

---

# ANÁLISE DA RELAÇÃO ENTRE DISSEMINAÇÃO VOLUNTÁRIA DE INFORMAÇÕES EM SITES CORPORATIVOS E DESEMPENHO FINANCEIRO DE EMPRESAS BRASILEIRAS

---

ARTIGO – FINANÇAS

*Jupter Júnior Moreira Luz*

Graduado em Administração pelo Centro Universitário de Belo Horizonte – UNI-BH  
E-mail: [jjupter@terra.com.br](mailto:jjupter@terra.com.br)

Recebido em: 25/06/2006

Aprovado em: 10/11/2006

*Marcos Antônio de Camargos*

Doutorando em Administração pelo CEPEAD-UFMG, Professor e Coordenador do curso de Administração do Centro Universitário de Belo Horizonte – UNI-BH  
E-mail: [mcamargos@cepead.face.ufmg.br](mailto:mcamargos@cepead.face.ufmg.br)

*Joab de Oliveira Lima*

Doutorando em Estatística pelo ICEX-UFMG, Professor do curso de Administração do Centro Universitário de Belo Horizonte – UNI-BH  
E-mail: [joablima@bol.com.br](mailto:joablima@bol.com.br)

## RESUMO

A governança corporativa vem-se tornando um importante mecanismo da gestão empresarial nos últimos anos, e a internet, uma ferramenta para disseminar informações ao mercado. O objetivo deste artigo é analisar se existe associação entre disseminação voluntária de informações em *sites* corporativos e desempenho financeiro. A análise foi feita de uma amostra de 40 empresas, das quais 24 fazem parte do Novo Mercado da Bovespa (N1, N2 ou NM) e outras 16 não fazem parte, por meio de uma regressão múltipla. Constatou-se que a disseminação voluntária de informações nos *sites* corporativos das empresas pesquisadas está associada diretamente ao tamanho da empresa, ao retorno acionário e ao retorno sobre o ativo total, ou seja, quanto maior a empresa, o retorno acionário e o retorno sobre o ativo, maior tende a ser a transparência e a divulgação de informações ao mercado por meio dos *sites* corporativos. E, contrariando as expectativas, foi encontrada, também com significância estatística, uma associação negativa entre o retorno sobre o patrimônio líquido e a disseminação voluntária de informações na internet.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Disseminação de Informação, Desempenho Financeiro.

## ***THE RELATION BETWEEN VOLUNTARY DISSEMINATION OF INFORMATION IN BRAZILIAN COMPANY SITES AND COMPANY FINANCIAL PERFORMANCE***

### ***ABSTRACT***

*Corporate governance is becoming an important aspect of management and internet is now convenient for disclosure of information to the market. Therefore this relation between voluntary dissemination of information in company sites and financial performance of Brazilian companies was investigated. A multiple regression analysis was made of 40 companies, 24 that belonged to the New Bovespa Market (N1, N2 or NM) as well as 16 others that did not. The extent of transparent disclosure in the form of voluntary dissemination of information in company these sites was found to be directly associated with company size, shareholder return and return on total assets. However, contrary to expectations, a statistically significant negative association was identified between return on equity and voluntary disclosure of information in company sites.*

**Key words:** *Corporate Governance, Disclosure, Financial Performance.*

## 1. INTRODUÇÃO

O tema da governança corporativa (GC) é de grande importância para as empresas de capital aberto, além de ser, atualmente, um dos mais relevantes no âmbito acadêmico, dado o volume crescente de pesquisas. A GC diz respeito aos diversos mecanismos e ferramentas que levam a uma maior transparência entre empresa e investidores, fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Para Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), o desenvolvimento do mercado de capitais depende das boas práticas de GC adotadas pelas empresas, que, ao adotarem um sistema de governança eficaz, aumentam a liquidez, o volume de negociação e a valorização das ações, reduzindo sua exposição a fatores macroeconômicos.

Para Andrade e Rosseti (2004), a GC pode contribuir em três frentes para o desenvolvimento econômico do país: i) *empresas*: por melhorar a imagem institucional, aumentar a liquidez e a valorização das ações e reduzir o custo de capital; ii) *investidores*: por garantir direitos, maior precisão na precificação das ações, qualidade das informações e acompanhamento, e menores riscos; iii) *mercado de capitais*: por ser uma alternativa viável de capitalização, aumento de emissões e das aberturas de capital e maior liquidez.

A Governança Corporativa pode ser definida como um conjunto de ações dos administradores e acionistas para sinalizar ao mercado suas decisões e como serão reinvestidos ou distribuídos os lucros obtidos. Partindo da visão de que uma companhia de capital aberto (S.A.) pode ser vista como um conjunto de contratos explícitos e implícitos nos quais há uma separação explícita entre proprietários (principais) e administradores (agentes), a GC determina como os administradores que tomam decisões dentro das empresas devem gerenciar esses contratos e atuar em consonância com os objetivos dos principais.

No cenário de negócios atual, a GC desempenha uma importante função, pois, por meio dela, os investidores sabem, com um grau maior de facilidade, como estão sendo efetuadas as ações propostas pelas empresas, já que quanto maior o grau de transparência, maior é a segurança do investidor nessas companhias. O grau de transparência das S.As. é, assim, um facilitador na

captação de recursos e na interação com todos os interessados nas suas atividades (*stakeholders*).

O interesse empresarial pela GC intensificou-se a partir dos escândalos envolvendo grandes corporações norte-americanas. Estabeleceu-se, então, um consenso entre empresas, investidores e Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) para que essas práticas fossem adotadas de maneira mais efetiva. O que se viu foi uma série de providências para mudanças nos conselhos de administração (CA) das S.As., nas formas de estruturação da administração, na divulgação de informações e no mercado investidor.

Nessa direção, uma medida adotada pela Bovespa foi a criação do chamado Novo Mercado (NM) e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (NDGC) em dezembro de 2001. São três segmentos distintos de negociação, sinalizadores do nível de transparência com o qual as empresas se comprometem voluntariamente a disseminar informações ao mercado (BOVESPA, 2005). O Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem voluntariamente com a adoção de práticas de GC e transparência adicionais em relação ao que é exigido pela legislação. A premissa básica desse novo segmento é a de que a valorização e a liquidez das ações no mercado são influenciadas positivamente pelo grau de segurança que os direitos concedidos aos acionistas oferecem e pela qualidade das informações prestadas pelas empresas.

Segundo Pinheiro (2003), com o tempo, ter uma regra para a avaliação das empresas pelo mercado e pelos investidores e que também mostre o nível em que as empresas estão situadas na Bovespa tornou-se imprescindível, considerando-se os escândalos e acontecimentos no mercado norte-americano, que acabaram afugentando pequenos investidores, desconfiados da real situação das empresas que faziam parte dos negócios.

Nesse crescimento conferido à GC, uma importante ferramenta que pode contribuir para o aumento do *disclosure* empresarial é a internet. O desenvolvimento dos meios de comunicação (internet) criou mais um importante mecanismo de disseminação de informações por parte das empresas, cuja divulgação voluntária visa aumentar a transparência empresarial e, conseqüentemente, melhorar o desempenho empresarial tanto de

mercado quanto financeiro. Sendo assim, o objetivo deste artigo é analisar se as empresas que disseminam voluntariamente informações com maior transparência empresarial em *sites* corporativos apresentam um melhor desempenho financeiro, identificado pelos seguintes indicadores: grau de alavancagem (*ALAV*), retorno sobre o ativo total (*ROA*), margem líquida (*ML*), retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*), tamanho da empresa, identificado pelo logaritmo natural do ativo total (*LnTAME*), e retorno anual das ações das empresas (*RA*). Ou seja, o escopo da pesquisa consiste em identificar se as empresas que oferecem maior conteúdo informacional voluntário em seus *sites* corporativos são as que apresentam melhor desempenho financeiro.

Enfim, as pesquisas que abordam as associações entre características das empresas, tais como tamanho, alavancagem, rentabilidade e país em que a empresa opera, e a sua disponibilidade de fornecer informações nos seus *sites* corporativos ainda são recentes e em número reduzido no contexto brasileiro. No âmbito internacional, alguns pesquisadores já abordaram este tema, dentre os quais Ettredge, Richardson e Scholz (2002) e Brennan e Houringan (2000). No contexto brasileiro, destaca-se o trabalho de Silva *et al.* (2004), que com dados referentes a 291 empresas não financeiras listadas na Bovespa no ano de 2002 verificaram a existência de associações entre alavancagem, retorno anual das ações, tamanho e rentabilidade e a disseminação voluntária de informações financeiras por meio de *sites* corporativos. Esses autores constataram que existem associações positivas entre o tamanho da empresa e as *proxies* de disseminação voluntária de informações financeiras e, ainda, que empresas que exibiram menores retornos anuais de suas ações divulgaram uma parcela maior de informações financeiras em seus *sites* corporativos.

## **2. FUNDAMENTOS TEÓRICOS**

Segundo Silva (2004), a maior parte das empresas de capital aberto, no Brasil, tem um alto grau de concentração do capital votante (ações ordinárias). A empresa é controlada, em média, por seus três maiores acionistas. O autor revela ainda que existe significância em relação à governança e valor de mercado, alavancagem e políticas de dividendos.

De acordo com Lemos Jr., Rigo e Cherobim (2002), as empresas operam em um ambiente econômico no qual existem agentes com recursos financeiros em excesso (poupadores) e outros que necessitam deles para suas atividades (tomadores de recursos). Os agentes são divididos respectivamente em superavitários e deficitários e, dessa forma, o que se vê são instituições que buscam recursos no mercado (empresas e governo) por meio da intermediação financeira de diversos agentes e instituições financeiras.

Uma das formas pelas quais o mercado financeiro funciona é mediante empréstimos diretos entre as partes interessadas. Outra é pela intermediação de agentes financeiros facilitadores na compra, venda e ajuste de preços. Eles recebem, processam, interpretam e disseminam informações para potenciais compradores e vendedores (PEIXE, 2003).

Ainda segundo Lemos Jr., Rigo e Cherobim (2002), as discussões sobre governança corporativa refletem a tendência do mercado de capitais de aumentar o grau de transparência vivenciado pelas empresas para atrair e manter os investidores em suas carteiras, visando propiciar a captação de recursos necessários para ações de investimento. É, portanto, relevante saber como e com que qualidade essas informações chegarão ao investidor, princípios para os quais a organização está voltada.

Para Ferreira (2005), essa divulgação deve ocorrer de forma igual e clara para todos os acionistas, majoritários e minoritários, unindo os investidores para uma gestão transparente e séria. Na verdade, o termo governança corporativa reflete o grau de envolvimento do conselho das companhias com formas honestas de realizar negócios em prol da organização, visando um bom desempenho e inserção no ambiente legal.

Ainda segundo Ferreira (2005), as práticas de transparência nas empresas são inevitáveis e cada vez mais importantes, principalmente porque o maior interessado é o investidor. Sendo assim, as empresas se utilizam cada vez mais dessas práticas para que os investidores tenham acesso às informações de maneira mais rápida e confiável. Esses princípios levam grandes empresas a adotar práticas de GC para administrar suas ações, como a divulgação, além de resultados, de informações, também voluntárias, que fazem a diferença para o acionista e posicionam a empresa numa nova

realidade, a qual promove as boas práticas de governança corporativa.

Segundo Tosta e Silva (2005), a consultoria *Austin Rating* criou critérios para avaliar as boas práticas e o comprometimento das organizações em divulgar suas informações ao mercado. Esses critérios foram divididos em pilares que têm, cada qual, uma avaliação para mensurar o nível de relacionamento entre acionistas, investidores e sociedade.

### **2.1. Práticas de Governança Corporativa**

Segundo Martins (2004), para saber se as empresas possuem práticas de GC é preciso verificar pontos primordiais, como o desempenho que as empresas obtêm, a forma como está sendo investido o capital, as práticas de responsabilidade social adotadas e o grau de sustentabilidade que a companhia oferece ao investidor. Para a companhia, tudo começa na administração financeira, cuja importância maior é a de maximizar a riqueza dos acionistas.

De acordo com Aguiar, Corrar e Batistella (2004), as empresas que aderiram ao Nível 1 de GC até agora não apresentaram mudanças significativas no que diz respeito ao valor de suas ações e à quantidade média de ações negociadas por utilizarem mecanismos de governança corporativa, mas os autores ainda ressaltam que não foram avaliados outros fatores que acabam inevitavelmente por diminuir ou aumentar as negociações dos títulos na bolsa.

Para Brigham e Houston (1999), as empresas sabem hoje que um elevado grau de ética e de transparência propociona uma correlação positiva entre divulgação de informação e lucratividade de longo prazo. Citam, como exemplo, uma grande empresa que deu a entender que o comportamento ético e transparente aumentou sua lucratividade, porque esse comportamento evita multas e despesas legais, aumenta a confiança do público, atrai negócios de clientes que apreciam e apóiam essa política, atrai e mantém funcionários importantes e possibilita a viabilidade econômica das comunidades em que a empresa opera.

Segundo Silva *et al.* (2004), o meio de comunicação pelo qual a informação se dissemina com maior rapidez e facilidade é a rede mundial de computadores (internet). No Brasil, porém, essa

prática não foi, até o momento, devidamente difundida, pois as empresas pouco se utilizam desse recurso, talvez pela falta de padronização para essas informações. Esses autores ressaltam ainda que em alguns mercados mais desenvolvidos já existem tentativas de inserção de orientação e disseminação de informações financeiras pela internet. Ademais, existem empresas que divulgam essas informações como lhes convém, pois possuem práticas individuais e diferentes políticas para essas divulgações.

Ainda segundo Silva *et al.* (2004), a internet tem aumentado consideravelmente sua atuação como ferramenta de trabalho para investidores. As companhias utilizam seus *sites* corporativos como plataforma para disponibilizar informações financeiras e relatórios úteis ao mercado e aos *stakeholders*.

## **3. METODOLOGIA**

A pesquisa teve um caráter descritivo e foi baseada em dados secundários, obtidos dos *sites* corporativos, de informações contábil-financeiras e da cotação das ações obtidas do banco de dados Econômica (2005) de empresas brasileiras de capital aberto, escolhidas intencionalmente pelos pesquisadores. Para fins comparativos, selecionaram-se empresas que adotam práticas de GC (adesão ao NM e aos NDGC) e empresas que não adotam.

Trata-se de uma pesquisa descritiva, conduzida por um enfoque quantitativo. Foram levantados e analisados dados e informações que refletiam o desempenho econômico-financeiro das empresas pesquisadas entre outubro de 2004 e outubro de 2005, para estabelecer uma associação entre essas variáveis e a disseminação de informações nos *sites* corporativos. A amostra foi composta de 40 empresas, das quais 16 teoricamente não adotam práticas de GC (NT), tendo em vista que não estão listadas nos níveis 1, 2 e no novo mercado, e outras 24 adotam, sendo quinze empresas no nível 1 (N1), quatro no nível 2 (N2) e cinco no novo mercado (NM).

As variáveis independentes foram o grau de alavancagem (*ALAV*), obtido do banco de dados Econômica, o retorno sobre o ativo total (*ROA*), a margem líquida (*ML*), o retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*), o tamanho da empresa, identificado

pelo logaritmo natural do ativo total da empresa ( $LnTAME$ ), e o retorno anual das ações das empresas ( $RA$ ) pesquisadas. As variáveis dependentes foram informações voluntárias

disseminadas pelas empresas nos *sites* corporativos, cujos critérios de classificação estão definidos na Tabela 1.

**Tabela 1: Definição das variáveis dependentes**

Categoria	Descrição operacional	
<b>Arquivos requeridos (AR)</b>		
Relatório anual	AR1	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Relatório trimestral	AR2	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Outros arquivos	AR3	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Link para CVM	AR4	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
<b>REQ = soma dos 4 critérios acima</b>		= soma quatro critérios acima.
<b>Disseminação Voluntária (DV)</b>		
Perfil da Cia.	DV1	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Modelo de GC	DV2	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Estatuto social	DV3	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Política de negociação de valores	DV4	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Política de remuneração dos acionistas	DV5	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Código de ética	DV6	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Histórico de preços das ações	DV7	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Cotações e gráficos	DV8	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Simulador de investimento	DV9	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Relatório sobre listagem em outros mercados (SEC)	DV10	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Demonstrações anuais controladas e coligadas	DV11	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Informações sobre debêntures e dividendos	DV12	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Projetos sociais	DV13	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Balanço social	DV14	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Ações voluntárias do 3º setor	DV15	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Informações sobre desinvestimento	DV16	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
Informações sobre fusões e aquisições	DV17	= 1 se o <i>site</i> contém e 0 se não
<b>VOLUME = soma dos 17 critérios acima</b>		
<b>INDICE = REQ = VOL</b>		

Fonte: Adaptado de SILVA *et al.*, 2004.

Na análise de regressão foi utilizado como variável dependente o somatório do *score* de cada empresa, calculado para as três variáveis da Tabela 1.

Os dados obtidos nos *sites* corporativos foram analisados com base na análise documental (digital). Além disso, empreendeu-se uma análise quantitativa do desempenho econômico-financeiro das empresas pesquisadas utilizando-se da regressão múltipla entre as variáveis independentes ( $ALAV$ ,  $ML$ ,  $LnTAME$ ,  $RA$ ,  $ROE$  e  $ROA$ ) e as variáveis dependentes ( $INDICE$ ,  $VOL$ ,  $REQ$ ), para identificar se as empresas com maior conteúdo informacional nos *sites* corporativos são aquelas de melhor desempenho financeiro. Além disso, a divisão da amostra possibilitou identificar se as empresas que adotam práticas de GC apresentam maior conteúdo informacional em seus *sites* corporativos.

Foram analisadas variáveis que estão disponíveis para o investidor nos *sites* corporativos das empresas da amostra, para identificar a realidade apresentada no Brasil por empresas de capital aberto nas suas relações com acionistas, investidores e com o mercado de uma maneira geral por meio da disseminação voluntária de informações.

Numa segunda etapa, visitaram-se 40 *sites* corporativos da amostra para coletar dados sobre a disseminação de informações ao mercado, utilizados como variáveis dependentes na pesquisa ( $INDICE$ ,  $REQ$  e  $VOL$ ). Esta etapa foi realizada entre os dias 20/09/05 e 10/10/05.

Após isso, coletaram-se os dados sobre o desempenho corporativo no banco de dados Economática, alguns dos quais foram calculados, outros somente tabulados. Esta etapa foi realizada

entre os dias 20/10/05 e 27/10/05. Uma vez tabulados e calculados todos os dados das variáveis utilizadas, estruturou-se uma tabela no Microsoft Excel-função estatística-regressão múltipla. Por fim, tabularam-se os dados dessa regressão, analisaram-se então os resultados e teceram-se as devidas conclusões e considerações.

### 3.1. Operacionalização da pesquisa e hipóteses testadas

#### 3.1.1. Hipóteses testadas

Ainda existem controvérsias nas pesquisas recentes que avaliam o volume de informações (*disclosure*) e o desempenho corporativo das empresas. Esta pesquisa tem como objetivo identificar essas controvérsias, levando em conta variáveis que representam a trajetória financeira da empresa e comparando os sinais por ela emitidos ao mercado.

No que se refere à alavancagem, estudos como os de Mitchel, Chia e Loh (1995) e de Hossain Berera e Rahman (1995) *apud* Silva *et al.* (2004) corroboram a afirmação de que uma maior disseminação de informações ao mercado leva a um melhor desempenho financeiro da empresa; ressaltam, entretanto, que é necessário que as empresas tenham um bom relacionamento com o mercado para que a transparência seja um fator de valorização. Outros autores, entretanto, consideram essa comparação negativa e prejudicial, não vendo mesmo qualquer relação positiva entre a disseminação voluntária de informações e a alavancagem financeira. Sendo assim, a primeira hipótese desta pesquisa é:

*H<sub>1</sub> – existe relacionamento linear entre a alavancagem (ALAV) das empresas e a disseminação voluntária de informações no site corporativo.*

Para Lemos Jr., Rigo e Cherobim (2002), é preciso haver um entendimento entre as empresas e o mercado; portanto, a divulgação de informações que contemplem o interesse do investidor respalda um crescimento de valor e automaticamente eleva a margem de lucratividade da empresa. Assim sendo, a segunda hipótese é:

*H<sub>2</sub> – a quantidade de informações disseminadas no site corporativo é positivamente relacionada à margem líquida (ML) das empresas.*

Segundo Cox (1985 *apud* SILVA *et al.*, 2004), as empresas têm uma relação significativa quando se trata do tamanho e da quantidade de informações disseminadas no mercado. Sendo assim, a terceira hipótese é:

*H<sub>3</sub> – a quantidade de informação disseminada no site corporativo é positivamente relacionada ao tamanho da empresa (LnTAMe).*

De acordo com Brigham e Houston (1999), as empresas que valorizam as práticas de GC têm como resultado uma maior valorização de suas ações, ou seja, uma correlação positiva ocorre neste contexto de ética e valorização a longo prazo. Portanto, a hipótese a seguir é:

*H<sub>4</sub> – existe relacionamento linear entre retorno acionário (RA) e disseminação voluntária de informações.*

Para Lemos Jr., Rigo e Cherobim (2002), as empresas que estão inseridas em níveis de GC atraem mais investidores porque são empresas que praticam as boas práticas, observando ainda os aspectos legais, o que as torna mais transparentes e desperta nos investidores um maior interesse em aportar seus recursos nelas. Para Costa (2001 *apud* GUIMARÃES, 2004), as empresas vêm-se destacando com o uso da rede mundial de computadores, por meio da qual disseminam informações para a obtenção de resultados mais expressivos, os quais possibilitariam investimentos em outras áreas. Assim sendo, a quinta hipótese é:

*H<sub>5</sub> – existe relacionamento linear entre retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) e disseminação voluntária de informações.*

De acordo com Silva *et al.* (2004), apesar de estudos concluírem que a lucratividade é um fator que pode influenciar a prática de disseminação voluntária de informação, não existe ainda uma unanimidade a esse respeito. Assim, a última hipótese a ser testada é:

*H<sub>6</sub> – existe relacionamento linear entre retorno sobre o ativo (ROA) e disseminação voluntária de informações.*

Para testar as hipóteses acima, verificou-se o grau de importância de cada variável voluntária dos sites corporativos pesquisados, levando-se em conta aspectos que são primordiais para a elaboração de um modelo de GC.

Não foram computadas notas para cada *site*. Fez-se uma análise da relação entre as variáveis voluntárias e as variáveis dependentes, para

identificar o desempenho de cada uma das empresas pesquisadas. As definições das variáveis independentes estão expostas na Tabela 2.

**Tabela 2: Definição das variáveis independentes**

Hipótese	Variável	Fórmula	Descrição
H1	ALAV*	$\frac{\frac{(LL_{t-1})}{(PL_{t-1})}}{\frac{LL_t - R. Fin_{t-1}}{AT_{t-1}}}$	Fornecer um indicador da composição da estrutura de capital da empresa, considerando as fontes onerosas que financiam suas atividades
H2	ML	$ML = \frac{LL_{t-1}}{RL_{t-1}}$	Fornecer um indicador da capacidade da empresa de converter vendas em lucro
H3	InTAME	$\ln(AT)$	Logaritmo natural do valor contábil do ativo total da empresa no ano t-1, expresso em milhares de reais
H4	RA	$RA_{it} = \left( \frac{P_{t_i}}{P_{t-1}} \right)$	Retorno acionário (anual) oferecido pelas ações das empresas, calculado entre out./04 e out./05
H5	RSPL ou ROE	$RSPL = \frac{LL_{t-1}}{PL_{t-1} - LL_{t-1}}$	Fornecer o retorno proporcionado pela empresa em relação ao capital que nela foi investido pelos seus acionistas
H6	RSA ou ROA	$RSA = \frac{LL_{t-1}}{AT_{t-1}}$	Fornecer uma medida do retorno proporcionado pelos investimentos na empresa, representado pelo seu ativo total

Fonte: Adaptado de SILVA *et al.*, 2004 e ASSAF NETO, 2003.

(\*) obtido do banco de dados da Economática (2005).

O modelo utilizado para testar as hipóteses confrontou os dados por meio de uma regressão múltipla. Testou-se primeiro cada variável (REQ, VOL e INDICE) com todas as variáveis independentes. Utilizaram-se os modelos ilustrados nas equações [1], [2] e [3]. Assim, seis variáveis

explanatórias foram adotadas para testar as hipóteses apresentadas: **H<sub>1</sub>**, **H<sub>2</sub>**, **H<sub>3</sub>**, **H<sub>4</sub>**, **H<sub>5</sub>** e **H<sub>6</sub>**. Assumiu-se, então, a soma das informações disponibilizadas nos *sites* corporativos da empresa *i* como função de  $ALAV_i$ ,  $ML_i$ ,  $InTAME_i$ ,  $RA_i$ ,  $ROE_i$  e  $ROA_i$ .

$$INDICE = \delta_0 + \delta_1 ALAV_i + \delta_2 ML_i + \delta_3 InTAME_i + \delta_4 RETN_i + \delta_5 ROE_i + \delta_6 ROA_i + \xi_i \quad [1]$$

$$VOL = \delta_0 + \delta_1 ALAV_i + \delta_2 ML_i + \delta_3 InTAME_i + \delta_4 RETN_i + \delta_5 ROE_i + \delta_6 ROA_i + \xi_i \quad [2]$$

$$REQ = \delta_0 + \delta_1 ALAV_i + \delta_2 ML_i + \delta_3 InTAME_i + \delta_4 RETN_i + \delta_5 ROE_i + \delta_6 ROA_i + \xi_i \quad [3]$$

#### 4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

##### 4.1. Análise descritiva dos resultados

A informação que mais apareceu foi o relatório anual (*REQ*), em 37 *sites* ou 92,50% dos *sites* pesquisados. O item de menor incidência de frequência na categoria (*REQ*), a variável *link* para

CVM, esteve presente em 10 *sites* ou 25% dos *sites* pesquisados. Para a categoria (*VOL*), notou-se que a variável estatuto social teve uma frequência de 28,70% no total dos *sites*. A variável informações sobre desinvestimento foi a que menos obteve frequência, concentrando-se apenas nas empresas com GC, ou seja, em apenas 1 empresa, 2,5% da amostra geral, como mostra a Tabela 3.

**Tabela 3: Disseminação de informações nos sites corporativos (40 empresas)**

Informações pesquisadas	Frequência	Percentual de empresas que disseminam	Categoria do item
Relatório anual	37	92,50%	REQ
Relatório trimestral	35	87,50%	REQ
Perfil da companhia	32	80,00%	VOL
Outros arquivos	30	75,00%	REQ
Estatuto social	28	70,00%	VOL
Projetos sociais	27	67,50%	VOL
Política de remuneração dos acionistas	22	55,00%	VOL
Modelo de GC	20	50,00%	VOL
Informações sobre debêntures e dividendos	20	50,00%	VOL
Balanço social	20	50,00%	VOL
Histórico dos preços das ações	19	47,50%	VOL
Cotações e gráficos	18	45,00%	VOL
Política de negociação de valores	17	42,50%	VOL
Código de ética	17	42,50%	VOL
Informações sobre listagem em outros mercados	13	32,50%	VOL
Links para CVM	10	25,0%	REQ
Demonstrações anuais controladas e coligadas	6	15,00%	VOL
Informações sobre aquisições e corporações	6	15,00%	VOL
Simulador de investimento	3	7,50%	VOL
Ações voluntárias terceiro setor	1	2,50%	VOL
Informações sobre desinvestimento	1	2,50%	VOL

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Nas empresas com GC, na categoria (*REQ*), o relatório anual novamente aparece com maior incidência – em 23 *sites* ou 92% – e o *link* para CVM com menor incidência, em 8 empresas ou 32% do total pesquisado. Na categoria (*VOL*), o destaque ficou com a política de remuneração dos acionistas, que aparece em 17 *sites* ou 68% da amostra, e com menor incidência a variável

informações sobre desinvestimento, em 1 dos *sites* corporativos, ou seja, 4% da amostra. Na média geral da porcentagem de disseminação, as empresas com GC, como era de esperar, apresentaram um nível mais elevado de disseminação de informações do que as empresas sem GC, ou seja, 49,71% e 38,41%, respectivamente.

**Tabela 4: Análise descritiva das empresas com GC (N=24)**

Variável dependente	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Percentis		
					25%	Mediana	75%
REQ	2,91	1,1000	0	4	2,75	3	4
VOL	7,86	4,9387	0	17	4,75	7,50	12,25
INDICE	10,87	5,5741	1	21	7	10,50	15,25

Fonte: Elaborada pelos Autores.

As tabelas 4 e 5 mostram como a média de empresas com GC é maior que a de empresas que supostamente não adotam formalmente práticas de GC. Comparando-se os números, percebe-se que a média na categoria (*REQ*) das empresas com GC é de 2,91 das 4 possíveis, enquanto nas empresas sem GC é de 2,62. Na categoria (*VOL*) com GC

encontrou-se uma média ainda maior: de 7,86 das 17 possíveis contra 4,66 das empresas sem GC. Na categoria (*INDICE*) das empresas com GC os dados mostraram que a média ficou em 10,87 das 21 possíveis, enquanto nas empresas sem GC este dado ficou em 7,26.

**Tabela 5: Análise descritiva das empresas sem GC (N=16)**

Variável dependente	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Percentis		
					25%	Mediana	75%
REQ	2,62	1,0878	0	4	3	3	3
VOL	4,66	3,7543	0	11	1	5,50	8
INDICE	7,26	4,5742	1	15	7	8,50	11

Fonte: Elaborada pelos Autores.

As estatísticas descritivas das variáveis dependentes (*REQ*, *VOL* e *INDICE*) encontram-se relacionadas na Tabela 9. Em média, um alto percentual dos itens (*REQ*) foi encontrado em relação à (*VOL*). A média da pontuação para (*REQ*) é de 2,8 dos 4 pontos possíveis obtidos nos sites, alcançando 70% dos pontos da categoria (*REQ*). Em contrapartida, na categoria (*VOL*) a média ficou em

6,75 dos 17 possíveis nos sites, o que representa 39,71% dos itens possíveis de aparecer no site. Dos 21 pontos possíveis para a variação (*INDICE*), a média foi de 9,55, o que representa 45,48% do total. Esses números, quando comparados com os encontrados por Silva *et al.* (2004), são bem superiores, conforme a Tabela 6.

**Tabela 6: Estatística descritiva das variáveis dependentes (N=40)**

Variável dependente	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Percentis		
					25%	Mediana	75%
REQ	2,8	1,0907	0	4	3	3	3
VOL	6,75	4,6506	0	17	3	6,5	10,25
INDICE	9,55	5,3920	0	21	5,50	9,5	10,50

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Em seu estudo, os autores Silva *et al.* (2004) encontraram associação negativa entre o retorno acionário anual e a disseminação de informações, uma vez que as empresas que mais disseminam informações são aquelas que obtiveram menor retorno no ano. Nesta pesquisa, ao contrário, constatou-se que existe uma relação positiva entre o retorno acionário anual e a quantidade de informações disseminadas, ou seja, quanto maior a transparência, identificada pelo número de informações disseminadas nos sites corporativos, maior é o retorno acionário.

Uma possível explicação para isso seria a diferença no tamanho das amostras, que no estudo de Silva *et al.* (2004) era de 241 e nesta pesquisa é

de 40. Além disso, há uma prevalência nesta amostra de empresas com algum nível de GC, das quais se espera um nível maior de *disclosure* (disseminação de informações), descrita na Tabela 7.

**Tabela 7: Comparação das pesquisas**

Categoria	Resultados desta pesquisa			Resultados encontrados por Silva <i>et al.</i> (2004)		
	Média	N	%	Média	N	%
REQ	2,8	4	70%	1,34	4	33,5%
VOL	6,15	17	39,71%	2,37	16	18,23%
INDICE	9,55	21	45,48%	3,71	20	18,55%

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Na análise das variáveis independentes apresentadas na Tabela 8 constatou-se que a média de alavancagem (*ALAV*) das empresas participantes do estudo foi de 3,7, enquanto a rentabilidade média do ativo foi de 4,0% e sobre o investimento dos

acionistas (*PL*) foi de 33,5%. Além disso, as empresas pesquisadas ofereceram uma margem líquida média de 0,46% e um retorno acionário de 16,68%. O tamanho das empresas teve um valor médio de R\$ 999.813.419 (milhões).

**Tabela 8: Estatísticas descritivas das variáveis independentes (N=40)**

Variável	N	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	Percentis		
						25%	Mediana	75%
ALAV	40	-203,146	1561,7114	-9721,55	1.502	1,6563	3,7	7,2125
ML	40	0,0046	1,7718	-9,2012	2,4462	0,1533	0,2666	0,2666
LnTAME	40	999.813	1.298.737	649.451	4.386.644	150.837	374.305	1.278.481
RETRN	40	0,1668	0,3976	-0,7968	1,3355	-0,1106	0,1509	0,1509
ROE	40	0,3350	1,5993	-2,2785	9,8172	0,0682	0,1508	0,1509
ROA	40	0,0400	0,1925	-1,0035	0,3422	0,0305	0,0652	0,0653

Fonte: Elaborada pelos autores.

Por fim, com o objetivo de identificar associações entre variáveis envolvidas na pesquisa, considerando-se um nível de significância de 5% ( $p\text{-value} < 0,05$ ), procedeu-se à análise de regressão múltipla.

#### 4.2. Análise de Regressão Múltipla

A Tabela 9 mostra os resultados da regressão múltipla. Salienta-se que todas as premissas do modelo de regressão foram validadas, entre elas a Análise de Resíduos, a Análise de Valores Discrepantes (*Outliers*) e os testes de Normalidade.

A primeira linha mostra os resultados usando-se (*INDICE*) como variável dependente. Assim como no estudo de Silva *et al.* (2004), os resultados da análise não corroboram a hipótese de que existe uma relação linear estatisticamente significativa entre alavancagem da estrutura de capital das empresas pesquisadas (*ALAV*) e a soma de informações divulgadas nos *sites* corporativos (*INDICE*, *REQ* ou *VOL*), rejeitando-se, assim,  $H_1$  para as três variáveis dependentes. Além disso, rejeitou-se a hipótese  $H_2$  também para essas três

variáveis. Ressalvando-se a hipótese que estima a relação entre o retorno do ativo (*ROA*) e a disseminação de informações via internet (*sites* corporativos), considerando-se um nível de significância de 10%, não se rejeita  $H_6$  ( $p\text{-value} = 0,0837$ ) para a variável *INDICE*, o que fornece indícios de associação entre as variáveis. Ou seja, fazendo-se essa ressalva, a hipótese de que a disseminação de informações nos *sites* corporativos está correlacionada ao retorno sobre o ativo das empresas pesquisadas não é rejeitada, contrariando os resultados encontrados por Silva *et al.* (2004).

Há que ressaltar, por outro lado, que a não rejeição das hipóteses  $H_3$  e  $H_4$  para a variável (*INDICE*) fornece indícios de uma correlação existente entre o tamanho da empresa e a quantidade de informações emitidas por ela nos *sites* corporativos, ou seja, quanto maior a firma, mais informações ela disponibiliza no *site*. Também obteve significância a variável retorno (RA), sinalizando que existe uma relação entre a quantidade de informação divulgada e o retorno

acionário que a empresa vem proporcionando aos seus acionistas.

Considerando-se a variável (*REQ*) como dependente, rejeitaram-se as hipóteses *H*<sub>1</sub>, *H*<sub>2</sub>, *H*<sub>3</sub>, *H*<sub>4</sub> e *H*<sub>5</sub>. Já para *H*<sub>6</sub>, constatou-se que existe uma relação entre o retorno sobre o ativo e a disseminação de informações por meio dos *sites* corporativos na categoria (*REQ*).

Analisando-se a variável (*VOL*), rejeitaram-se as hipóteses *H*<sub>1</sub>, *H*<sub>2</sub>, *H*<sub>3</sub> e *H*<sub>4</sub>. Ressalta-se que se for considerado um nível de significância de 10%, não se rejeita a hipótese *H*<sub>2</sub>, o que fornece indícios de que existe relação entre a (*ML*) da empresa e a disseminação de informações. As hipóteses não

rejeitadas são as que apontam para uma correlação significativa entre o retorno sobre o ativo total da empresa e a disseminação de informações (*H*<sub>6</sub>). O retorno sobre o PL (*H*<sub>5</sub>) também apresentou significância estatística, mas com um sinal contrário ao que era esperado, ou seja, a quantidade de informações disseminadas nos *sites* corporativos não está correlacionada a um resultado positivo quando se considera o retorno para os acionistas sobre o seu capital investido na empresa. Isso sinaliza que quanto menor o retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*), contraditoriamente maior é o número de informações disponíveis no *site* corporativo.

Tabela 9: Parâmetros estimados para o modelo de regressão múltipla

Variáveis Dependentes	Hipóteses	Sinal Esperado*	Variáveis Explanatórias	Coefficiente Padronizado	Estatística t (R <sup>2</sup> Ajustado)	Sig.
INDICE			Intercepto		-1,1769	0,2476
	H1x	?	ALAV	-0,0002	0,2477	0,6894
	H2x	+	ML	0,1611	0,6895	0,7764
	<b>H3✓</b>	+	<b>LnTAME</b>	<b>0,8468</b>	<b>0,0838</b>	<b>0,0178</b>
	<b>H4✓</b>	+	<b>RETRN</b>	<b>5,5178</b>	<b>0,7765</b>	<b>0,0112</b>
	H5x	+	ROE	-0,4477	0,3602	0,3602
	H6x	+	ROA	8,7615	0,0179	<b>0,0837</b>
			R <sup>2</sup> Ajustado		(0,2610)	
REQ			Intercepto		0,2818	0,7798
	H1x	?	ALAV	0,0000	-0,3542	0,7254
	H2x	+	ML	-0,0801	-0,6448	0,2284
	H3x	+	LnTAME	0,1092	1,4568	0,5235
	H4x	+	RETRN	1,3643	3,0071	0,5011
	H5x	+	ROE	-0,0724	-0,6802	0,1546
	<b>H6✓</b>	+	<b>ROA</b>	<b>1,3312</b>	<b>1,2272</b>	<b>0,0050</b>
			R <sup>2</sup> Ajustado		(0,1199)	
VOL			Intercepto		-1,4329	0,1613
	H1x	?	ALAV	-0,0001	-0,3757	0,7095
	H2x	+	ML	0,2412	0,4956	0,0896
	H3x	+	LnTAME	0,7376	2,5102	0,6234
	H4x	+	RETRN	4,1535	2,3370	0,3750
	<b>H5✓</b>	+	<b>ROE</b>	<b>-0,375</b>	<b>-0,8993</b>	<b>0,0171</b>
	<b>H6✓</b>	+	<b>ROA</b>	<b>7,430</b>	<b>1,7487</b>	<b>0,0257</b>
			R <sup>2</sup> Ajustado		(0,2571)	

x hipótese rejeitada; ✓ hipótese não rejeitada.

(\*) De acordo com a teoria financeira, estes são os sinais esperados para cada variável dependente.

Fonte: Elaborada pelos Autores.

Assim como para Silva *et al.* (2004), os resultados ofereceram motivos para que se acredite na relação significativa entre o (*RA*) e a quantidade de informações disseminadas nos *sites* corporativos para a variável (*INDICE*). Esses autores, porém, não encontraram essa correlação e rejeitaram a hipótese.

As duas pesquisas encontraram uma significância entre as informações disseminadas e o tamanho da empresa pesquisada (*LnTAME*). Os autores acima citados destacam também a variável (*REQ*), apontando um relacionamento linear entre o tamanho da empresa e a disseminação de

informações; esta pesquisa, porém, mostrou que nesta variável dependente o retorno sobre o ativo total (*ROA*) teve uma correlação positiva. Na categoria (*VOL*), os autores identificaram um relacionamento entre o (*LnTAME*) e a quantidade de informações disseminadas; esta pesquisa, no entanto, mostrou que nesta categoria houve uma significância entre o retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*) e a quantidade de informações inseridas nos *sites* corporativos, mas com sinal contrário ao que era esperado. Além disso, constatou-se também uma relação significativa entre o retorno sobre o ativo total (*ROA*) e a quantidade de informações encontradas nos *sites*.

## 5. CONCLUSÃO

Governança corporativa é um tema que vem evoluindo muito nos últimos anos em todo o mundo e também no Brasil, principalmente após os escândalos recentes envolvendo grandes corporações norte-americanas. Existem várias discussões sobre o tema; em sua maioria, visam solucionar problemas e dificuldades gerenciais, vinculados a problemas de agência, contribuindo para aumentar a transparência e melhorar a imagem corporativa.

Esta pesquisa teve como objetivo analisar se empresas que adotam práticas de GC (disseminação voluntária de informações nos *sites* corporativos) apresentam um melhor desempenho financeiro. Foi realizada em uma amostra de 40 empresas, 24 das quais pressupõe-se que já adotem práticas de GC por estarem listadas no novo mercado da Bovespa ou nos NDGC (níveis 1 e 2) e 16 supostamente não as adotam formalmente, por não estarem listadas nos mercados acima.

Consideraram-se nesta pesquisa como variáveis dependentes *REQ*, *VOL* e *INDICE*, criadas com base na coleta de informações nos *sites* corporativos e sinalizadoras das práticas de GC (disseminação de informações), vinculando-as com as variáveis independentes *ALAV*, *ROA*, *ML*, *ROE*, *LnTAME* e *RA*, sinalizadoras do desempenho corporativo. Foram realizadas uma análise descritiva da associação de cada uma das variáveis dependentes com todas as variáveis independentes, para colher indícios, e uma análise de regressão múltipla para colher evidências de que empresas que disseminam informações voluntárias pela internet em seus *sites*

corporativos apresentam um melhor desempenho corporativo.

Os resultados da estatística descritiva mostraram que a informação que mais se encontra disponível nos *sites* corporativos é o relatório anual, seguido do relatório trimestral, ambos pertencentes à variável *REQ*, e do perfil da companhia, que pertence à variável *VOL*. Já as informações menos disponíveis foram aquelas sobre ações voluntárias no terceiro setor e sobre desinvestimentos, penúltima e última colocada, respectivamente. A não disponibilização de informações sobre desinvestimento poderia ser interpretada como uma tentativa das empresas de não revelar ao mercado alguns erros estratégicos de investimento, que certamente levaram a resultados negativos. Mas a não divulgação de ações da empresa no terceiro setor sinaliza que as empresas brasileiras ainda não atentaram para a importância que essas ações representam a médio e longo prazo para a consolidação da imagem corporativa. Além disso, os resultados da estatística descritiva mostraram que a média das variáveis *INDICE*, *REQ* e *VOL*, como era de esperar, é maior para as empresas com GC, comparativamente às empresas que supostamente não adotam formalmente práticas de GC.

Os resultados apresentados pela análise de regressão múltipla revelaram que a quantidade de informações presentes nos *sites* não apresenta um relacionamento linear com a maioria das hipóteses testadas, mas evidenciaram que em duas hipóteses existe uma relação positiva entre a disseminação de informações e alguma variável indicadora do desempenho corporativo. Na categoria (*INDICE*) constatou-se que existe uma correlação entre a hipótese que testa a disseminação de informações e o retorno acionário (*RA*) e a que relaciona a disseminação com o tamanho da empresa (*LnTAME*). Na categoria (*REQ*), a hipótese que testa o relacionamento entre a disseminação de informações e o retorno sobre o ativo total (*ROA*) obteve êxito, comprovando que essa correlação é positiva. Já na (*VOL*), duas hipóteses não foram rejeitadas: a que correlaciona informações disseminadas e o retorno sobre o patrimônio líquido (*ROE*), que apresentou sinal contrário ao que era esperado, e a hipótese que testa a relação entre a disseminação das informações e o retorno do ativo total da empresa (*ROA*).

Sendo assim, pode-se concluir que a disseminação voluntária de informações nos *sites* corporativos das empresas pesquisadas está correlacionada diretamente com o tamanho da empresa (*LnTAME*), com o retorno acionário (*RA*) e com o retorno sobre o ativo total (*ROA*), ou seja, quanto maior a empresa, o retorno acionário e o retorno sobre o ativo, maior tende a ser a transparência e a divulgação de informações ao mercado por meio dos *sites* corporativos. E contrariando as expectativas, também com significância estatística, verificou-se que quanto menor o retorno sobre o PL (*ROE*), maior tende a ser a divulgação de informações. Este resultado surpreende, já que, em geral, as empresas buscam não informar o baixo desempenho, informação que, num mercado eficiente (FAMA, 1970, 1991), seria rapidamente incorporada ao preço das ações da empresa, reduzindo seu valor. Essa atitude contribui para aumentar a assimetria de informação entre a empresa e os seus *stakeholders*.

Apesar de haver um forte crescimento do uso da internet como meio de comunicação de massa, as empresas ainda não estão dando a devida importância ao assunto. O mercado ainda não se padronizou, para que essa prática seja mais valorizada, mas a pesquisa mostrou que há associação entre algumas variáveis sinalizadoras do desempenho corporativo (financeiro) e a disseminação voluntária de informações, dando indícios da importância crescente desse tema e da busca de maior transparência, necessária no atual cenário empresarial.

Há que ponderar que o escopo reduzido da pesquisa, limitado à análise de apenas 40 empresas de capital aberto não financeiras, não permite generalizar os resultados, mas sem dúvida contribui para um melhor entendimento da forma pela qual as práticas de GC se relacionam com o desempenho corporativo, uma vez que se trata de um tema ainda em aberto, que carece de mais pesquisas para se consolidar.

## 6. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*,

São Paulo, v. 39, n. 13, p. 338-347 out./nov./dez. 2004.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.

ASSAF NETO, A. *Finanças corporativas e valor*. São Paulo: Atlas, 2003.

BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br>>. Acesso em: 10 set. 2005.

BRENNAN, N.; HOURIGAN, D. Corporate reporting on the internet by Irish companies. *The Irish Accounting Review*, v. 7, n. 1, p. 37-68, 2000.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. *Fundamentos da moderna administração financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

ECONOMÁTICA. Banco de dados, 2005.

ETTREDGE, M.; RICHARDSON, V.; SCHOLZ, S. Dissemination of information for investors at corporate web sites. *Journal of Accounting and Public Policy*, v. 21, n. 4-5, p. 357-369, Winter 2002.

FAMA, E. F. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, May 1970.

\_\_\_\_\_. Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, v. 46, n. 5, p. 1.575-617, Dec. 1991.

FERREIRA, J. S. *Finanças corporativas*, São Paulo: Person-Prentice Hall, 2005.

GUIMARÃES, M. D. *O Mercado de capitais e as relações com o investidor: uma nova divisão da informática*. Monografia (Graduação em Administração). Belo Horizonte: Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, 2004.

LEMONS JR., A. B.; RIGO, C. M.; CHEROBIM, A. P. M. S. *Administração financeira: princípios, fundamentos e práticas brasileiras*. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

MARTINS, H. C. *Governança corporativa em cenário de mudanças: evidências empíricas das*

alterações dos atributos, papéis e responsabilidades do conselho de administração das empresas brasileiras. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Ciências Econômicas. Belo Horizonte: Universidade Federal de Minas Gerais, 2004.

PEIXE, F. C. D. *Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de Governança Corporativa*. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2003.

PINHEIRO, F. B. *Governança corporativa* (2003). Banco de Artigos. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 22 out. 2005.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 29., 2005, Brasília. *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2005. (CDROM).

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e políticas de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 13, p. 348-361, out./nov./dez. 2004.

SILVA, W. M.; OLIVEIRA FILHO, P. A.; NÓBREGA, O. O. Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na internet: um estudo com empresas listadas na BOVESPA. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PROGRAMAS DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 28., 2004, Curitiba (PR). *Anais...* Rio de Janeiro: ANPAD, 2004. (CDROM)

TOSTA e SILVA, F. Rating para as boas práticas. *Razão Contábil*, São Paulo, v. 2, n. 13, maio 2005.