo a ênfase acontece quando a rentabilidade de todos os investimentos é positiva. Observa-se que as empresas que aderiram ao NDGC têm maior preocupação com o investimento do sócio do que com o investimento global. (Quadro 2).

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

Quadro 2 - Resumo comparativo de empresas Não Aderentes e Aderentes aos NDGC.

Não aderiram aos NDGC								Aderiram aos NDGC							
	R O E	R O A	L C	D I V	V N D	M L	G A		R O E	R O A	L C	D I V	V N D	M L	G A
OPER								OPER							
FC								FC							
RES								RES							
FAT								FAT							
CE								CE							
MERC								MERC							
RSA								RSA							
GC								GC							
TEC								TEC							
FUR								FUR							

existe variação nos enfoques informacionais de empresas Não Aderentes e Aderentes aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.

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

Adicionalmente, para testar o efeito do nível de governança, foi criada uma variável *dummy* (*d_gc*) em que as empresas não figurantes em nenhum nível de governança assumiram o valor 1 (um), e as demais, inscritas em qualquer um dos níveis de governança, assumiram o valor 0 (zero). Entretanto, conforme pode ser observado nas Tabelas 1 e 3, ocorreram alterações no estimador em função da classificação das empresas nos diversos níveis de governança.

Na Tabela 5 estão apresentados os enfoques significativos para a variável *dummy*, sendo

a “Margem Líquida” o indicador significativo nos respectivos enfoques identificados. Para o caso do enfoque operacional, observa-se que os coeficientes são negativos. Denota-se, nesse caso, que à medida que a margem de lucro diminui, aumenta a ênfase sobre a conjuntura econômica. As conclusões para a variável *dummy* correm em linha com os argumentos teóricos, evidenciando que as empresas que não aderiram aos NDGC têm uma interação inversa e significativa em relação à variável dependente.

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

Em virtude de as empresas inscritas no Nível 2 de Governança Corporativa serem em número bastante reduzido, não foi possível incluir esse grupo no teste da segunda hipótese; dessa forma, testou-se apenas o grupo inscrito no Nível 1 e no Novo Mercado.

Para as empresas com Nível 1 de Governança Corporativa (Quadro 3), apenas o En-

Tabela 5 - Regressão em Painel – Empresas que não aderiram aos NDGC versus Empresas que aderiram aos NDGC.

Enfoque	Indicador	Painel Robusto			P > t	Intervalo de confiança 95%	
		Coefficiente	Erro Padrão	t			
CE	ML	-0,0378426	0,0130565	-2,90	0,007	-0,0644379	-0,0112473
	<i>dummy</i>	-0,0340586	0,0163452	-2,08	0,045	-0,0673527	-0,0007645
FAT	ML	0,0284373	0,0118020	2,41	0,022	0,0043974	0,0524773
	<i>dummy</i>	-0,0258493	0,0054352	-4,76	0,000	-0,0369205	-0,0147781
OPER	ML	-0,0362406	0,0189480	-1,94	0,050	-0,0733779	0,0008967
	<i>dummy</i>	0,0302675	0,0177599	1,98	0,048	-0,0045413	0,0650763
GC	<i>dummy</i>	-0,0322120	0,0158741	-2,03	0,042	-0,0633246	-0,0010994

Fonte: Dados da Pesquisa

Quadro 3 - Resumo comparativo empresa Nível 1 e Novo Mercado.

	Nível 1 GC							Novo Mercado GC						
	R O E	R O A	L C	D I V	V N D	M L	G A	R O E	R O A	L C	D I V	V N D	M L	G A
OPER								OPER						
FC								FC						
RES								RES						
FAT								FAT						
CE								CE						
MERC								MERC						
RSA								RSA						
GC								GC						
TEC								TEC						
FUR								FUR						

foque em Mercado não apresentou nenhum indicador de desempenho com influência significativa. Observa-se que no grupo de empresas aderentes aos NDGC e inscritas no Nível 1, os enfoques informacionais são altamente influenciáveis pelos indicadores de desempenho, representando o grupo com mais influência, entre todos os analisados neste estudo.

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

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

6 CONCLUSÃO

Com intuito de responder a questão de pesquisa, duas hipóteses de teste foram constituídas. Para que fosse possível aceitar ou rejeitar cada uma dessas hipóteses, os dados foram submetidos à Regressão com Dados em Painel. **A primeira hipótese da pesquisa relata que não**

existe variação no enfoque informacional dos relatórios de administração em empresas Aderentes ou Não Aderentes aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Espera-se que quanto maior o nível de Governança Corporativa, mais evidênciação a empresa faça. Não obstante, a evidênciação é um dos pilares que embasam a Governança Corporativa.

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

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

Na comparação entre empresas do Nível 1 e Novo Mercado de Governança Corporativa, perceberam-se muitas semelhanças entre os dois grupos. Ambos têm o enfoque Operacional influenciado por quatro indicadores, bem como em nenhum deles o Crescimento das

Vendas teve influência nos enfoques. Apesar disso, observa-se que o grupo de Nível 1 de Governança Corporativa apresentou que 90% dos enfoques foram influenciados por indicadores de desempenho, enquanto que no Novo Mercado esse percentual cai para 60%. Nesse sentido, apesar das semelhanças, não é possível aceitar a hipótese nula, que prevê que não existe variação no enfoque informacional nos Relatórios da Administração.

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

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

Por não serem encontradas referências científicas sobre quais expressões representam cada enfoque, bem como as definições dos próprios enfoques, considera-se essa estruturação como uma limitação da pesquisa, visto que se outros enfoques forem considerados ou outras expressões forem relacionadas aos enfoques, é possível que um resultado diferente seja encontrado. Vale salientar que a definição tanto dos

enfoques quanto das expressões deu-se em virtude da análise dos próprios Relatórios da Administração. As análises foram realizadas sem considerar os ramos de atividades nos quais as empresas estavam inseridas e como o ramo de atividade influencia as expressões do Relatório da Administração, considera-se esse fato como outra limitação do estudo.

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

REFERÊNCIAS

- Alencar R. C., & Lopes, A. B. (2007). Custo de Capital Próprio e o Nível de *Disclosure* nas empresas brasileiras. *Anais do Congresso USP de Contabilidade e Controladoria*, São Paulo, S.P. Brasil, 5.
- Bardin L. (1995) *Análise de conteúdo*. Lisboa.
- Baum, C. (2006). *An Introduction to Modern Econometrics Using Stata*. Stata Press. (USA: Texas).
- Bolsa de Valores de São Paulo, 2011. Recuperado em 25 janeiro, 2011, de: http://www.bmfBOVESPA.com.br/empresas/pages/empresas_governanca-corporativa.asp.
- Cameron, A. C., & Trivedi, P. K. (2009). *Microeconometrics using Stata*. Texas: Stata.
- Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Recuperado em 15 dezembro, 2010, de < <http://www.cvm.gov.br/indexpo.asp> >.
- Costa J., & Vieira, J. (2003, maio/agosto). Uma Avaliação do Nível de Evidenciação das Companhias Abertas, no Brasil, no Tocante aos Instrumentos Financeiros. *Revista Contabilidade & Finanças - RCF*, 32, 23-39., São Paulo..
- Dye, Ronald A. (2001). An Evaluation of "Essays on Disclosure" and the Disclosure Literature in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 181-235.

- Eng, L. L., & Mak, Y. T. (2003). Corporate governance and voluntary *Disclosure*. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Fama, E.. (1991). Efficient Capital Markets II. *The Journal of finance*, 46(5). 1.575-1.617. Chicago: University of Chicago.
- Gonçalves O., & Ott E.. (2002). A Evidenciação nas Companhias Brasileiras de Capital Aberto. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Salvador, BA, Brasil, 26.
- Gondrige, E., Espejo, M. M.S. B., Clemente, A., & Silva, W. V. (2011). Fatores Explicativos do *Disclosure* Voluntário das Empresas Brasileiras de Capital Aberto sob a Perspectiva da Estrutura de Governança Corporativa e de Propriedade. *Anais do Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós Graduação em Administração - ENANPAD*, Rio de Janeiro, RJ., Brasil, 35.
- Hendriksen, E. S. (2007). *Teoria da Contabilidade* (1 ed. - 6 reimp.). (A. Z. Sanvicente, Trad.). São Paulo: Atlas.
- Hope, K.. (2003). Firm-level *Disclosures* and the Relative Roles of Culture and Legal Origin. *Journal of International Financial Managerial and Accounting*, 14(3), 218-248.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC - Recuperado em 24 janeiro, 2011, de <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>.
- Iudícibus, S. (2004). *Teoria da Contabilidade* (7 ed.). São Paulo: Atlas.
- Lanzana, A. P. ((2004). *A relação entre Disclosure e Governança Corporativa das empresas brasileiras*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Lima, G. A. S. F.(2007). *Utilização da Teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de Disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, SP, Brasil. Lyra, R. L.W. C., Corrar, L. J. (2009). *A Percepção dos Docentes quanto os Indicadores Contábeis: Um Estudo Exploratório utilizando a técnica Delphi*. *Anais do Congresso IAAER - ANPCONT*, São Paulo, SP, Brasil, 3.
- Mackinlay C.. (1997, mar.). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economics Literature*, 35, 13-39.
- Malacrida, M. J. C., & Yamamoto, M. M. (2006, Set.) Governança Corporativa: Nível de Evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do IBOVESPA. *Revista Contabilidade e Finanças - RCF*, São Paulo, Edição Comemorativa , pp. 65 - 79.
- Murcia, F. D., & Santos, A. (2009). Fatores determinantes do nível de *Disclosure* voluntário das companhias abertas no Brasil. *Anais do Congresso Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Ciências Contábeis*, São Paulo, SP, Brasil, 3.
- Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico [OCDE]. (2004) *O Princípio da OCDE sobre Governo das Sociedades*. Recuperado em 24 janeiro, 2010, de <<http://www.browse.oecd-bookshop.org/oecd/pdfs/browseit/260402UE.PDF>>. Okimura, R. T.. (2003). *Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa, Valor e Desempenho das Empresas no Brasil*. Dissertação de mestrado em Controladoria e Contabilidade, Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Administração, Economia e Contabilidade - FEA, Universidade de São Paulo. São Paulo, Brasil.
- Patel S., Balic A., & Bwakira, L. (2002). Measuring transparency and *Disclosure* at firm-level in emerging markets. *Emerging Market Review*, 3, 325-337.
- Petersen, M. A. (2009). Estimating standard errors in finance panel data sets: comparing approaches. *The Review of Financial Studies*, 22(1), Ponte, V. M. R., Oliveira, M. C., Moura, H., & Carmo, R. C. A.. (2007, Set/Dez). Análise das práticas de evidenciação de informações obrigatórias, não-obrigatórias e avançadas nas demonstrações contábeis das sociedades anônimas no Brasil: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 e 2005. *Revista Contabilidade & Finanças - RCF*, 18(45), São Paulo.
- Salmasi, S. V..(2007). *Governança Corporativa e o Custo do Capital Próprio no Brasil*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo. São

- Paulo, SP, Brasil. Schvirck, E., Gasparetto, V. (2011). Divulgação Voluntária de Informações por Segmento e Governança Corporativa antes da Vigência do CPC 22. *Anais do Encontro Anual da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração* – Rio de Janeiro, RJ, Brasil, 35.
- SCHLEIFER, A. VISHNY, R. (1997) A survey of corporate governance. *Journal of finance*. 52 (2) 737-783.
- Silveira, A. M. (2002). *Governança Corporativa, Desempenho e valor da empresa no Brasil*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Silveira, A. M. (2004). *Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: Determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil*. Tese de doutorado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Teixeira, S. C. (2010). *A relação entre a adoção de práticas recomendadas de Governança Corporativa e o nível de evidenciação*. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on Disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 32, 97-180.
- Wooldridge, J. M. (2003). **Introductory Econometrics**. A modern approach. 2 Ed. Thomson South-Western.