

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DE PERNAMBUCO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CONTROLADORIA**

ALDIR DIAS DE AMURIM

**RELAÇÃO ENTRE *DISCLOSURE* DE INFORMAÇÕES E GOVERNANÇA
CORPORATIVA: EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS LISTADAS NO IBRX-100**

RECIFE

2023

ALDIR DIAS DE AMURIM

**RELAÇÃO ENTRE *DISCLOSURE* DE INFORMAÇÕES E GOVERNANÇA
CORPORATIVA: EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS LISTADAS NO IBRX-100**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria da Universidade Federal Rural de Pernambuco (PPGC/UFRPE), como pré-requisito para à obtenção do título de Mestre em Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Adilson Celestino de Lima

RECIFE

2023

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal Rural de Pernambuco
Sistema Integrado de Bibliotecas
Gerada automaticamente, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

A529r

Amurim, Aldir Dias de

Relação entre disclosure de informações e governança corporativa: evidências de empresas listadas no IBRX-100 /
Aldir Dias de Amurim. - 2023.
99 f. : il.

Orientador: Adilson Celestino de Lima.
Inclui referências.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal Rural de Pernambuco, Programa de Pós-Graduação em Controladoria,
Recife, 2023.

1. Disclosure de informações. 2. Governança corporativa. 3. IBRX-100. I. Lima, Adilson Celestino de, orient. II. Título

CDD 658.151

ALDIR DIAS DE AMURIM

RELAÇÃO ENTRE *DISCLOSURE* DE INFORMAÇÕES E GOVERNANÇA CORPORATIVA: EVIDÊNCIAS DE EMPRESAS LISTADAS NO IBRX-100

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria da Universidade Federal Rural de Pernambuco (PPGC/UFRPE), como pré-requisito para à obtenção do título de Mestre em Controladoria.

Linha de Pesquisa: Planejamento, Controle e Análise Financeira.

Aprovada em: 16 de fevereiro de 2023

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Adilson Celestino de Lima - Orientador
Universidade Federal Rural de Pernambuco

Prof. Dr. Anailson Márcio Gomes
Universidade Federal Rural de Pernambuco

Prof. Dr. Charles Ulises de Montreuil Carmona
Universidade Federal de Pernambuco

*Dedico este trabalho a Deus, pois Ele me permitiu
chegar até aqui mesmo diante de todos os
momentos difíceis.*

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, o criador de tudo e todos, por ter me concedido o privilégio de estar vivo e poder estar realizando este sonho. Sem Ele, nada faria sentido.

A minha família por todo o apoio e incentivo em toda a minha carreira acadêmica, em especial aos meus pais Rocilda e Auzir e a minha irmã Rosimerí, que foram a minha maior inspiração, obrigado por sempre confiarem em mim e por me acalantar nos momentos difíceis.

Ao meu companheiro Jonas Alves, que foi quem esteve comigo diariamente, me ajudando, apoiando, aconselhando e me consolando quando eu falava que não tinha mais forças para seguir, uma das pessoas mais importante desta conquista, muito obrigado.

Aos meus amigos que sempre me apoiaram, em especial a Ana Carla, Chico, Ingrid Helen, Júnior e Nairla, que estiveram sempre presentes, principalmente quando eu precisava desabafar, em que me incentivaram e aconselharam. Também de uma forma muito especial ao meu amigo Dr. Paulo Henrique Leal, por toda a ajuda e contribuições na execução deste trabalho, serei eternamente grato.

Ao meu orientador, professor Dr. Adilson Celestino de Lima por todo o suporte, orientações e, principalmente pela confiança que me deu na produção desta dissertação, muito obrigado professor.

À Universidade Federal Rural de Pernambuco – UFRPE, especialmente ao Programa de Pós-Graduação em Controladoria da universidade, considerando todo o corpo docente e coordenação do programa.

À CAPES pelo incentivo financeiro por meio da bolsa que foi fundamental para o desenvolvimento da pesquisa.

Aos membros da banca examinadora, que trouxeram valiosas contribuições para melhoria da pesquisa.

A todos os meus colegas de turma, Camila, Gilson, Henrique, Indira, Rinaldjo, Roberto, Sérgio, Socorro e Thiago pelas parcerias e incentivos durante o curso.

Por fim, agradeço a todas as pessoas que fizeram parte de forma direta ou indiretamente do meu mestrado. Obrigado!

“Só um sentido de invenção e uma necessidade intensa de criar levam o homem a revoltar-se, a descobrir e a descobrir-se com lucidez”.

Pablo Picasso

RESUMO

O *disclosure* de informações por parte das organizações consiste em uma temática com papel essencial para os interesses dos acionistas e de outras partes interessadas, e sendo assim, as suas boas políticas e práticas precisam ser bem gerenciadas. Dentre os fatores que podem influenciar a divulgação de informações, a literatura aponta a estrutura de governança corporativa, a qual é fundamental para que as empresas operem com responsabilidade. No entanto, essa temática de relação entre divulgação de informações e governança corporativa ainda carece de evidências empíricas no cenário brasileiro. Diante disso, este estudo objetivou analisar a relação entre o nível de *disclosure* de informações e a governança corporativa das empresas listadas no IBrX-100. Concernente aos aspectos metodológicos, a pesquisa se classifica como descritiva e exploratória referente aos objetivos, o procedimento de coleta de dados se caracteriza como documental e quanto à abordagem, quantitativa. Para coletar os dados de 2016 a 2020 que é o período estudado foi preciso fazer uso da técnica de análise de conteúdo e do *software* Economática®, *websites* da [B]³ e da Comissão de Valores Mobiliários. A análise dos dados foi realizada em duas etapas, sendo a primeira feita por meio da estatística descritiva, e a segunda etapa da análise recorreu-se a estatística inferencial, fazendo-se uso do coeficiente de correlação de postos de Spearman e da regressão com dados em painel, ambas realizadas por meio do *software* RStudio. Os resultados mostram que o Índice de *Disclosure* de Informações (IDI) sofreu poucas oscilações ao longo do período analisado, tendo alcançado um valor médio total de 0,7754, com a maior e a menor média de 0,7787 e 0,7691, respectivamente. Quanto a relação do IDI com as variáveis de governança corporativa, os achados apontaram que não há relação positiva significativa entre o tamanho do conselho, independência do conselho, dualidade de funções do CEO e investidores institucionais com o IDI, mas existe uma relação positiva significativa entre a diversidade de gênero do conselho com o Índice de *Disclosure* de Informações. Estes resultados são consistentes com estudos já realizados no âmbito internacional. A presente pesquisa contribui para a literatura atual ao proporcionar achados empíricos sobre a relação de mecanismos de governança corporativa na prática de divulgação de informações por empresas de capital aberto no Brasil, sendo úteis nas tomadas de decisões dos *stakeholders* e na definição de membros para compor o conselho de administração da empresa. Além disso, este estudo acrescenta a descoberta empírica sobre a relação positiva encontrada entre mulheres diretoras e o *disclosure* de informações.

Palavras-chave: *Disclosure* de Informações. Governança Corporativa. IBrX-100.

ABSTRACT

Disclosure of information by organizations is an issue with an essential role for the interests of shareholders and other stakeholders, and therefore, their good policies and practices need to be well managed. Among the factors that can influence the disclosure of information, the literature points to the structure of corporate governance, which is essential for companies to operate responsibly. However, this theme of the relationship between disclosure of information and corporate governance still lacks empirical evidence in the Brazilian scenario. Therefore, this study aimed to analyze the relationship between the level of information disclosure and corporate governance of companies listed on the IBrX-100. Concerning the methodological aspects, the research is classified as descriptive and exploratory regarding the objectives, the data collection procedure is characterized as documental and in terms of approach, quantitative. To collect data from 2016 to 2020, which is the period studied, it was necessary to use the content analysis technique and the Economática® software, websites of [B]³ and the Comissão de Valores Mobiliários. Data analysis was carried out in two stages, the first being done using descriptive statistics, and the second stage of the analysis resorting to inferential statistics, making use of Spearman rank correlation coefficient and regression with data in panel, both performed using the RStudio software. The results show that the Information Disclosure Index (IDI) suffered few fluctuations over the analyzed period, reaching a total average value of 0.7754, with the highest and lowest averages of 0.7787 and 0.7691, respectively. As for the relationship of the IDI with the corporate governance variables, the findings indicated that there is no significant positive relationship between the size of the board, board independence, dual roles of the CEO and institutional investors with the IDI, but there is a significant positive relationship between the board's gender diversity with the Information Disclosure Index. These results are consistent with studies already carried out internationally. The present research contributes to the current literature by providing empirical findings on the relationship of corporate governance mechanisms in the practice of disclosure of information by publicly traded companies in Brazil, being useful in the decision-making of stakeholders and in the definition of members to compose the company's board of directors. In addition, this study adds the empirical finding about the positive relationship found between female directors and information disclosure.

Keywords: Information Disclosure. Corporate governance. IBrX-100.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Fluxos financeiros e de informação em uma economia de mercado de capitais	33
Figura 2 - Modelo teórico da pesquisa	50
Figura 3 - Relações entre as variáveis	57

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Segmentos de Governança Corporativa	40
Quadro 2 - Relação de Empresas da Amostra	56
Quadro 3 - <i>Checklist</i> dos itens a serem analisados se foram divulgados pelas empresas	58
Quadro 4 - Descrição das variáveis independentes e de controle	59

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística descritiva da variável dependente IDI	64
Tabela 2 – Estatística descritiva da variável independente TAMC	66
Tabela 3 – Estatística descritiva da variável independente INDEC	67
Tabela 4 – Estatística descritiva da variável independente CEO	68
Tabela 5 – Estatística descritiva da variável independente DIGE	68
Tabela 6 – Estatística descritiva da variável independente INVINS	69
Tabela 7 – Estatística descritiva da variável de controle TAME	70
Tabela 8 – Estatística descritiva da variável de controle REN	70
Tabela 9 – Estatística descritiva da variável de controle ALV	71
Tabela 10 – Estatística descritiva da variável de controle BIG4	71
Tabela 11 – Correlação de Spearman	72
Tabela 12 - Fatores de inflação da variância	74
Tabela 13 – Resultados da regressão com dados em painel	75
Tabela 14 – Síntese de validação das hipóteses	80

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Evolução da média do IDI	65
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADTV	<i>Average Daily Trading Volume</i>
AIMR	<i>Association for Investment Management and Research</i>
[B] ³	Brasil Bolsa Balcão
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
COSIF	Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional
FR	Formulários de Referência
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IBrX-100	Índice Brasil 100
IDI	Índice de <i>Disclosure</i> de Informações
LN	Logaritmo Natural
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ON	Ações Ordinárias
PN	Ações Preferenciais
VIF	<i>Variance Inflation Factor</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	15
1.1 PROBLEMA DE PESQUISA	16
1.2 OBJETIVOS	19
1.2.1 Objetivo Geral	19
1.2.2 Objetivos Específicos	19
1.3 JUSTIFICATIVA	19
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	24
2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO	24
2.2 TEORIA DA AGÊNCIA	26
2.3 <i>DISCLOSURE</i>	27
2.3.1 A Relevância da Literatura sobre <i>Disclosure</i>	27
2.3.2 O Papel do <i>Disclosure</i> para o Mercado de Capitais	31
2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA	34
2.4.1 Aspectos Conceituais sobre Governança Corporativa	34
2.4.2 A Governança Corporativa no Brasil	38
2.4.3 Relação entre Governança Corporativa e <i>Disclosure</i> de Informações	43
2.5 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES E MAPEAMENTO TEÓRICO	44
2.5.1 Tamanho do Conselho	45
2.5.2 Independência do Conselho	46
2.5.3 Dualidade de Funções do CEO	47
2.5.4 Diversidade de Gênero do Conselho	48
2.5.5 Investidores Institucionais	49
2.5.6 Outros fatores relacionados	50
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS	53
3.1 TIPOLOGIA	53
3.2 ESCOPO, POPULAÇÃO E AMOSTRA	54
3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA	56
3.4 COLETA DE DADOS	60
3.5 TÉCNICAS PARA TRATAMENTO DOS DADOS	61
4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	64
4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA	64
4.2 ESTATÍSTICA INFERENCIAL	72
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	81
REFERÊNCIAS	84

1 INTRODUÇÃO

As empresas estão sempre à procura de mais lucratividade e maior riqueza e, por diversos motivos, como principalmente a separação da propriedade da administração, além da realização de atividades econômicas, as empresas também possui a responsabilidade de atender as expectativas das pessoas externas à empresa (SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017). Contudo, a delegação dessas responsabilidades pode resultar em problemas de assimetria informacional entre os gestores e detentores de capital e credores da sociedade e entre potenciais investidores (VENTURA JÚNIOR, 2017).

Nessa perspectiva, Akerlof (1970) e Bar-Yosef e Livnat (1984) enfatizam que os gestores podem possuir informações privilegiadas das empresas, ocasionando através de atitudes oportunistas, expropriação da riqueza dos acionistas. Assim, a assimetria de informação que surge entre as partes, reflete uma diferença de alcance tanto da quantidade, como também da qualidade da informação, podendo ser obtida pelos *players* que participam do ambiente do mercado de capitais (JENSEN; MECKLING, 1976).

Escândalos financeiros protagonizados por empresas de grande porte, como a WorldCom, a Enron, a Xerox, a Global Crossing e a Adelphia, fizeram com que a confiabilidade e a credibilidade dos usuários nas informações extraídas de relatórios divulgados pelas empresas passassem a ter altos níveis de desconfianças, abrangendo o mercado de capitais global (CUNHA; SILVA; FERNANDES, 2013; SERRA; LEMOS, 2020). Estes escândalos, juntamente com a crise econômica e financeira, contribuíram para aumentar a atenção na gestão e na qualidade do *disclosure* (ZANGO; KAMARDIN; ISHAK, 2016).

Como consequência dos escândalos ocorridos mais precisamente nas décadas de 1990 e 2000, foi levantado questões principalmente sobre qual o devido papel da governança corporativa e outros fatores tranquilizadores na transparência e integridade das informações divulgadas, levando o mercado a ter uma reação na melhoria da governança corporativa nas empresas (SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017). Sendo assim, as companhias começaram a procurar soluções para melhorarem as divulgações de informações, sendo uma dessas soluções o *disclosure* de informação para os acionistas (SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017), os quais precisam de informações seguras e completas para que possam tomar decisões (SERRA; LEMOS, 2020).

Nesse âmbito, Wallace, Naser e Mora (1994) afirma que vários fatores podem afetar o *disclosure* de informações, como a competitividade do mercado, o interesse da empresa em divulgar informações para atrair mais capital e a estrutura de governança corporativa da

companhia. De tal modo, Desender *et al.* (2011) enfatizam que no acompanhamento da gestão, os *stakeholders* podem contar com diversos mecanismos de gestão corporativa, como por exemplo, o conselho de administração independente, em que os fatores de governança corporativa são essenciais no processo de confirmar a informação a ser divulgada.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

A necessidade da governança corporativa surge dos potenciais conflitos de interesses que existem entre os diferentes *stakeholders*. Cunha e Rodrigues (2018) destacam que as principais intervenções que contempla o tema de governança corporativa reagiram a situações de crise, com o intuito de repor a segurança e a confiança nos mercados. Vale ressaltar, que a governança corporativa no Brasil é tratada até nos dias atuais como algo benéfico para as empresas, com o objetivo de dar mais transparência e regular o mercado para minimizar a assimetria da informação (SERRA; LEMOS, 2020).

Agyemang, Aboagye e Ahali (2013), enfatizam que uma empresa que possui boas práticas de governança corporativa fornece informações essenciais aos seus acionistas e demais *stakeholders*, contribuindo para minimizar a assimetria informacional. Os autores supracitados ainda argumentam que a eficácia da prática de governança corporativa está ligada diretamente a capacidade de uma empresa atrair investidores, pois nesse sentido os investidores têm esperança de que estão investindo em uma empresa confiável, no qual salvaguardará seus investimentos e, no final recompense-os apropriadamente.

Para Elshandidy e Neri (2015), uma boa governança corporativa levará a organização à transparência nas informações evidenciadas, equidade no tratamento aos acionistas, como também a prestação de contas perante à sociedade, respeito às leis e responsabilidade corporativa. Assim, tendo como objetivo promover a gestão estratégica e dar maior proteção ao patrimônio e ao valor da empresa na sociedade.

Vale salientar que as empresas estão mais focadas e preocupadas com um gerenciamento voltado ao valor do negócio. Com essa nova visão, a administração de uma empresa ganha variáveis essenciais para que se possa ter uma gestão diferenciada frente aos seus concorrentes, como também o *disclosure* de princípios éticos e sociais (SOUZA; BAUER; COLETTI, 2020).

“Pela pulverização da organização e a entrega do controle a executivos, destaca-se o problema de como garantir que o comportamento destes executivos esteja relacionado à maximização do valor para os acionistas” (VALENTIM; SILVA; PASSOS, 2016, p. 72). Desse

modo, a Governança Corporativa pode ser um sistema de controle que servirá para monitorar as operações e os possíveis conflitos de interesse entre *stakeholders*, de uma maneira que o conselho de administração se apresente como mecanismo apropriado para representar os interesses dos acionistas (BLANCHARD; DIONNE, 2003; CARMONA; FUENTES; RUIZ, 2016).

Scherer e Buriol (2011) enfatizam que existem buscas por diferentes formas de administrar, onde isso leva a um desafio importante para as organizações em demonstrar responsabilidade na gestão, bem como garantir retornos financeiros aos seus acionistas e investidores por meio de atuação de éticas e transparências.

A governança corporativa deve estar relacionada com as práticas de minimizar os custos de agência, moderando a separação dos interesses que acontece entre investidores e administradores ou até mesmo entre acionistas controladores e minoritários (GOTAÇ; MONTEZANO; LAMEIRA, 2015). De tal modo, percebe-se que as boas práticas de governança corporativa se tornam cada vez mais relevantes para as empresas.

A estrutura de governança corporativa bem como a divulgação de informação são meios essenciais no que se refere a proteção aos investidores institucionais e também na melhoria da eficiência do mercado de capitais, e levando em consideração que o *disclosure* de informação é seletivo e nem todo o tipo de manipulação praticada pela gestão pode ser impedida, uma estrutura de governança corporativa apropriada poderá fazer com que os gestores aumentem o nível de informações evidenciadas (CUNHA; RODRIGUES, 2018).

Nesse sentido, se torna importante tanto decidir o que divulgar, como também decidir o momento em que os *stakeholders* terão acesso as informações contidas nos relatórios das empresas, principalmente pelo motivo de que, dependendo das informações evidenciadas, a visão dos potenciais ou dos atuais acionistas em relação ao futuro desempenho da organização poderá ser mudada, e com isso, será refletido diretamente na precificação das ações no mercado (PAIXÃO; AVELINO; TAKAMATSU, 2017).

Murcia (2009) argumenta que é fundamental a qualidade das informações publicadas pelos gestores das empresas, tendo em vista que o conteúdo divulgado tem que satisfazer aos interesses dos usuários, uma vez que estes avaliam a entidade com base no desempenho futuro, e sendo assim, o detalhamento do *disclosure* de informações possibilita um cenário mais confortável para que os usuários possam avaliar a organização e tomar decisões mais confiantes.

Cruz e Lima (2010) destacam que o *disclosure* de informação pode influenciar o comportamento tanto dos usuários quanto dos fornecedores dessas informações, considerando o fato de que afeta a percepção dos agentes econômicos em relação ao risco que a entidade

oferece, dessa forma, influenciando no processo de alocação de recursos e também do estabelecimento dos preços dos títulos e, por outro, influencia decisões relacionadas ao nível de divulgação levando em consideração o custo do fornecimento das informações para a organização (SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017).

De acordo com Lanzana (2004) a literatura relacionada aos assuntos *disclosure* e governança corporativa, parte da premissa de que as decisões de divulgação não seriam exógenas, mas que podem ser explicadas alguns fatores da entidade, como por exemplo, tamanho da empresa, nível de endividamento, grau de especificidade do ativo, dentre outros. Ainda de acordo com a autora supracitada, a ótica do conflito de agência existente entre investidores e gestores e, em países que possuem uma fraca proteção ao investidor, o conflito entre acionistas controladores e minoritários, pode-se levar a uma razoável suposição que as características de governança corporativa da organização poderiam representar um fator explicativo das decisões de *disclosure*.

De acordo com a teoria da divulgação, o *disclosure* de informações pode ser considerado um processo endógeno, na qual pode ser possível analisar os incentivos que os gestores e as organizações têm para divulgar informações (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005; SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017). No âmbito da governança corporativa, Chantachaimongkol e Chen (2018) enfatizam a possível probabilidade de mecanismos de governança corporativa, ou até mesmo a própria qualidade da governança, sejam consideradas variáveis endógenas, ou seja, variáveis que são influenciadas por outros meios de governança ou por outras variáveis corporativas.

Levando em consideração que a governança corporativa pode estar relacionada ao nível de *disclosure* das empresas, evidências empíricas apontam que a má governança corporativa na maioria das vezes diminui a qualidade do *disclosure* e provoca mudanças e superestimação dos lucros e fraudes nos relatórios, sendo assim, as empresas sempre procuraram formas de melhorar a divulgação de informações por meio de métodos como a governança corporativa (SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017).

Desse modo, torna-se fundamental analisar se a governança corporativa de uma companhia pode estar relacionada ao seu nível de divulgação, tendo em vista que o *disclosure* de informações tem um papel essencial para avaliação de oportunidades de investimentos em uma economia, pois ajudam os investidores a alocarem seus recursos de forma eficiente em relação às outras opções no mercado (BORGES *et al.*, 2016).

Diante do exposto, elencou-se o seguinte problema de pesquisa: **qual a relação entre o nível de *disclosure* de informações e a governança corporativa das empresas listadas no IBrX-100?**

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral desse estudo propõe em analisar a relação entre o nível de *disclosure* de informações e a governança corporativa das empresas listadas no IBrX-100.

1.2.2 Objetivos Específicos

Para alcançar o objetivo geral, têm-se os seguintes objetivos específicos:

- I. Identificar o nível de *disclosure* de informações a partir de itens evidenciados pelas empresas pesquisadas;
- II. Construir um índice de *disclosure* de informações das empresas investigadas;
- III. Investigar fatores de governança corporativa que podem estar relacionados ao índice de *disclosure* de informações;
- IV. Analisar se existe relação entre o índice de *disclosure* e os fatores de governança corporativa.

1.3 JUSTIFICATIVA

O mercado financeiro auxilia os investidores a diversificar parte do seu risco e proporcionam instrumentos financeiros com distintas relações risco-retorno, possibilitando-lhes em optar pelo perfil de risco mais apropriado às suas aplicações. Para que os usuários das informações financeiras consigam tomar decisões corretas, torna-se preciso que se tenham informações suficientes e confiáveis. Desse modo, tem-se uma grande preocupação com os níveis de *disclosure*, sejam eles de cunhos quantitativos ou qualitativos, em que as empresas buscam atender às demandas de seus usuários (SERRA; LEMOS; MATINS, 2022).

Levando em consideração o desenvolvimento do mercado de capitais, a implementação de uma gestão empresarial competente e também a manutenção de um relacionamento satisfatório com os *stakeholders*, tornaram-se fundamentais para a sobrevivência da

organização frente aos mercados competitivos (PAIXÃO; AVELINO; TAKAMATSU, 2017). Ainda de acordo com os autores supracitados, a transparência nos relatórios divulgados se torna um requisito essencial para a inserção das entidades no mercado de capitais nacional e internacional, levando em consideração às exigências e necessidades informacionais dos investidores, que são atraídos para os mercados que os inspiram maior confiabilidade.

Na concepção de Beuren e Angonese (2015) e tomando como base o mercado de capitais, compreende-se que o *disclosure* de informações justifica o valor de mercado de uma empresa e, portanto, o comportamento do gestor será baseado nessa premissa, e a segurança e credibilidade que o mercado de capitais precisa, depende da evidenciação de informações, por parte das empresas aos investidores. A qualidade da informação está relacionada diretamente com a divulgação de informação relevante, a qual apresenta um aspecto que toma como base a natureza ou a magnitude do qual o item da informação está relacionado (SILVA *et al.*, 2018).

O *disclosure* torna-se uma prática essencial para que se possa avaliar as diversas formas de investimentos em uma economia, como também auxiliar investidores a alocarem seus recursos de forma mais eficiente entre as várias opções disponíveis no mercado (ALI; ABDELFETTAH, 2019). A evidenciação das informações por meio de relatórios contábeis, desempenha um papel importante, tendo em vista que, já suportados por uma opinião de auditores independentes, apresentam maior segurança aos *stakeholders* (BORGES *et al.*, 2016).

O *disclosure* de informações por parte das organizações pode ser caracterizado como uma das principais maneiras de comunicação entre a empresa e os diversos usuários interessados em avaliar o desempenho da administração (LIMA, 2009). Nesse sentido, um adequado nível de *disclosure* reduz as assimetrias de informações entre a gestão e os usuários internos e externos dos relatórios contábeis (MALAQUIAS; ZAMBRA, 2018).

Ahmadi e Bouri (2016) corroboram ao enfatizarem que a divulgação de informações confiáveis contribui para reduzir o problema da assimetria de informações, aumentar a qualidade da divulgação e melhorar a visão justa da empresa. Assim, Ali e Abdelfettah (2019) ressaltam que a literatura a respeito do *disclosure* de informações é extensa e procura averiguar diversas questões, como a prática de *disclosure* corporativo das empresas atentando para itens que sejam de caráter obrigatórios ou voluntários ou ambos em um estudo comparativo, determinantes do *disclosure* de informações que indexam as consequências econômicas da divulgação, os determinantes do cumprimento de conformidade e o uso das informações pelos analistas financeiros.

Por outro lado, o *disclosure* corporativo pode estar atrelado à estrutura de governança corporativa (LENG; DING, 2011), pois é justamente a estrutura de governança corporativa que

instiga os gestores a adotar as melhores práticas de divulgação (SERRA; LEMOS; MATINS, 2022). Para Agyei-Mensah (2016) e Bidabad, Amirostovar e Sherafati (2017), a governança corporativa, a transparência financeira e a divulgação de informações podem ser consideradas uma das soluções efetivas para que seja possível atrair a confiança dos *stakeholders*.

Os debates a respeito da temática da governança corporativa aumentaram consideravelmente nos últimos anos (CUNHA; RODRIGUES, 2018), pois são práticas que propendem minimizar problemas de informação, na qual as companhias que conectam à governança têm regras objetivas, com proteção aos fornecedores de capital, bem como a de criar normas com credibilidade para que tenha um maior nível de transparência no que desrespeita a gestão empresarial (SHI; CONNELLY; HOSKISSON, 2016). De maneira corroborativa, Salehi, Moradi e Paiydarmanesh (2017) advogam que a governança corporativa é um componente essencial para aumentar a confiança dos investidores, promover o senso de competição e, finalmente, melhorar o crescimento econômico.

Os efeitos da governança corporativa nas práticas de relatórios suavizam a assimetria informacional (CARMONA; FUENTES; RUIZ, 2016) e melhoram a função de gestão (SERRA; LEMOS; MATINS, 2022). Dessa maneira, informações relevantes principalmente sobre os riscos como uma estrutura de controle externo que possam contribuir com a redução dos custos de agência, tornam-se fundamentais tanto para acionistas, como também para analistas e investidores, consentindo avaliar o perfil de risco de uma entidade, estimar seu valor de mercado e auxiliar nas tomadas de decisões de investimento (ELSHANDIDY; NERI, 2015).

Nessa perspectiva, Souza, Bauer e Coletti (2020) advogam que o mercado financeiro se mostra em constantes transformações, na qual pode ser citada as variáveis entre ganhos e perdas econômicas, em que um dos fatores para essas mudanças encontra-se na internacionalização dos mercados e seus interesses financeiros em comum. Diante disso, o mercado vem exigindo das organizações maior transparência e confiabilidade nas informações evidenciadas, como também uma gestão que reflita credibilidade e competência de seus resultados apresentados, onde isso reflete uma busca para que se possa diferenciar diante o mercado financeiro, com a finalidade de proporcionar confiança na relação entre empresa e seus *stakeholders* (SOUZA; BAUER; COLETTI, 2020).

O *disclosure* apresenta um fato importante quando da preocupação dos agentes com a qualidade das informações reportadas, tendo em vista que estas têm o poder de influenciar nas tomadas de decisões de investimentos, como também utilizadas pelos analistas de mercado nas previsões e recomendações sobre o mercado financeiro (SILVA *et al.*, 2018). Assim, o *disclosure* de informações torna-se um forte componente de credibilidade para a empresa e seus

gestores, podendo apresentar benefícios para ambos, bem como para as partes interessadas, na qual formulam conceitos da empresa em torno daquilo que conseguem enxergar.

No que concerne às atividades de divulgação de informações, as empresas levam em consideração, de forma ativa, o que deverão e o que não deverão divulgar, nas quais encaram um sério dilema, em que por uma vertente, procuram-se esconder a sua performance diante do mercado, amedrontado de que a mesma possa ser interpretada como estando associada a elevados riscos; por outra vertente, a falta de divulgação, clara e detalhada, pode também acarretar em uma má percepção da verdadeira natureza das operações (SERRA; LEMOS, 2020). Sendo assim, os autores concluem afirmando que a falta de divulgação ou a divulgação de informação insuficiente também pode conduzir a empresa a incorrer em custos de legitimidade e em custos de capital, na qual sofrem, por essas razões, fortes pressões, emitidas pelos vários *stakeholders*, que as incentivam ao *disclosure* de informação suficiente e confiável.

Trang e Phuong (2015) tratam de maneira mais específica ao discorrer que o *disclosure* de informações contribui com os investidores a se aproximarem dos negócios da empresa e, conseqüentemente, reduzir a distância entre a administração e os investidores. Destarte, o estudo de *disclosure* de informações torna-se imprescindível e extremamente benéfico para *stakeholders*, investidores, autoridades, credores, fornecedores, sindicatos, ambientalistas e grupos de mídia que também poderão conseguir um melhor entendimento dos níveis globais de divulgação de informações abrangentes nos relatórios anuais entre empresas (TRANG; PHUONG, 2015), no qual este trabalho possui como alvo de estudo as empresas listadas no IBrX-100, tornando-se relevante justamente por ser o resultado de uma carteira de ativos, objetivando apresentar o indicador do desempenho médio das cotações dos 100 ativos que têm maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro na Brasil Bolsa Balcão [B]³.

As empresas de capital aberto que negociam na [B]³ mostram-se como uma ferramenta fundamental tanto para o crescimento como para o bom desempenho da economia mundial. Na medida que, a governança corporativa que é colocada em prática por tais entidades, precisa ser visualizada com bastante atenção, e incorporada ao exercício da cultura organizacional para que possa acontecer o aprimoramento dos processos da gestão empresarial, na qual devem dessa forma ser debatida em salas de reuniões corporativas, nas reuniões acadêmicas e nos círculos políticos ao redor do mundo (CORREIA, 2018).

De acordo com a Teoria da Agência, para além da divulgação, alguns mecanismos de governança corporativa das companhias, como algumas características associadas ao conselho de administração têm sido identificadas como soluções para aumentar a transparência na relação

gestor-investidor, e diminuir a assimetria informacional (CARMONA; FUENTES; RUIZ, 2016). A literatura tem confirmado que a função de monitoração dos fatores de governança corporativa possui contribuição direta para uma melhor divulgação (ELSHANDIDY; NERI, 2015; ALI; ABDELFETTAH, 2019).

Diante desse contexto, os fatores de governança corporativa são representados neste trabalho como o conjunto de métricas que compreende o tamanho do conselho de administração, sua independência, a dualidade de funções do CEO, participação feminina no conselho e a quantidade de investidores institucionais. Por outro lado, o *disclosure* de informações foi medido por meio de um *checklist* adaptado das pesquisas já desenvolvidas por Leng e Ding (2011) e Kiliç e Kuzey (2018), na qual foram realizadas análises dos itens contidos no referido *checklist* se foram divulgados ou não pelas empresas em seus relatórios anuais.

Este estudo tem um caráter inovador, pois, embora existam muitos estudos que contemplam o *disclosure* de informações (SERRA; LEMOS; MATINS, 2022), existe uma carência de trabalhos atuais que analise separadamente a relação da governança corporativa no nível de divulgação de informações em empresas do mercado de ações brasileiro, o qual ainda possui lacunas a serem exploradas, que contribuiriam com o avanço das discussões. Assim, o estudo contribui com achados empíricos à literatura para a percepção da relação de características relacionados a mecanismos de governança corporativa no *disclosure* de informações, sendo útil para a redução de assimetria informacional e para tomada de decisão das partes interessadas e das empresas na definição dos membros do conselho de administração.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 TEORIA DA DIVULGAÇÃO

A teoria da divulgação é baseada em evidências empíricas e também em modelos de análise que surgiram da teoria econômica para mostrar e explicar a realidade, criando-se uma área de estudo da contabilidade mais precisamente no final do século XX. Essa teoria tem como principal objetivo explicar o fenômeno da evidenciação das informações financeiras das organizações (ROVER *et al.*, 2012).

Verrecchia (2001) argumenta em seu trabalho de que não existe uma teoria da divulgação abrangente ou integrada, tendo em vista que a literatura não apresenta evidências suficientes para nortear, esclarecer e fundamentar as pesquisas que abordam esta temática. Dye (2001) afirma que a visão anterior apresentada por Verrecchia (2001) está voltada para a teoria da divulgação voluntária, uma vez que as empresas só vão divulgar informações que lhes forem favoráveis, deixando assim de divulgar possíveis informações que podem comprometer a imagem da entidade perante aos investidores. Desse modo, Dye (2001) ainda afirma que a teoria da divulgação já se encontra em um nível avançado e que já pode ser considerada como desenvolvida.

Nessa perspectiva, Verrecchia (2001) enfatiza em seus trabalhos que a teoria da divulgação está associada diretamente a quatro taxonomias fundamentais para o seu desenvolvimento, sendo elas: divulgação baseada na associação (*association-based disclosure*), divulgação baseada em julgamento (*discretionary-based disclosure*) e divulgação baseada na eficiência (*efficiency-based disclosure*).

A divulgação baseada em associação está associada com os estudos que relacionam a importância da informação evidenciada e seus reflexos para investidores e o mercado de capitais. Nesta abordagem busca-se identificar os efeitos da divulgação sobre a mudança relacionada as ações dos investidores, principalmente por meio do comportamento dos ativos e do volume negociado (VERRECCHIA, 2001).

O estudo de Ball e Brown (1968), pioneiro quando relacionado a esta temática, buscou evidenciar empiricamente a influência da informação contábil no mercado de capitais. Nesse aspecto, os autores supracitados enfatizam que o mercado de capitais é eficiente e imparcial, pois se a informação for útil e precisa para a formação dos preços dos ativos, o mercado ajustará os preços dos ativos com base nas referidas informações e sem deixar qualquer chance para ganho anormal adicional.

Conforme Salotti e Yamamoto (2005), as pesquisas que tratam sobre divulgação baseada em associação têm sido fundamentais e conseqüentemente bem-sucedidas, uma vez que apresentam relações ou associações entre a divulgação, mudanças de preços, volume de negócios ou outro fenômeno de mercado.

A divulgação baseada em julgamento analisa a forma que os gestores e/ou empresas exercem discricionariedade no que se refere à divulgação de informações sobre as quais tenham conhecimentos. Nessa perspectiva, a divulgação é tratada como endógena, considerando os estímulos dos gerentes e/ou das empresas para divulgar determinadas informações. Nesse aspecto, o mercado de capitais é caracterizado como o único consumidor representativo das informações evidenciadas pelas organizações (VERRECCHIA, 2001).

Por sua vez, a divulgação baseada na eficiência procura-se discutir sobre quais tipos de divulgações são mais importantes, levando em consideração a ausência prévia de conhecimento das informações. Nesse sentido torna-se possível examinar as opções de divulgação incondicional, tendo em vista que isso só acontece em um ambiente de mercado de capitais em que as ações dos agentes de maximização do bem-estar individuais são endógenas (VERRECCHIA, 2001).

Salotti e Yamamoto (2005) enfatizam que na teoria da divulgação as entidades têm obrigações alinhadas diretamente com as divulgações financeiras, pois as mesmas seguem padrões e são auditadas. Por outro lado, as organizações possuem informações importantes e relevantes quando se trata de avaliar o valor da empresa, mas que não são obrigatórias de divulgação. Dessa maneira, as empresas precisam optar em divulgar ou não essas informações.

Nesse contexto, a teoria da divulgação apresenta relação com o fator custo, pois uma vez que existem custos relacionados ao *disclosure*, onde uma das principais metas dos administradores ou gestores é maximizar o valor de mercado da organização, existe um ponto de equilíbrio, no qual será divulgada a informação que favorece o valor de mercado da empresa, e em contrapartida a informação que reduz seu valor não é divulgada (SALOTTI; YAMAMOTO, 2005).

Rover *et al.* (2012) tenta entender a divulgação relacionando os administradores ou as empresas que são os responsáveis pelas divulgações das informações aos usuários que recebem, podendo ser os investidores ou mercado financeiro, no qual utilizam as informações evidenciadas para auxiliar e nortear em tomadas de decisões. Ademais, a teoria da divulgação precisa estar associada ou relacionada ao processo de mercado, uma vez que envolve as interações entre os diversos interessados, que são os denominados investidores individuais, no

qual buscam maximizar o bem-estar por meio de evidenciações de informações úteis e confiáveis (VERRECCHIA, 2001).

2.2 TEORIA DA AGÊNCIA

Proposta por Jensen e Meckling (1976) a Teoria da Agência engloba o conflito de interesses e assimetria de informações existente dentro das companhias, bem como no relacionamento entre os mais diversos sujeitos organizacionais. A relação de agência determinada como um contrato sob o qual o principal (acionista) emprega o agente (gestor) para que possa desempenhar em seu nome atividades que transmitam algum poder de decisão a este último, gera-se um espaço carregado de perturbações (JENSEN; MECKLING, 1976).

Para Hendriksen e Breda (1999) a Teoria da Agência está relacionada a um método de tomada de decisão para mais de um indivíduo, que possui um enfoque prescritivo, tomando como base um modelo normativo, o qual neste modelo dos indivíduos um é o agente e o outro é o principal, o primeiro exerce tarefas para o segundo, o qual se compromete a remunerá-lo.

Essa relação faz com que os sujeitos perseguem maximizar a sua função-utilidade em que para o acionista a riqueza é variável e, assim, sujeita à maximização, já para os gestores a função utilidade pode juntar além de remuneração poder, segurança e distinção profissional (BRONSTEIN, 2020). Dessa forma, compete ao acionista realizar uma delimitação de qual será o campo de atuação dos gestores, definindo incentivos apropriados e arcar com os custos do monitoramento com a finalidade de evitar atividades anormais e limitar extravagâncias do agente (ARAÚJO *et al.*, 2021).

Conforme Macho-Stadler e Pérez-Castrillo (2001), a separação entre o principal e o agente gera um ambiente intenso e complexo, o qual torna-se próspero ao surgimento do problema da assimetria informacional, em que o agente possui uma vantagem informacional sobre o principal, podendo atuar conforme os seus próprios interesses em detrimento ao melhor desenvolvimento e comodidade do acionista. Sendo assim, devem ser sugeridas propostas que possam incluir tanto as práticas de monitoramento e controle, como também a ampla divulgação de informações, as quais são medidas e práticas que se convencionou chamar de governança corporativa (MOTA; BRAGA; ANDRADE, 2021).

Dessa maneira, o desenvolvimento da governança corporativa tem sido caracterizado pela procura de minimização de conflitos entre acionistas e executivos (OLIVEIRA; FONTES FILHO, 2021). Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o problema de agência acontece quando os gestores tomam decisões com a intenção de maximizar sua

utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas, tendo em vista o motivo pelo qual são contratados (IBGC, 2015). Assim, ainda de acordo com o IBGC (2015), as boas práticas de Governança Corporativa possuem a tendência de convergir princípios em recomendações objetivas, de uma maneira a ornar interesses e com vistas a otimizar o valor da organização.

Para Hedlund *et al.* (2021) os mecanismos de governança corporativa se comportam como um instrumento estratégico essencial nas empresas, o qual pode colaborar tanto para a redução dos conflitos de agência, como para o desenvolvimento de fortes relacionamentos entre todos os interessados na organização. Desse modo, práticas de governança corporativa eficazes podem auxiliar no controle do dilema que existe entre gestores e acionistas (SEHRAWAT *et al.*, 2019).

Levando em consideração os mecanismos de *accountability*, supervisão e transparência das informações, as melhores práticas de governança corporativa podem tanto aumentar a comunicação, como também a confiança dos principais nos agentes, levando a constituir que o entendimento desses mecanismos pode ajudar a reduzir o problema de agência entre os sujeitos envolvidos (HUU NGUYEN; THUY DOAN; HA NGUYEN, 2020). Neste sentido, pode-se compreender a governança corporativa como um sistema de monitoramento que tem a capacidade de propagar o comportamento das organizações, principalmente aquelas de capital aberto (BRONSTEIN, 2020).

2.3 DISCLOSURE

2.3.1 A Relevância da Literatura sobre *Disclosure*

O termo *disclosure* reporta-se ao termo da língua inglesa, no qual é tratado como sinônimo dos termos divulgação e evidenciação. Para Hope (2003) o *disclosure* é um fenômeno inerentemente complexo e pode receber uma explicação parcial por meio de uma simples teoria. Goulart (2003) argumenta que o *disclosure* pode ser compreendido como um fator de abertura das empresas por meio da divulgação de informações, possuindo foco em garantir a transparência corporativa perante ao público e aos participantes de mercado.

A transparência das informações divulgadas junto ao mercado, deve proporcionar aos investidores chances iguais de análise, sem privilégios, onde torna-se um fator primordial a ser analisado pelo investidor no momento de aplicar seus recursos. Nesse sentido, o *disclosure* pode estar relacionado com diversas informações relevantes da organização para os usuários externos, possibilitando-lhes uma avaliação mais precisa da empresa quanto a condição

financeira, desempenho, perfil de risco e práticas de gestão de risco (DUTTA; NEZLOBIN, 2017).

Para Bushman, Piotroski e Smith (2004), a transparência pode ser compreendida como a abrangente disponibilidade de informações úteis, relevantes, confiáveis e precisas sobre o desempenho de uma organização em um determinado período, situação financeira, oportunidades para investimento, governança, valor e risco das entidades de capital aberto.

A *disclosure* de informações envolve todo o processo de contabilidade financeira e não financeira. No entanto, existem diversos métodos de *disclosure* disponíveis. A escolha do método mais adequado depende da natureza e da importância relativa das informações a serem evidenciadas. Os métodos mais comuns são os das demonstrações financeiras formais, informação entre parênteses, notas explicativas, declarações e anexos suplementares, relatório de auditoria, relatório anual de administração e relatórios de análise e discussão gerencial (MEDEIROS; QUINTEIRO, 2005).

De tal modo, Dantas *et al.* (2005) deixa claro que a prática de evidenciação não significa apenas divulgar, mas divulgar de uma forma oportuna, clara e com qualidade. Nesse sentido, para obter a transparência esperada com o *disclosure*, a organização precisa divulgar informações qualitativas e quantitativas onde os usuários interessados possam entender as atividades realizadas e seus respectivos riscos. Observando também a relevância necessária, o nível de detalhamento e a tempestividade das informações (SERRA; LEMOS; MATINS, 2022).

Segundo Forte *et al.* (2021, p. 35), “a divulgação desempenha papel de importância para a constituição da credibilidade da empresa”. Dessa maneira, as empresas precisam divulgar todas as informações, sejam positivas ou negativas, desde que tenham relevância para os usuários da informação. Nesse caso a relevância não é definida com facilidade, pois depende do objetivo e das decisões de cada usuário. Apesar disso, pode-se entender como relevantes as informações que entusiasmam decisões de investimento e aquelas relacionadas a eventos que têm ou que podem vir a ter impactos patrimoniais em uma organização (GOULART, 2003; CASTRO; VIEIRA; PINHEIRO, 2015).

Lima (2007, p. 13) enfatiza que “no conjunto total do *disclosure* de uma empresa não está contida apenas a parte de informação que é regulada por lei, mas, também, a veiculação de toda informação que seja útil para a tomada de decisões pelos *stakeholders*”. Os relatórios corporativos estão relacionados a divulgação periódica de informações específicas das empresas de forma voluntária ou obrigatória (FORTE *et al.*, 2021), considerando aspectos dos relatórios corporativos como intensidade de divulgação financeira, intensidade de divulgação de governança, princípios contábeis usados para medir divulgações financeiras, pontualidade

das divulgações financeiras e qualidade de auditoria de divulgações financeiras (BUSHMAN; PIOTROSKI; SMITH, 2004; BERGER, 2011).

Nesse sentido, o *disclosure* é um tema que já vem sendo bastante debatido desde a década de 80 pela pesquisa positiva em contabilidade (COSTA *et al.*, 2017). O *disclosure* pode ser tanto compulsório como voluntário. O compulsório envolve os requerimentos de informações para registro das companhias abertas, como também outras informações periódicas expedidas pelas comissões de valores mobiliários ou associações de cada país (LIMA *et al.*, 2010).

Já o *disclosure* voluntário abrange informações que não são obrigatórias por lei, mas que de certa forma apresentam maior nível de transparência para a organização no âmbito corporativo (LIMA, 2007; COSTA *et al.*, 2017). Essas informações podem possuir caráter quantitativas ou não, preparadas em relatórios elaborados com tais finalidades, colaborando dessa forma com o aumento do nível da transparência e a diminuição da assimetria informacional (SOUSA *et al.*, 2014; AHMADI; BOURI, 2016). O *disclosure* voluntário dessas informações também está associada à procura de melhores relações com os *stakeholders* (LOMBARDI *et al.*, 2016).

Goulart (2003) acrescenta ao expressar que para atingir padrões satisfatórios de *disclosure*, as empresas não devem restringir-se apenas a informações que a lei exige, mas deve transmitir também informações de forma voluntária, contribuindo para que os *stakeholders* tenham uma visão correta sobre a realidade empresarial. Nesse aspecto, as entidades não estariam divulgando informações somente pela legalidade, mas também por princípios éticos de transparência e equidade no atendimento às demandas dos diversos usuários da informação (ALI; ABDELFETTAH, 2019).

Algumas informações divulgadas podem não ser vantajosas para a empresa, mas podem ser decisivas na avaliação dos usuários interessados em fazer investimentos. Dessa forma, torna-se preciso a normatização, pelos órgãos reguladores, de informações que serão disponibilizadas independentemente de seus efeitos sobre a organização, ou seja, de divulgação obrigatória (MAPURUNGA; PONTE; HOLANDA, 2014).

Conforme Avelino, Pinheiro e Lamounier (2012), as empresas precisam evidenciar suas informações para que os usuários externos tenham cada vez mais conhecimentos a respeito da situação da empresa, como também ficar informados se a mesma segue as obrigações que são impostas pela legislação, no qual pode vir a ter menor chances de causar algum tipo de irregularidade ou fraude. Por meio de um maior nível de divulgação, os investidores interessados na empresa poderão contar com uma maior variedade de instrumentos para análise,

acompanhamento e comparação do desempenho social da entidade, além de possuírem informações acerca da situação econômica, financeira e patrimonial (KUMAR *et al.*, 2017).

Nessa perspectiva, Dobler (2005) enfatiza que um gestor que visa maximizar o valor de mercado da empresa deverá escolher por fazer uma maior quantidade de divulgação, disponibilizando integralmente informações privadas, além daquelas consideradas obrigatórias. Sendo assim, é preciso analisar se as informações evidenciadas são de conhecimento comum do gestor, se não existem custos significativos relacionados ao *disclosure* e se as informações divulgadas podem ser interpretadas da mesma maneira por todos os usuários externos.

De acordo com Dantas *et al.* (2005) a quantidade que deve ser evidenciada pode ser definida pelo equilíbrio entre o custo e o benefício da divulgação, onde os benefícios da informação devem ser superiores aos seus custos de produção. Dantas *et al.* (2005, p. 67) ainda enfatiza que “se há evidências dos benefícios que um maior nível de evidenciação traz para a empresa e para o mercado, também é evidente que há um custo associado à produção e à divulgação da informação”.

Para Verrechia (2001), a ausência de custos relacionados a divulgação teoricamente pressupõe *full disclosure*, ou seja, as organizações são incentivadas a divulgar mais informações quando não há custos referente as evidenciações, pois caso contrário o mercado entenderá como uma situação desfavorável para a empresa.

A relação entre custo e benefício no que se refere ao *disclosure* pode ser considerada parcialmente relevante, tendo em vista que existem formas de divulgação que podem ser menos onerosas. Por outro lado, isso não deve impedir que os *stakeholders* tenham acesso a informações relevantes para o processo de tomada de decisão, onde as empresas também precisam ter conhecimentos sobre as necessidades dos usuários (MEDEIROS; QUINTEIRO, 2005).

Nessa ótica, o *disclosure* é um processo de suma importância quanto as informações disponibilizadas, pois auxilia os usuários externos nas tomadas de decisões, permitindo também a avaliação da situação patrimonial e das mutações desse patrimônio, o que interfere diretamente sobre o futuro da organização (MURCIA, 2009). As divulgações de informações em torno das operações das entidades, devem contribuir para redução da assimetria informacional entre os investidores, e por consequência, também reduzir o custo de capital das corporações (PASSOS *et al.*, 2017).

Para Medeiros e Quinteiro (2005) o momento da divulgação está diretamente associado ao conceito de oportunidade. A informação não pode ser relevante se não for oportuna, onde deve estar disponível para os investidores utilizarem para auxiliar nas decisões antes que perca

a capacidade de influenciá-lo. A oportunidade não permite ter certeza de relevância, mas certamente não pode existir relevância sem oportunidade.

Sendo assim, todas as informações evidenciadas precisam ser adequadas, justas e completas, pelo menos no que se refere aos detalhes que estão sendo divulgados. O significado do *disclosure* é que as informações que não sejam relevantes sejam omitidas. No entanto, a resistência à divulgação continua como um tema que tem sido objeto de muitos estudos (ALI; ABDELFETTAH, 2019).

2.3.2 O Papel do *Disclosure* para o Mercado de Capitais

Na concepção de Healy e Palepu (2001), o mercado de capitais apresenta um desafio crítico para qualquer economia, que é a alocação ideal de poupança para oportunidades de investimento. Existem muitos empreendedores e empresas que gostariam de atrair a poupança disponível para financiar suas ideias de negócios. Nesse sentido, surgem pelo menos dois problemas nesta procura de atração de capital. Primeiro, os empreendedores normalmente possuem informações mais eficientes do que os poupadores a respeito das oportunidades de negociação com a organização e, conseqüentemente incentivos para superestimar o valor da mesma, ou seja, os investidores enfrentam um problema de assimetria informacional. Em segundo lugar é que, uma vez que os poupadores investiram nas organizações, os empreendedores têm incentivos para expropriar suas riquezas, criando um problema de agência.

Para Lanzana (2004), a assimetria informacional surge da diferença de informação e incentivos conflitantes entre empreendedores e investidores. Brown, Finn e Hillegeist (2001) enfatizam que a assimetria informacional nasce quando a organização possui informação de relevância em termos de valor, que ainda não foi evidenciada ao público, porém alguns investidores podem interpretar como uma forma privilegiada.

Nessa perspectiva, o *disclosure* torna-se fundamental para diminuir essa assimetria da informação, no qual é um fator essencial para o sucesso do mercado financeiro (KIRCH; LIMA; TERRA, 2012; COSTA; LEAL; PONTE, 2017). Assim, pode-se assumir diferentes formas, como a obrigatoriedade do *disclosure*, em função do que é determinado por lei. Outra forma é a indução ao *disclosure*, onde dispositivos legais permitem aos investidores processar os administradores por omissão ou apresentação enganosa de informações. Por último, os mecanismos auto induzidos de *disclosure*, que analisam quando as dinâmicas entre organizações e investidores forçam as empresas a divulgar as informações (RONEN; YAARI, 2002).

Dye (2001) enfatiza que se as divulgações corroborarem para melhorar a precificação nos mercados de capitais e em contrapartida a precificação melhorada no mercado de capitais resultar na alocação aprimorada de recursos, neste caso as divulgações podem desempenhar um papel de aumento da eficiência, independentemente de os mercados de capitais serem caracterizados por concorrência perfeita.

De tal modo, Lima (2009) ressalta que o *disclosure* está positivamente relacionado com o desenvolvimento do mercado de capitais, como também consegue refletir maior valorização das organizações, aumentando a confiança dos investidores e demais agentes relacionado a entidade. Esses benefícios por sua vez, contribui para o aumento da liquidez das ações e também para a redução do custo de capital (LIMA, 2018).

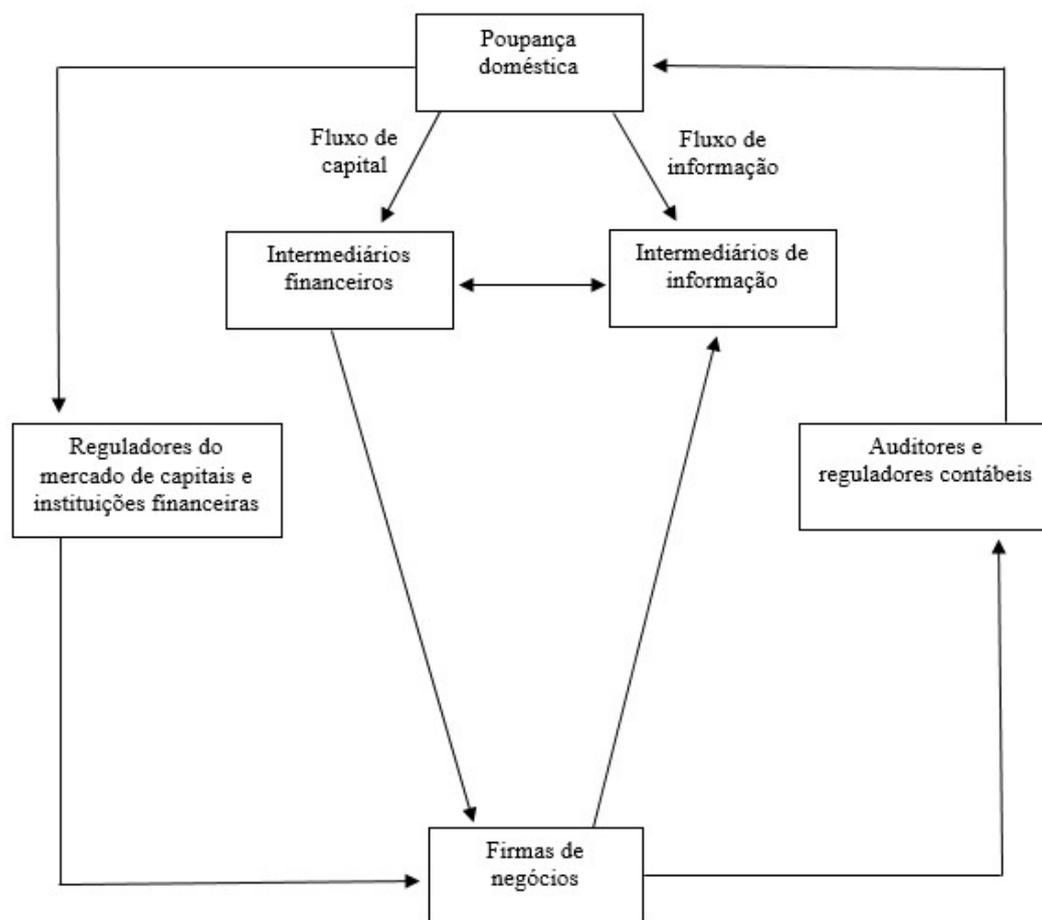
O *disclosure* beneficia o mercado de capitais como um todo, cooperando para sua maior eficiência (MURCIA, 2009; ALI; ABDELFEITTAH, 2019). Nesse sentido, Healy e Palepu (2001) compartilham do mesmo pensamento, ao afirmar que as divulgações de informações referente as empresas são essenciais para o funcionamento eficiente do mercado de capitais.

Especificamente, os *disclosures* das empresas aos mercados de capitais podem ajudar os *stakeholders* a precificar determinadas empresas com mais precisão, o que também pode ajudar tais organizações a aprender o que o mercado de capitais valoriza, melhorando assim as decisões estratégicas e operacionais das empresas (DYE, 2001; OTHMAN; AMEER, 2009; COSTA; LEAL; PONTE, 2017). Evidentemente, para que esse fluxo bidirecional aconteça, é preciso que os participantes do mercado de capitais, pelo menos ocasionalmente, tenham informações que ainda não estejam em poder dos gestores (DYE, 2001).

Tendo em vista a importância do *disclosure* para o funcionamento dos mercados de capitais, têm-se usado desses instrumentos de indução para o incentivo ao *disclosure* voluntário, onde é aquele que vai além das normatizações (MURCIA, 2009; LIMA, 2018). Entretanto, essa indução não se torna suficiente para mitigar o processo enganoso por parte das empresas, frente aos investidores. Nesse sentido, a eficácia da divulgação depende diretamente do grau de credibilidade e de qualidade da informação, que é produzida no ambiente da organização (DANTAS *et al.*, 2005).

A seguir, a Figura 1 apresenta um esquema do papel da divulgação e da informação e dos intermediários financeiros no funcionamento do mercado de capitais.

Figura 1 - Fluxos financeiros e de informação em uma economia de mercado de capitais



Fonte: Adaptada de Healy e Palepu (2001).

O lado esquerdo da Figura 1 está o fluxo de capital dos poupadores para as entidades. Nesse caso, o capital pode ocorrer de duas formas para as ideias de negócios. Primeiro, pode ocorrer diretamente dos poupadores para as empresas, como por exemplo, capital privado e financiamento anjo. Uma segunda forma mais peculiar de fluxo de capital dos poupadores para as empresas é através de intermediários financeiros, como bancos, fundos de capital de risco e seguradoras. Já o lado direito da Figura 1 fornece o fluxo de informações das entidades para poupadores e intermediários. Dessa forma, as entidades podem se comunicar diretamente com os investidores por meio de relatórios financeiros e comunicados à imprensa, como também podem se comunicar com intermediários financeiros ou por meio de intermediários de informações, como analistas financeiros (HEALY; PALEPU, 2001).

Ainda de acordo com os autores supracitados, fatores econômicos e institucionais indicam se a contratação, a regulamentação e os intermediários de informação eliminam a assimetria de informação ou deixam algum problema residual de informação. Tais fatores abrangem a capacidade de redigir, monitorar e fazer cumprir excelentes contratos, custos de

propriedade no qual podem deixar a divulgação completa com preço alto para os investidores, imperfeições regulatórias e possíveis problemas de incentivo para os próprios intermediários. Nesse aspecto, pesquisa relacionada a divulgação corporativa, portanto, focaliza a variação transversal desses fatores e suas consequências econômicas.

Uma adequada evidenciação se torna relevante na medida em que caracteriza um mercado de capitais desenvolvido, e conseqüentemente favorecendo também o desenvolvimento deste mercado. São diversas as contribuições de uma evidenciação satisfatória para a eficiência do mercado de capitais (SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017). O aprimoramento do nível da evidenciação pode elevar até mesmo os preços das ações das organizações, tendo em vista que a escassez de informações provoca as incertezas quanto às previsões sobre o desempenho futuro das companhias (GOULART, 2003).

O *disclosure* tem papel essencial no funcionamento do mercado de capitais, mostrando também formas para uma melhor avaliação das oportunidades de investimentos pelos usuários, na medida em que reduz a assimetria informacional (SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017). A literatura apresenta fatores que podem afetar as decisões sobre o nível de *disclosure*, como por exemplo, o conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, onde pode-se considerar que características de governança corporativa seriam possivelmente um fator determinante das decisões de *disclosure* (LANZANA, 2004; CUNHA; RODRIGUES, 2018).

Uma adequada divulgação também colabora para uma melhor qualidade dos sistemas de governança corporativa, que por sua vez contribui para o fortalecimento do mercado de capitais e proporciona melhores condições de acesso a fontes de financiamento de longo prazo (SERRA; LEMOS; MATINS, 2022). Em conseqüência, são reduzidos os custos de capital das entidades, onde surge ganhos de competitividade ao setor empresarial. Dessa forma, sistemas de governança eficientes e níveis de divulgação satisfatórios, que oferecem aos usuários as informações esperadas, estabelecem uma das condições para que seja garantido o fluxo de recursos para financiamento das companhias (GOULART, 2003).

2.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.4.1 Aspectos Conceituais sobre Governança Corporativa

A governança corporativa pode ser definida de várias formas. A análise de diversas sugestões para conceituar governança corporativa permite assimilar de maneira mais

aprofundada o significado do termo (GOULART, 2003; SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017). A discussão sobre a necessidade de aperfeiçoamento da governança corporativa nas organizações surgiu como resposta a vários registros de expropriação da riqueza tanto dos acionistas por parte dos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada, como também dos acionistas minoritários por acionistas controladores em empresas com estrutura de propriedade concentrada. Estes fatos derivam do problema de agência dos gestores, no qual acontece quando os gestores tomam decisões voltadas para o lado pessoal e não referente a riqueza de todos os acionistas, motivo pelo qual são contratados (SHLEIFER; VISHNY, 1997; SILVEIRA, 2004; ALMEIDA *et al.*, 2010).

Para Claessens e Yurtoglu (2013) e Chantachaimongkol e Chen (2018), o tema governança corporativa é multidisciplinar, onde pode ser levado as diferentes perspectivas de vários campos de conhecimento, como por exemplo, administração, economia, direito, ciência da informação dentre outros. Nesse sentido, Brandão e Bernardes (2005) argumentam que a governança corporativa é um constructo, isto é, uma categoria que passa a ser compreendida através de diferentes conceitos, e de tão utilizada, o termo passou a funcionar quase como um amálgama, na qual assume distintas maneiras, esvaziando o constructo tanto em identidade como em significado.

A expressão Governança Corporativa, de acordo com Chagas (2007), teve origem da expressão inglesa *corporate governance*, na qual significa o sistema pelo qual os acionistas tomam conta de sua empresa. Chagas (2007) ainda destaca que a governança corporativa está relacionada com um sistema que usando o conselho de administração, a auditoria externa e também o conselho fiscal, pode-se instituir poderes e regras para conselhos, comitês, diretoria e outros gestores, buscando precaver abusos de poder e criando instrumentos de fiscalização, princípios e regras que permitam uma gestão que seja mais eficiente e eficaz.

A governança corporativa surgiu com o propósito de criar maneiras que possibilitem controlar e monitorar os negócios, sendo essa ação praticada não somente pelos gestores internos das organizações, mas também pelos acionistas, buscando viabilizar a identificação e também solução de casuais conflitos de agência na entidade (LUCA *et al.*, 2010). De acordo com Lethbridge (1997) um sistema de governança corporativa é formado tanto pelo conjunto de instituições e regulamentos, como também por convenções culturais, que conduz a relação existente entre as administrações das organizações e os acionistas ou outros grupos nos quais as administrações precisam prestar contas.

Em 1999 foram divulgados os Princípios de Governança Corporativa pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), compreendendo a garantia da

criação das condições necessárias para o enquadramento eficaz da governança corporativa, direitos dos acionistas, o papel das partes interessadas na governança corporativa, divulgação, transparência e as responsabilidades do conselho de administração (OCDE, 2015). Nota-se que um dos aspectos importantes da governança corporativa que é ressaltado nos princípios da OCDE é a transparência das informações, no qual informações transparentes reduz a assimetria informacional e pode levar à suposta distribuição justa (SALEHI; MORADI; PAIYDARMANESH, 2017).

Ainda de acordo com os princípios da OCDE (1999), a governança corporativa são os procedimentos e processos segundo os quais uma organização é gerenciada e estruturada. Neste mesmo sentido, Chantachaimongkol e Chen (2018) advogam que a governança corporativa são as estratégias ou técnicas que uma organização utiliza para organizar as estruturas de gestão, definir os direitos e responsabilidades dos executivos, controlar os procedimentos para a tomada de decisão; aprimorar a justiça, prestação de contas, responsabilidade e transparência de uma empresa; e atrair o investimento de longo prazo dos investidores estrangeiros.

Segundo Agyei-Mensah (2016), a governança corporativa pode ser apresentada como os mecanismos ou princípios que estão voltados para o processo de governar as tomadas de decisões nas entidades, e assim, a governança corporativa pode ser compreendida como um conjunto de regras que tendem minimizar os problemas de agência (CARVALHO, 2002). O problema de agência surge justamente quando o bem-estar de uma parte na qual é denominada principal depende das tomadas de decisões por outra que é a denominada agente, sendo mesmo que o agente precisa decidir de forma que beneficie o principal, em várias ocasiões acontecem casos em que os interesses dos dois geram conflitos, onde acontece meios para conduta oportunista por parte do agente (CARVALHO, 2002).

Nessa ótica, Cunha e Rodrigues (2018) corroboram ao enfatizarem que a definição de governança corporativa surge relacionada à perspectiva do problema de agência, que ocorre quando têm conflitos de interesses entre gestores, acionistas, credores e trabalhadores de uma organização, acarretados através da separação existente entre a propriedade e o controle.

A governança corporativa compreende um conjunto de funções de cúpula organizacional, onde pode-se citar as formas estratégicas para as tomadas de decisões, responsabilidade e relacionamento com os usuários externos que sejam relevantes, divulgação de informações para esses usuários, notícias de possíveis riscos à sobrevivência e longevidade da entidade, fiscalização relacionada ao cumprimento da missão e dos objetivos organizacionais, e também o estabelecimento tanto de padrões designados a ética como a de

políticas de governança corporativa, isto é, codificação de práticas de governança (BRANDÃO; BERNARDES, 2005; BIDABAD; AMIROSTOVAR; SHERAFATI, 2017).

Conforme é enfatizado por Yamamoto e Prado (2003), a governança corporativa é muito essencial tanto para a credibilidade, como também para o crescimento econômico das organizações e dos países. As falhas de gestão, levando em consideração o estado mais elevado da palavra, podem acarretar grandes prejuízos aos acionistas e de certa forma contribuir para que possíveis riscos aconteçam frente do mercado de capitais, afetando assim, de maneira imprevisível a economia.

Levando em consideração a governança corporativa, todos os problemas que são apresentados possuem a mesma relevância, e a escassa transparência de organizações de capital aberto pode contribuir para que aconteça possível afastamento de investidores minoritários e inviabilizar o mercado de ações, onde pode-se associar que a governança corporativa aborda as estruturas e processos para a gestão e controle das entidades (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JUNIOR, 2008).

Na concepção de Agyei-Mensah (2016) a governança corporativa está relacionada com a maneira que as empresas são governadas, podendo ser apresentado como o sistema pelo qual as organizações são dirigidas e controladas no interesse dos acionistas e também de outras partes interessadas, onde uma empresa precisa ser governada visando sempre no melhor interesse de suas partes interessadas e, de forma particular, de seus acionistas (AGYEI-MENSAH, 2016).

Para Borges *et al.* (2016) os mecanismos de boas práticas de governança corporativa não podiam ser considerados fundamentais se todas as ocorrências futuras pudessem ser previstas. No entanto, a prática da boa governança contribui diretamente para que aconteça o melhor desenvolvimento possível de gestão estratégica da organização, tomando como base os conceitos de eficácia, eficiência e efetividade, sendo tratado com o objetivo tanto de aumentar o valor da entidade na sociedade e melhorar seu acesso ao capital, como também de contribuir de forma direta para sua perenidade (SILVA, 2010; CARMONA; FUENTES; RUIZ, 2016).

De acordo como foi abordado por Pereira e Quelhas (2005), as boas práticas da governança não precisam ser implementadas apenas em nível estratégico das empresas, mas também necessitam partir do nível estratégico e serem distribuídos para outros níveis, como pode-se citar o tático ou gerencial, e o nível operacional, de uma maneira que possa evitar lacunas entre os mesmos.

O aumento da consciência das boas práticas de governança corporativa é de fundamental importância para as organizações. Possuindo um regime de governança corporativa eficiente e

eficaz, tem a probabilidade de existir pouca ou até mesmo nenhuma dúvida de que as autoridades corporativas serão capazes de tomar decisões que atenderão aos interesses de todos os usuários que manifestar interesse, oferecendo também uma estrutura de probidade, responsabilidade, transparência, prestação de contas, freios e contrapesos (AGYEMANG; ABOAGYE; AHALI, 2013).

Ainda de acordo com os autores supracitados, possuir o bom regime de governança corporativa pode conter o dano que decorre das deficiências corporativas e traçar questões relacionadas diretamente com a liderança empresarial insatisfatória e o desempenho insatisfatório da organização, e assim fornecendo uma estrutura para avaliar organizações corporativas, que além disso, é a base para as diretrizes de governança corporativa para organizações corporativas.

Embora a boa governança corporativa não possa impedir o fracasso da empresa ou até mesmo que ela atinja seus objetivos, a mesma pode ser visualizada como uma grande ajuda, e entidades bem administradas possuem a tendência de atingir seus objetivos de uma maneira menos arriscada, e como resultado, faz parte da estratégia de diminuição de riscos atrelados a grandes empresas (AGYEI-MENSAH, 2016). Sempre que uma organização entra em colapso de forma inesperada, existe uma dúvida de que o sistema de controle interno não foi eficaz, e geralmente parece ter acontecido risco inadequado da gestão em geral (AGYEI-MENSAH, 2016).

Segundo Luca *et al.* (2010), a adoção de boas práticas de governança corporativa colabora para que aconteça possíveis reduções de custos de capital, de forma que agregue valor às sociedades, ao proporcionar mecanismos que sejam mais efetivos para consolidar negócios competitivos, e também elevando o grau de confiança entre os acionistas e os potenciais investidores. Mesmo que as práticas de governança corporativa não criem de forma exclusiva riqueza e nem sejam cobertas totalmente de segurança para os investimentos no mercado de capitais, a adesão a essas práticas já indica uma postura das companhias em relação a valores como transparência, conformidade com a regulação, integridade das informações e adoção de modelos confiáveis de gestão (LUCA *et al.*, 2010).

2.4.2 A Governança Corporativa no Brasil

Segundo Carvalho (2002, p. 25), “o estado da governança corporativa no Brasil pode ser mais bem compreendido à luz do modelo de desenvolvimento do mercado acionário, que data do início dos anos 1970. Até então o mercado acionário era bastante desregulado”.

Ressalta-se nesse período a importância do mercado de capitais para o país, onde foram criadas a Lei 6.385/76 e a Lei 6.404/76.

A Lei 6.385/76 dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, onde cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), aponta as atividades que precisam ser disciplinadas e fiscalizadas por esta Lei e também determina sobre os valores mobiliários que são sujeitos ao regime desta Lei. A Lei 6.404/76 chamada de Lei das Sociedades Anônimas, dispõe sobre as Sociedades por Ações, como também aborda suas características e a natureza da entidade ou sociedade anônima, na qual enfatiza que a companhia terá o capital dividido em ações, e ao que se referir a responsabilidade dos acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou obtidas.

De acordo com Araujo, Pureza e Silva (2015, p. 30) “a Lei nº 6.404/76 foi criada num período em que era necessário que a contabilidade regulamentasse uma posição a ser seguida”, tendo em vista que o Brasil naquele período sofria influências pela contabilidade europeia e norte-americana. Nesse sentido, “fazia-se indispensável, então, alguma norma que orientasse os profissionais da área sobre o que deveria ser feito diante da contabilidade que se mostrava dividida” (ARAÚJO; PUREZA; SILVA, 2015, p. 30).

Em novembro de 1995 foi fundado o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), tendo como objetivo de melhorar a governança corporativa no Brasil, sendo a primeira organização da América Latina focada exclusivamente na discussão sobre o tema. Em 1999 o IBGC lançou o primeiro código das melhores práticas de governança corporativa do país, tratando sobre temas como o relacionamento entre controladores e minoritários e diretrizes para o funcionamento do conselho de administração.

Pereira e Quelhas (2005) enfatiza que a elaboração do código com recomendações de boas práticas de governança corporativa pelo IBGC, ganha muita força sendo impulsionados pelo cenário da globalização, estabilidade econômica no país, bem como as dificuldades de acesso a recursos a um custo competitivo, somado às questões internas a organizações, tais como sucessão e privatização.

Conforme o IBGC (2015, p. 20), “governança corporativa é o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, conselho de administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas”. Nesta circunstância, as boas práticas de governança corporativa de acordo com o IBGC (2015, p. 20), transformam os “princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor

econômico de longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum”.

O IBGC (2015) ainda apresenta os seus princípios de governança corporativa, sendo eles: **transparência**, pelas informações divulgadas que são do interesse de *stakeholders*; **equidade**, que está relacionado com o tratamento justo e uniforme de todos os sócios e *stakeholders*; **accountability**, pois agentes de governança precisam prestar conta de sua atuação, admitindo as devidas consequências de seus atos; e, **responsabilidade corporativa**, em que precisa manter o zelo pela viabilidade econômico-financeira das companhias, reduzindo externalidades negativas dos negócios.

Levando em consideração à crescente demanda por melhores padrões de governança das organizações no Brasil, no ano de 2000, no âmbito da bolsa de valores de São Paulo (BOVESPA), foram criados os níveis diferenciados de Governança Corporativa, Nível 1 e Nível 2 e o Novo Mercado. “A adesão a um dos três níveis de governança é voluntária e a exigência quanto a quantidade e qualidade das informações divulgadas é maior do que as exigências para aquelas empresas do segmento tradicional. O segmento com maiores exigências é o Novo Mercado” (BORGES *et al.*, 2016, p. 874).

Esses níveis se fundamentam em princípios de governança corporativa diferenciados, em que, vão além das obrigações contidas na Lei das Sociedades por Ações, com a finalidade de possuir uma maior transparência e melhorar a avaliação das organizações que decidir aderir voluntariamente aos respectivos níveis de governança corporativa (BRASIL BOLSA BALCÃO, 2022). No Quadro 1 são apresentados algumas das características que diferenciam os segmentos de listagem da Brasil Bolsa Balcão.

Quadro 1 - Segmentos de Governança Corporativa

	Bovespa Mais Nível 2	Novo Mercado	Nível 2	Nível 1
Capital Social	Ações ON e PN	Somente ações ON	Ações ON e PN (com direitos adicionais)	Ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (<i>free float</i>)	25% a partir do 7º ano de listagem	25% ou 15%, caso o ADTV (<i>average daily trading volume</i>) seja superior a R\$ 25 milhões	25%	25%
Composição do conselho de administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), dos quais, pelo menos, 2 ou 20% (o que for maior) devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos

Obrigação do Conselho de Administração	Não há regra específica	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo, incluindo alternativas à aceitação da OPA disponíveis no mercado)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo)	Não há regra específica
Demonstrações financeiras	Conforme legislação	Conforme legislação	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários	Regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado Código de conduta (com conteúdo mínimo) Políticas de (i) remuneração; (ii) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (iii) gerenciamento de riscos; (iv) transação com partes relacionadas; e (v) negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração Divulgação (i) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou (ii) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta

Fonte: Brasil Bolsa Balcão (2022).

Percebe-se que o Novo Mercado é caracterizado por ser um segmento de listagem que se destina à negociação de ações emitidas por entidades que se comprometem, de modo voluntário, em aderir as práticas de governança corporativa adicionais às previstas na legislação. Já as companhias Nível 1 se comprometem com melhorias na divulgação de informações perante ao mercado e também a dispersão acionária. E para companhia Nível 2, além de ter que cumprir com as obrigações do Nível 1, a organização e seus controladores precisam adotar um maior conjunto de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários (VILELA, 2005).

A implementação das práticas de governança corporativa não é uma tarefa fácil e ainda se torna mais complicada no Brasil, tendo em vista que existe a predominância do controle familiar, a reduzida pulverização do capital em bolsa e também a fato de ter poucos acionistas com direito a voto, e sendo dessa forma, essas características tendem a partir para um ambiente adverso à governança corporativa, abrangendo espaço para que aconteça desequilíbrio entre interesses de acionistas controladores e minoritários (AZEVEDO, 2000).

Na concepção de Borges e Serrão (2005), no que se refere ao controle das empresas no Brasil, iniciou-se uma fase relacionada ao desenvolvimento, na qual o controle começa a deixar de ser familiar e estatal, passando a ser compartilhado, significando que quem está voltado ao controle não precisa permanecer na gestão, ocorrendo de fato a separação entre a gestão e o controle do capital.

Ainda de acordo com os autores supracitados, devido a chegada de capitais internacionais, existe um maior intercâmbio de culturas nas quais chegam ao Brasil práticas de gestão obedientes à governança corporativa, onde investidores estrangeiros que já estão acostumados com tais práticas, não deixam de lado a existência da governança já construídas em seus países de origem.

Vilela (2005) argumenta que como em qualquer outro país do mundo, a governança corporativa no Brasil possui influências tanto um grande conjunto de forças internas como também externas, nas quais interferem nos princípios e valores, bem como nos modelos praticados. O autor supracitado ainda enfatiza que, tomando como regra geral, organizações que têm forte liderança e também capacidade financeira para ultrapassar períodos atribulados na economia têm sido bem-sucedidas e definem o modelo predominante de governança corporativa no Brasil.

No Brasil, os proponentes do mercado de capitais entendem que um dos principais fatores para que se possa ter um mercado tanto saudável, como também bem-sucedido, é por meio da introdução e o apoio as medidas rígidas para as práticas de governança corporativa (FERREIRA; SILVA; SILVA, 2006). Os mecanismos da governança corporativa têm como foco a maximização da segurança, e conseqüentemente possibilitar o monitoramento das práticas nas tomadas de decisões dos gestores tendo em vista os interesses dos investidores (LIMA, 2018).

2.4.3 Relação entre Governança Corporativa e *Disclosure* de Informações

Como o princípio do *disclosure* de informações geralmente desempenha um papel essencial na proteção dos direitos e da riqueza dos investidores, na maioria das vezes tem sido associado ao conceito de governança corporativa (CHANTACHAIMONGKOL; CHEN, 2018). Desse modo, Agyei-Mensah, (2016) destaca que um fator essencial da governança corporativa está relacionado com as formas que as organizações cumprem as regras e princípios, de modo que, para Kaen (2003), o valor real de um negócio corporativo refere-se justamente o que os provedores de capital ou investidores disponibilizarão para o negócio corporativo tendo como base seus retornos antecipados para seus proprietários. Em todos os países, as empresas são obrigadas a atuar em torno de sistemas de governança corporativa constituídos por estatuto ou por organizações profissionais.

Segundo Camargos e Barbosa (2003, p. 192), a governança corporativa está relacionada com “à divisão do poder entre os diferentes *stakeholders*, à monitoração das atividades e objetivos da administração pelo conselho de administração, às auditorias independentes e aos conselhos fiscais, para preservar a ética e a transparência nas atividades da empresa”. Corroborando, Rogers, Ribeiro e Sousa (2005) enfatiza que o desenvolvimento do mercado de capitais depende principalmente das boas práticas de governança corporativa que são praticadas pelas organizações, na esperança de que a adoção de um sistema de governança eficiente e eficaz aumenta a liquidez, o volume de negociação e também a valorização das ações, visando na redução da exposição das empresas a fatores macroeconômicos.

A avaliação apropriada do desempenho e do valor de uma empresa depende diretamente de uma divulgação clara, tempestiva e acessível de informações acerca tanto de sua estratégia e políticas, bem como das atividades realizadas e resultados, pois apresentar um nível alto de transparência das informações sobre a entidade coopera positivamente para a reputação da própria empresa e dos administradores (IBGC, 2015). Assim, a divulgação corporativa pode afetar a qualidade da governança corporativa como uma maneira de aguçar a lucidez e a prestação de contas dos negócios, tendo em vista que é benéfico promover uma melhor governança e aumentar a eficiência operacional (ALBERTI-ALHTAYBAT; HUTAIBAT; ALHTAYBAT, 2012).

Relacionadas às variações no grau de práticas de divulgação corporativa entre as companhias, algumas indagações são feitas para descobrir por que nem todas as empresas cumprem todos as condições do *disclosure* ou por que algumas delas divulgam mais informações do que as outras. Dessa forma, estudos apontam que existem múltiplos fatores de

governança envolvidos na decisão de divulgar ou ocultar informações, de maneira mais específica se são altamente sensíveis e confidenciais para usuários internos (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006; QU; LEUNG, 2006; GALANI; ALEXANDRIDIS; STAVROPOULOS, 2011). A pesquisa de Mandzila e Zéghal (2016) destaca que a extensão do *disclosure* corporativo é incitada pelas características de governança corporativa de uma empresa, abrangendo o tamanho do conselho, independência do conselho, dualidade do CEO e estrutura de propriedade.

Hermalin e Weisbach (2012) argumentam que a divulgação, assim como outras maneiras relacionadas a governança corporativa, deve ser visualizado com duas vertentes, pois da perspectiva do aumento das informações evidenciadas a respeito da organização, tanto melhora a capacidade dos acionistas como de conselhos em monitorar seus gerentes.

Nessa ótica, Garcia *et al.* (2007) enfatizam que o grande desafio de uma organização é a informação, tendo em vista que a mesma contribui diretamente para a tomada de decisão dos gestores, pois muitas vezes, um sistema apropriado para tomada de decisão que seja tempestivo, requer, além da vital identificação da necessidade de um bem, a disposição de diversos recursos, como por exemplo, humanos, físicos, temporais, financeiros, dentre outros. Assim, na visão de Antonelli *et al.* (2014), torna-se importante utilizar a governança corporativa com uma garantia para a empresa, ressaltando que um de seus objetivos é proporcionar maior segurança para os investidores, incentivando em investir na companhia por possuir boas práticas de governança corporativa.

2.5 DESENVOLVIMENTO DAS HIPÓTESES E MAPEAMENTO TEÓRICO

Para Shleifer e Vishny (1997), a governança corporativa pode ser compreendida como um conjunto de técnicas que são utilizadas como uma maneira de assegurar que os provedores de capital fiquem protegidos no que se refere ao retorno dos seus investimentos, bem como garantir o controle dos gerentes para que seja possível impedir expropriação e projetos impróprios que não maximizem os financiadores de capital. Wang *et al.* (2016) enfatiza que a estrutura de governança corporativa sempre apresentou impacto relacionado a orientação, aos valores e ao comportamento dos gestores.

Levando em consideração a proteção dos investidores, La Porta *et al.* (2000) advoga que a governança vai além do controle dos gerentes, no qual apresenta que a mesma é tida como mecanismo em que os investidores externos se protegem contra possíveis práticas de oportunismos, além de acionistas controladores que, possivelmente, podem ter acesso a mais

informações do que os minoritários. Desse modo, a eficácia da estrutura de governança é positivamente associada ao *disclosure* de informações, visando principalmente a redução de assimetria informacional e possíveis problemas de agência (CARMONA; FUENTES; RUIZ, 2016; SERRA; LEMOS; MATINS, 2022).

2.5.1 Tamanho do Conselho

De acordo com Sari e Wardhani (2018, p. 5221), “o conselho de administração é um dos elementos mais importantes no mecanismo de governança corporativa para monitorar a eficácia e o bom funcionamento da empresa”. Os autores supracitados ainda advogam que o conselho de administração é responsável por estabelecer e implementar sistemas de controle interno, confiabilidade e transparência relacionados aos relatórios financeiros, bem como precisa lidar com a habilidade dos diretores em tomar decisões de negócios importantes. Na concepção de Kiliç e Kuzey (2018), por causa do papel de monitoramento dos conselhos de administração, as entidades com conselhos eficazes podem afetar diretamente as decisões de gestão para melhorar o *disclosure* de informações e, conseqüentemente, as características de um conselho podem impactar significativamente o *disclosure* da empresa.

O tamanho do conselho, em certa medida, representa a capacidade que os diretores possuem de participar das principais tomadas de decisões de negócios e monitorar a gestão, pois um conselho maior apresenta mais membros capacitados e experientes em diversos campos profissionais (LENG; DING, 2011). O tamanho do conselho tende a melhorar a qualidade da divulgação (LENG; DING, 2011; AGYEI-MENSAH, 2016).

Amran, Lee e Devi (2014) afirmaram que o tamanho do conselho se configura como um dos principais determinantes da eficácia do conselho. Na literatura explorada tem-se encontrado uma associação positiva entre o tamanho do conselho e a divulgação de informações voluntárias de empresas do Quênia (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006) e da Malásia (AKHTARUDDIN *et al.*, 2009). As pesquisas de Wang e Hussainey (2013) e QU *et al.* (2015) também encontraram evidências de um efeito positivo significativo entre o tamanho do conselho e a divulgação de informações prospectiva em empresas do Reino Unido e Chinesas respectivamente, e de informações de controle interno nas empresas da Indonésia (SARI; WARDHANI, 2018). Assim, formula-se a primeira hipótese do estudo:

H1 – Existe uma relação positiva e significativa entre o tamanho do conselho e o nível de divulgação de informações das empresas listadas no IBrX-100.

2.5.2 Independência do Conselho

No que se refere a independência do conselho, torna-se uma variável interessante porque reflete o papel dos administradores não executivos (WANG; HUSSAINEY, 2013). Os administradores não executivos atuam como um mecanismo de controle, pois exercem uma função de monitoramento independente (AGYEI-MENSAH, 2016). Para Fahad e Rahman (2020), o poder de controle e comando do conselho administrativo irá depender de sua composição, em que “os conselhos são considerados mais independentes quando são dominados por conselheiros externos não executivos” (IBRAHIM; HABBASH; HUSSAINEY, 2019, p 95).

As teorias recomendam que um conselho altamente independente melhora primordialmente a estrutura de governança corporativa, o que ajuda a descobrir possíveis soluções para os problemas da agência, proteger os interesses das partes interessadas e garantir que conselho tenha uma prática cada vez mais eficaz (CHEN; ROBERTS, 2010).

Conforme a teoria da agência, os conselhos independentes poderiam resolver os problemas de agência e de assimetria de informação através de um maior *disclosure* (ELZAHAR; HUSSAINEY, 2012), enquanto os diretores executivos ou também conhecidos com dependentes, possuem incentivos insuficientes no que se refere a qualquer tipo de *disclosure* (ABRAHAM; COX, 2007). Tomando como base a Teoria dos *Stakeholders*, a presença de diretores independentes nos conselhos torna-se um mecanismo de governança corporativa fundamental para que se possa atender às necessidades das diversas partes interessadas, em especialmente a necessidade de maior divulgação (NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013).

Estudos anteriores encontraram uma relação positiva significativa entre a independência do conselho e a maior divulgação de informações de controles internos de empresas chinesas (SUN; YANG; BIN, 2012) e empresas de Gana (AGYEI-MENSAH, 2016) e de informações financeiras da Taiwan (LIU; VALENTI; CHEN, 2016) e das 40 maiores empresas que operam na França (ALI; ABDELFFETTAH, 2019). Os estudos de Lemos (2011) e Cunha e Rodrigues (2018) também encontraram evidências de uma associação positiva entre a independência do conselho e o nível de divulgação sobre instrumentos derivativos e estrutura de governança, em empresas portuguesas listados na bolsa de valores, respectivamente. Diante desse contexto, é formulada a segunda hipótese da pesquisa:

H2 - Existe uma relação positiva e significativa entre a independência do conselho e o nível de divulgação de informações das empresas listadas no IBrX-100.

2.5.3 Dualidade de Funções do CEO

A dualidade de funções do *Chief Executive Officer* (CEO), acontece quando, ao mesmo tempo, a mesma pessoa atua como presidente do conselho de administração e CEO da empresa (WANG; HUSSAINEY, 2013; IBRAHIM; HABBASH; HUSSAINEY, 2019). Segundo Ntim, Lindop e Thomas (2013), o presidente possui a responsabilidade do controle e gestão do conselho, enquanto o CEO é responsável pela gestão do dia-a-dia da empresa. No entanto, as empresas que apresentam a dualidade de funções do CEO são consideradas mais dominadas gerencialmente (BEN ALI, 2008), pois esse indivíduo está mais alinhado com a gestão do que com os acionistas (ALI; ABDELFEITTAH, 2019).

Tomando como base a Teoria da Agência, a principal desvantagem da dualidade de funções é que ela pode levar uma pessoa a ter domínio sobre o conselho, levando a diminuir o controle efetivo do conselho de administração (JENSEN; MECKLING, 1976; FAMA; JENSEN, 1983; WHITTINGTON, 1993; IBRAHIM; HABBASH; HUSSAINEY, 2019). Para Wang e Hussainey (2013), o domínio pessoal sobre o conselho ainda pode tolerar que o CEO se envolva em comportamento oportunista, tornando-se com que os conselhos que têm o CEO atuando como presidente exibam capacidades de monitoramento com maior fragilidade. Nesse sentido, Gul e Leung (2004), Chantachaimongkol e Chen (2018) e Cunha e Rodrigues (2018) corroboram ao ressaltarem que a dualidade de funções do CEO provavelmente reduzirá o nível de divulgação.

Barako, Hancock e Izan (2006) enfatizam que a Teoria da Agência sustenta o argumento de separação das funções de presidente do conselho e CEO, pois a devida separação pode aumentar a responsabilidade e a independência do conselho, e conseqüentemente afetar positivamente a qualidade da divulgação (AL-JANADI; RAHMAN; OMAR, 2013). Do mesmo modo, a Teoria dos *Stakeholders* aconselha também que a separação das referidas funções afeta positivamente o desempenho corporativo e a quantidade e qualidade do *disclosure* (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006; NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013).

De acordo com o IBGC (2015), no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa (CMPGC), é sugerida a segregação das funções, tendo como finalidade de impedir a concentração de poder pelo diretor-presidente, bem como de não afetar a obrigação do conselho de administração de supervisionar o CEO. Para Liu (2015), quanto mais

independentes os membros do conselho forem do CEO, para fins de monitoramento e controle efetivos, os diretores do conselho exigirão maiores extensões de divulgação.

Pesquisas nos contextos italiano e britânico possuem evidências de uma relação negativa da dualidade de funções do CEO com a divulgação voluntária de informações gerais ou prospectivas (ALLEGRINI; GRECO, 2013; WANG; HUSSAINEY, 2013). No contexto português, Rodrigues, Tejedo-Romero e Craig (2017) e Cunha e Rodrigues (2018) também encontram uma relação idêntica. Além disso, Chantachaimongkol e Chen (2018) apontam que a dualidade do CEO tem uma associação negativa na extensão da divulgação corporativa em Cingapura, Al-Janadi, Rahman e Omar (2013) também encontram esse mesmo efeito em empresas da Arábia Saudita. Dessa maneira, elenca-se a terceira hipótese da pesquisa:

H3 - Existe uma relação negativa e significativa entre a dualidade de funções do CEO e o nível de divulgação de informações das empresas listadas no IBrX-100.

2.5.4 Diversidade de Gênero do Conselho

O aumento da diversidade de gênero nos conselhos pode apresentar mais perspectivas e opiniões para as discussões do conselho, levando o conselho a tomar decisões que atendam aos interesses do investidor (BEAR; RAHMAN; POST, 2010; RODRIGUES; TEJEDO-ROMERO; CRAIG, 2017), como por exemplo, mulheres têm a tendência de ser mais aversas ao risco (LEAL, 2022). Nessa constância, empresas que possuem maior quantidade de funcionárias do sexo feminino exibem menores custos de agência (VELTE, 2016; AIN *et al.*, 2020), se dedicam a mais atividades sociais e beneficentes (WILLIAMS, 2003) e possuem maior vantagem competitiva ao melhorar a imagem da empresa entre os grupos de *stakeholders* (CARTER; SIMKINS; SIMPSON, 2003).

Chantachaimongkol e Chen (2018) argumentam que o número de mulheres no conselho de administração é um dos fatores fundamentais para induzir o nível de *disclosure*. Yang, Liu e Zhou (2016) insistem que a extensão da divulgação de empresas listadas no Reino Unido possui uma associação positiva significativa com a diversidade de gênero no conselho de administração, em que a representação feminina pode potencialmente melhorar a qualidade da divulgação corporativa.

Nesse âmbito, estudos descobriram empiricamente que a participação de mulheres no conselho melhora a extensão da divulgação de responsabilidade social corporativa das empresas mais admiradas do mundo em 2009 com base na Revista Fortune (BEAR; RAHMAN; POST,

2010), das empresas paquistanesas (JAVAID LONE; ALI; KHAN, 2016) e de empresas alemãs e austríacas listadas no *Prime Standard* da Bolsa de Valores de Frankfurt e Viena (VELTE, 2016). Nalikka (2009), em um estudo com empresas listadas na Bolsa de Valores de Helsinque, encontrou uma associação estatisticamente significativa de que a participação feminina no conselho é uma das características que influenciam o nível da divulgação voluntária nos relatórios anuais. Nessa perspectiva, cria-se a quarta hipótese da pesquisa:

H4 - Existe uma relação positiva e significativa entre a diversidade de gênero e o nível de divulgação de informações das empresas listadas no IBrX-100.

2.5.5 Investidores Institucionais

De acordo com Sari e Wardhani (2018), os investidores institucionais são vistos como importantes para as empresas no que se refere aos mecanismos de governança corporativa, pois tendo em vista que as ações tendem a ser grandes, esses investidores possuem motivação para monitorar o comportamento da administração. Solomon, Solomon e Park (2002) corroboram ao enfatizarem que os investidores institucionais exercem um papel fundamental no alinhamento dos interesses da administração com os dos acionistas.

Os mercados financeiros acreditam que os investidores institucionais são os principais fornecedores de recursos (WANG; HUSSAINEY, 2013). Na visão de Ibrahim, Habbash e Hussainey (2019), a literatura aponta dois impactos conflitantes dos investidores institucionais referente ao *disclosure*. O primeiro está relacionado com a visão passiva sem intervenção ao assumir que os investidores institucionais são passivos e os investidores de curto prazo se preocupam exclusivamente com seus próprios interesses (AL-FAYOUMI; ABUZAYED; ALEXANDER, 2010), implicando que sua existência pode não influenciar os níveis de *disclosures* (IBRAHIM; HABBASH; HUSSAINEY, 2019). Por outro lado, a visão de monitoramento eficiente admite que os investidores institucionais são sofisticados e possuem experiência e recursos que admitem diretamente o monitoramento eficaz nas tomadas de decisões dos gestores, incluindo decisões relacionadas ao *disclosure* (AL-FAYOUMI; ABUZAYED; ALEXANDER, 2010).

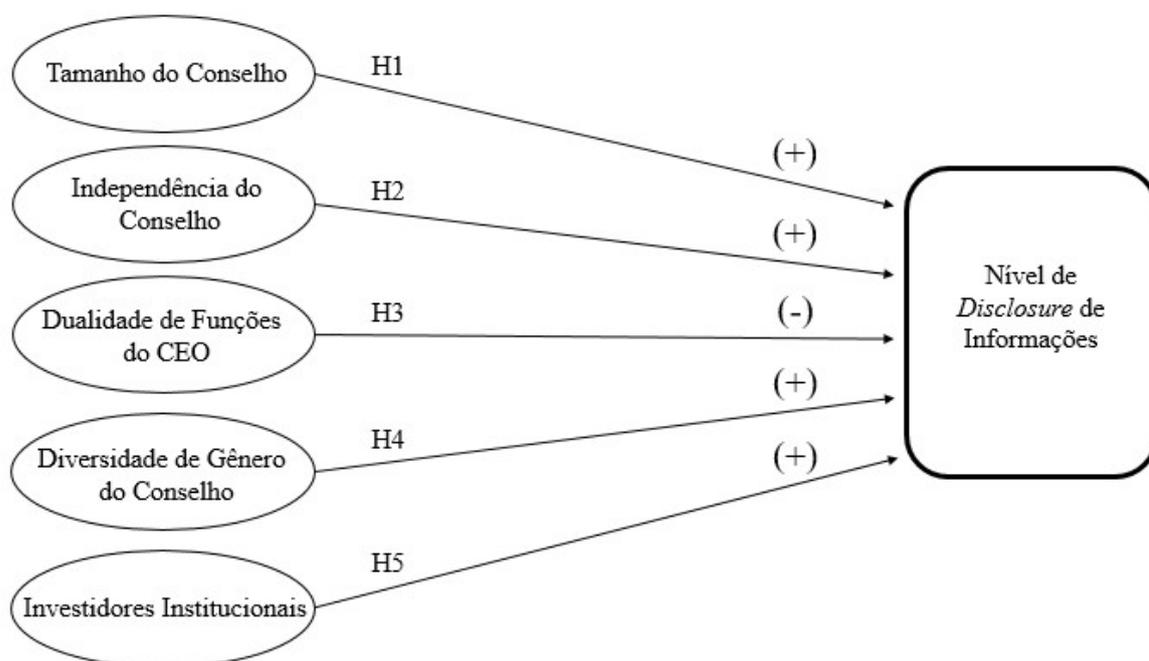
Conforme a Teoria da Agência, os acionistas institucionais possuem incentivos suficientes para monitorar de próximo as práticas de divulgação (NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013). Sendo assim, os administradores podem divulgar de maneira voluntária informações para atender às expectativas dos grandes acionistas (ROUF; AL-HARUN, 2011). Bushee e Noe

(2000) constataram que existe uma relação positiva significativa entre participações institucionais e práticas de divulgação corporativa, conforme medido pela *Association for Investment Management and Research* (AIMR). Da mesma forma, estudos encontram evidências significativas e positivas entre o percentual de propriedade por investidores institucionais e a divulgação voluntária por empresas quenianas (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006; BARAKO, 2007) e por empresas de Bangladesh (ROUF; AL-HARUN, 2011). Dessa forma, formula-se a quinta hipótese do estudo:

H5 - Existe uma relação positiva e significativa entre a maior quantidade de investidores institucionais e o nível de divulgação de informações das empresas listadas no IBrX-100.

A seguir é apresentado o modelo teórico da pesquisa evidenciando conforme a Figura 2 a relação esperada das práticas de governança corporativa com o nível de *disclosure* de informações, de acordo com a literatura explorada e discutida na pesquisa.

Figura 2 - Modelo teórico da pesquisa



Fonte: Elaboração própria.

2.5.6 Outros fatores relacionados

Outros fatores também são evidenciados como determinantes do nível de divulgação de informações em estudos anteriores. Kiliç e Kuzey (2018) indagam que o tamanho da empresa

é uma das variáveis vastamente usada para compreender a extensão dos *disclosures* da empresa. As organizações de maiores portes encaram um nível mais elevado no que se refere a custos de agência relacionados à assimetria de informações de alto nível quando comparado com pequenas organizações (CELIK; ECER; KARABACAK, 2006). Nesse sentido, Aljifri e Hussainey (2007) corroboram ao enfatizarem que as empresas maiores possuem mais recursos para enfrentar o custo de divulgação de informações em comparação com as menores.

Grandes empresas podem suportar melhor os custos relacionados ao *disclosure*, tendo em vista sua visibilidade perante ao mercado para atrair um maior volume de capital a custos mais baixos, em que essas empresas de forma geral possuem acionistas múltiplos e institucionais que exigem divulgação, e estão mais propícias ao escrutínio político e social da transparência (ARCHAMBAUT; ARCHAMBAUT, 2003).

Para Frías-Aceituno, Rodríguez-Ariza e García-Sánchez (2013), as entidades maiores utilizam o mercado de capitais de maneira mais ampla do que as menores, no qual esse aspecto aumenta a importância de associar as informações evidenciadas para interagir com as diversas partes interessadas. Estudos atestam uma relação significativa e positiva entre o tamanho da empresa e o nível de divulgação de informações (CELIK; ECER; KARABACAK, 2006; ALJIFRI E HUSSAINEY, 2007; HUAFANG; JIANGUO, 2007; LIU, 2015; KILIÇ; KUZHEY, 2018).

Outros estudos relacionam que empresas mais rentáveis podem destinar mais recursos à divulgação de informações para que suas operações se tornem conhecidas do público (GARCIA-SÁNCHEZ; RODRÍGUEZ-ARIZA; FRÍAS-ACEITUNO, 2013). A teoria da sinalização também assegura que as entidades possuem uma tendência a um maior *disclosure* de informações quando têm uma boa rentabilidade, tendo em vista que o *disclosure* de informações é uma maneira estratégica de envio de sinais positivos para o mercado de capitais (QU *et al.*, 2015).

De acordo com Agyei-Mensah (2016), quanto maior a rentabilidade de uma empresa, mais motivos terá para divulgar. Pesquisas apontam uma relação positiva e significativa entre a rentabilidade e o nível de divulgação de informações (XIAOWEN, 2012; LIU, 2015; QU *et al.*, 2015).

A literatura também evidencia que empresas altamente alavancadas possuem custos de monitoramento mais altos, sendo que para reduzir tais custos essas empresas precisam divulgar mais informações para satisfazer as necessidades de seus credores (UYAR; KILIC, 2012; WANG; HUSSAINEY, 2013; AGYEI-MENSAH, 2016).

Para Palmer (2008), diversas empresas que estão endividadas sofrem pressão pelos credores para que possam aumentar o nível de divulgação e o monitoramento. Alsaeed (2006) corrobora ao argumentar que as empresas que possuem maior endividamento em sua estrutura de capital estão sujeitas a custos de agência mais elevados. Estudos empíricos também relatam uma associação positiva e significativa entre a alavancagem e a divulgação de informações (ALJIFRI E HUSSAINEY, 2007; O’SULLIVAN; PERCY; STEWART, 2008; WANG; HUSSAINEY, 2013).

Na mesma linha, Ashbaugh e Warfield (2003) argumentam que as auditorias externas exercem um papel intenso de governança corporativa e são essenciais no apoio a relatórios financeiros transparentes. Palmer (2008) e Agyei-Mensah (2016) têm a concepção de que as grandes empresas de auditoria possuem um nível maior de preocupação relacionado ao *disclosure*. Corroborando com isso, Ahmed e Karim (2005) descobriram que as empresas auditadas pelas *Big Four* (Deloitte, PricewaterhouseCoopers, Ernest & Young e a KPMG) cumprem mais com os requisitos de relatórios do que as outras.

De modo geral, acredita-se que as *Big Four* possuem mais clientes, são mais fortes e mais independentes, na qual exigem mais rigor no *disclosure* de informações das empresas listadas no mercado de capitais. Portanto, se as empresas listadas são auditadas por alguma das quatro grandes firmas de contabilidade, o *disclosure* de informações se torna mais confiável e preciso, e que essas empresas estão dispostas a divulgar informações de controle interno (XIAOWEN, 2012). Dessa maneira, Ibrahim, Habbash e Hussainey (2019) acreditam que quando uma empresa contrata um grande auditor, torna-se um sinal de boa intenção da administração. Estudos encontraram efeito positivo significativo entre o tipo de empresa de auditoria e a divulgação de informações (AHMAD; HASSAN; MOHAMMAD, 2003; PALMER, 2008; AL-SHAMMARI, 2014).

Em decorrência da relevância explanada pela literatura sobre cada um desses fatores e como os mesmos não são relacionados como instrumentos de governança corporativa, eles vão ser tratados nesta dissertação como variáveis de controle.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Nesta seção apresenta o delineamento metodológico necessário para atender os objetivos propostos do estudo. Os procedimentos aqui abordados contemplam: identificação da tipologia da pesquisa, universo estudado, as variáveis operacionalizadas, bem como a forma de obtenção, tratamento e análise dos dados coletados.

3.1 TIPOLOGIA

A presente pesquisa é classificada como exploratória e descritiva em relação aos objetivos delineados. De acordo com Köche (2011), a pesquisa exploratória tem a finalidade de proporcionar maior proximidade com o problema de pesquisa, ou seja, é uma forma de encontrar mais evidências que possam estar relacionadas ao tema pesquisado.

Cervo, Bervian e Silva (2007) corroboram ao enfatizarem que a pesquisa exploratória é praticamente o passo inicial no processo de pesquisa pela experiência, mas existem restrições na busca de informações referente ao assunto estudado, no qual tem por finalidade familiarizar-se com o fenômeno ou buscar uma nova percepção dele e descobrir novas ideias. Nesta pesquisa, explora-se as relações entre o *disclosure* de informações e as variáveis de governança corporativa.

No que se refere a pesquisa descritiva, Michel (2015) entende que é aquela que tem a intenção de analisar, com maior precisão possível, os fatos ou fenômenos no que se refere a sua natureza e características, onde se procura registrar, observar e analisar as relações, conexões e interferências. Prodanov e Freitas (2013) possuem a concepção que a pesquisa descritiva busca registrar e descrever os fatos que são observados sem interferir neles, no qual irá descrever as características de uma população estudada ou fenômeno ou o estabelecimento de relações existentes entre variáveis.

Segundo Köche (2011), a pesquisa descritiva tem como principal objetivo avaliar as relações entre as variáveis de um determinado fenômeno à medida que as mesmas se manifestam em relação aos fatos e situações abordadas. Dessa forma, o pesquisador descreve os fatos observados sem manipulação das variáveis. No estudo são descritas as variáveis de governança corporativa e de controle, bem como o nível de *disclosure* de informações das empresas listadas no IBrX-100.

Concernente ao problema de pesquisa e também a natureza dos dados, utiliza-se a abordagem quantitativa, que de acordo com Creswell (2010), a pesquisa quantitativa está

relacionada diretamente com a utilização da estatística, onde os resultados são apresentados em números e o objeto de estudo pode ser quantificado.

Prodanov e Freitas (2013) ainda enfatizam que pela natureza e a forma de se trabalhar os dados, a pesquisa quantitativa precisa utilizar procedimentos estatísticos para que sua realização possa acontecer. Com isso, ao estabelecer uma pesquisa com esse tipo de abordagem, se torna essencial estabelecer relações entre as variáveis para que os resultados possam se tornarem precisos.

A pesquisa em questão também se classifica como documental, no qual Wazlawick (2014) explana que a pesquisa documental versa em analisar documentos ou dados que ainda não foram sistematizados e nem publicados, ou seja, a pesquisa documental procura descobrir informações e padrões através de documentos ainda não tratados sistematicamente.

De acordo com Gil (2019), a pesquisa documental assemelha-se com à pesquisa bibliográfica. O autor enfatiza que a diferença entre ambas está relacionada com a natureza das fontes, em que a pesquisa bibliográfica se utiliza basicamente das contribuições dos mais variados autores sobre determinado assunto, a pesquisa documental vale-se de materiais que ainda não passaram por um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa.

3.2 ESCOPO, POPULAÇÃO E AMOSTRA

O escopo de uma pesquisa está relacionado com à delimitação do que se pretende pesquisar. Para realização de uma pesquisa, o pesquisador precisa delimitar o assunto e a sua extensão, como também criar parâmetros para que as informações enfatizadas não fiquem soltas, permitindo ao leitor entender o estudo, sua forma e a finalidade da construção de parâmetros para o andamento do estudo (VERGARA, 2016). Marconi e Lakatos (2017) corroboram ao enfatizarem que uma pesquisa pode ser delimitada em relação a uma série de fatores, como por exemplo, meios humanos, econômicos e também a definição de prazos.

Para Soares (2003), a delimitação de uma pesquisa deve apresentar as particularidades referente ao que se pretende investigar, no qual serão enfatizados dentro de uma temática, permitindo dessa forma, direcionar o andamento da pesquisa. Nesse sentido, a delimitação do presente estudo parte da temática *disclosure* de informações, abordando o nível de divulgação das empresas estudadas e relacionando-os com fatores de governança corporativa.

Já em relação a população da pesquisa, torna-se importante apresentar que o mesmo pode ser compreendido como possíveis elementos distintos, mas que possui algum nível de

semelhança no que se refere a características definidas para a execução de um determinado estudo (BEUREN, 2004). Nessa mesma linha de pensamento, Vergara (2016) argumenta que o universo ou população amostral é um conjunto de elementos que apresentam características em comum selecionadas para um estudo.

A população definida para ser alvo deste estudo é composta por todas as empresas listadas na Brasil Bolsa Balcão [B]³ que compõe o IBrX-100 na data base de 17 de janeiro de 2022, considerando o horizonte temporal de 2016 a 2020. A motivação de estudar as empresas participantes do IBrX-100 se deu pelo fato dessas companhias apresentarem os ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações brasileiro, sendo assim, possuindo uma maior possibilidade de atrair a atenção dos investidores. Percebe-se ainda que as empresas selecionadas compõem aquelas que possuem maior relevância no mercado de capitais brasileiro (ANGONESE; SANTOS; LAVARDA, 2011), como também têm um grau de importância econômica para o país (SOUZA *et al.*, 2016).

Para a composição da amostra toma-se como ponto de partida as 100 empresas que compunham o IBrX-100. Ademais, excluíram-se 21 empresas com dados faltantes, omitidos ou incompletos, necessários para a consecução da pesquisa e outras 18 empresas do segmento financeiro, tendo em vista isolar os efeitos de suas características operacionais (como normas tributárias e o padrão de regulação contábil de acordo com o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional - COSIF) em relação as demais empresas que compõe a amostra (ILOWSKI *et al.*, 2022). Desta forma, a amostra final foi composta por 61 empresas, conforme Quadro 2.

Quadro 2 - Relação de Empresas da Amostra

Setor	Quantidade	Empresas	Observações	Percentual (%)
Bens Industriais	5	Weg; Embraer; CCR; Rumo; Santos BRP.	25	8,20
Comunicações	2	Telef Brasil; Tim.	10	3,28
Consumo Cíclico	14	Lojas Americanas; Lojas Marisa; Lojas Renner; Magazine Luiza; Alpargatas; Viavarejo; Eztec; MRV; CVC Brasil; Cogná ON; Localiza; Locamerica; Movidá; Yduqs Participações.	70	22,95
Consumo Não Cíclico	8	BRF; JBS; Marfrig; Minerva; Ambev; Grupo Natura; Pão de Açúcar; SLC Agrícola.	40	13,11
Materiais Básicos	9	Dexco; Klabin; Suzano; Vale; Braskem; Gerdau; Metalúrgica Gerdau; Siderúrgica Nacional; Usiminas.	45	14,75
Petróleo, Gás e Biocombustíveis	4	Cosan; Petrobrás; Petrorio; Ultrapar.	20	6,56
Saúde	4	Hypera; Raio Drogasil; Fleury; Qualicorp.	20	6,56
Tecnologia da Informação	2	Positivo Tec; Totvs.	10	3,28
Utilidade Pública	13	Sabesp; Cemig; Cesp; Copel; CPFL Energia; Eletrobrás; Energias BR; Energisa; Eneva; Engie Brasil; Equatorial; Light; Taesa.	65	21,31
Total	61	61	305	100,00

Fonte: Elaboração própria.

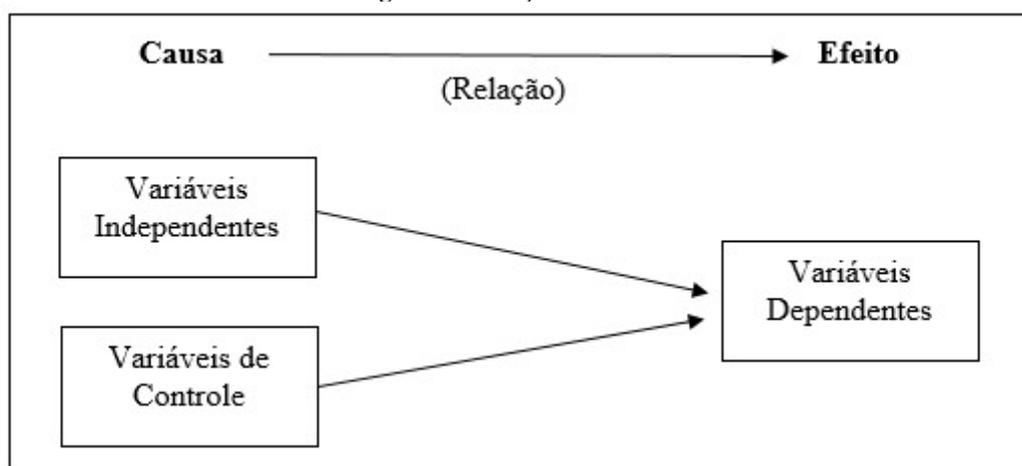
3.3 VARIÁVEIS DA PESQUISA

As variáveis podem estar relacionadas a um aspecto ou dimensão de um fenômeno que em determinado momento do estudo podem assumir valores diversos (FACHIN, 2006). Gressler (2004, p. 119) define que “variáveis são valores, fatos ou fenômenos que, numa hipótese, são considerados em sua dimensão de inter-relação causal, de modo que um ou mais deles são determinados como causa e outros como efeitos”.

Köche (2011) tem a concepção de que é por meio da escolha das variáveis da pesquisa que se pode inferir sobre os aspectos, propriedades, características individuais ou fatores, na qual podem mensurar por meio dos diferentes valores que assumem em um objeto de pesquisa. No entanto, “uma variável pode ser considerada uma classificação ou medida; uma quantidade que varia; um conceito, constructo ou conceito operacional que contém ou apresenta valores; aspectos, propriedade ou fator, discernível em um objeto de estudo e passível de mensuração” (MARCONI; LAKATOS, 2011, p. 175).

Dependendo do tipo de relação que expressa, a variável pode ser classificada em dependente, independente e de controle. Segundo Köche (2011), a variável dependente é aquele fator associado a um efeito, resultado, consequência ou até mesmo uma resposta de algo que foi estimulado, tendo em vista que não é manipulada, mas é o efeito observado como resultado da manipulação da variável independente. Assim, a variável independente é aquela que é fator determinante para que aconteça um determinado resultado, sendo a condição ou a causa para um determinado efeito ou consequência, onde é manipulada pelo investigador, para entender a influência que pode exercer sobre um possível resultado. Já a variável de controle é aquele fator ou propriedade que poderia afetar a variável dependente, no entanto é neutralizado ou anulado, por meio de sua manipulação deliberada, para que não interfira na relação entre a variável independente e a dependente (KÖCHE, 2011). A Figura 3 apresenta a relação entre as variáveis.

Figura 3 - Relações entre as variáveis



Fonte: Adaptada de Köche (2011).

Pode perceber na Figura 3 a relação de causa e efeito entre as variáveis. Sendo as variáveis independentes e de controle pertencentes a coluna causa, e as variáveis dependentes na coluna efeito.

A variável dependente do estudo é o Índice de *Disclosure* de Informações (IDI) das empresas estudadas. Segundo Leng e Ding (2011), o *disclosure* de informações é um indicador abstrato que não pode ser medido diretamente, no qual precisa que seja criado critérios de avaliação para medi-lo. Nesse sentido, para mensuração do índice foi feito inicialmente o uso da técnica de análise de conteúdo, em que a informação é quantificada com base no conteúdo contido nos relatórios anuais divulgados pelas empresas da amostra final referente os exercícios financeiros de 2016 a 2020. A análise de conteúdo é uma técnica de pesquisa em que se torna

possível descrever o *disclosure* de informações de uma maneira objetiva e quantitativa (LENG; DING, 2011).

Para a realização da análise de conteúdo foi realizado uma categorização que tomou como base um *checklist* conforme apresentado no Quadro 3, para apontar se determinado item foi divulgado ou não pelas empresas estudadas.

Quadro 3 - *Checklist* dos itens a serem analisados se foram divulgados pelas empresas

Nº	Itens	Fonte	Termos/Palavras-chave
01	A empresa divulga os riscos aos quais está exposta.	Formulário de Referência (FR); Notas Explicativas.	Risco; Gerenciamento de risco; Gestão de risco; Exposta a riscos.
02	A empresa divulga as oportunidades de crescimento.	Formulário de Referência; Relatório da Administração; Notas Explicativas.	Oportunidade; Crescimento; Oportunidades de crescimento.
03	A empresa divulga a lucratividade esperada.	Formulário de Referência. Relatório da Administração; Notas Explicativas.	Lucratividade esperada; Lucro esperado; Lucro projetado; Projeção.
04	A empresa divulga informações sobre pesquisa e desenvolvimento.	Formulário de Referência. Relatório da Administração; Notas Explicativas.	Pesquisa; Desenvolvimento; Pesquisa e desenvolvimento.
05	A empresa divulga os defeitos ou itens anormais no controle interno.	Formulário de Referência.	Defeito; anormal; anormais; Práticas de gestão; Controle interno; Controles internos; Deficiência.
06	A empresa divulga o seu relacionamento com a auditoria independente.	Relatório da Administração; Formulário de Referência.	Relacionamento; Auditoria independente; Auditores independentes.
07	A empresa divulga informações sobre o seu valor de mercado.	Relatório da Administração; Notas Explicativas.	Valor de mercado; Preço de mercado; Mercado.
08	A empresa divulga informações sobre o preço ou valorização das ações por tipo.	Formulário de Referência; Notas Explicativas.	Ações; Ações em circulação; Ações ordinárias; Ações preferenciais. Preço das ações.
09	A empresa divulga informações sobre os indicadores de liquidez (liquidez seca, liquidez corrente).	Formulário de Referência; Notas Explicativas.	Liquidez seca; Liquidez corrente; Liquidez.
10	A empresa divulga informações sobre os planos de propaganda e publicidade.	Formulário de Referência; Relatório da Administração; Notas Explicativas.	Propaganda; Publicidade.
11	A empresa divulga informações sobre a estratégia corporativa.	Relatório da Administração; Formulário de Referência; Notas Explicativas.	Estratégia.
12	A empresa divulga informações sobre mudanças no lucro operacional.	Relatório da Administração; Notas Explicativas.	Mudança; Lucro operacional; Alteração; Resultado operacional; Operacional.

Fonte: Adaptado de Leng e Ding (2011) e Kiliç e Kuzey (2018).

A métrica do IDI é apresentada pelo nível de *disclosure* de cada empresa em cada ano analisado, representado pela Equação 1:

$$IDI = \frac{\sum_1^m d}{n} \quad (1)$$

Em que:

d = uma *dummy*, que assume 1 (se a empresa divulgou o item); 0 (caso contrário).

m = número de itens divulgados.

n = número máximo de itens de divulgação possíveis ($n = 12$).

As variáveis independentes e de controle do estudo foram elaboradas em conformidade com a literatura e estão expostas no Quadro 4.

Quadro 4 - Descrição das variáveis independentes e de controle

Classificação das variáveis	Variável	Operacionalização	Fonte dos dados	Referência
Variáveis independentes	Tamanho do Conselho (TAMC)	Número total de membros efetivos do conselho de administração *presidente do conselho considerado membro efetivo	FR (item 12.5/6)	AGYEI-MENSAH, 2016; ALI; ABDELFETTAH, 2019; CRISÓSTOMO; BRANDÃO; LÓPEZ-ITURRIAGA, 2020
	Independência do Conselho (INDEC)	Razão dos membros do conselho não executivo em relação ao número total de membros efetivos do conselho	FR (item 12.5/6)	AGYEI-MENSAH, 2016; ALI; ABDELFETTAH, 2019; IBRAHIM; HABBASH; HUSSAINEY, 2019
	Dualidade de Funções do CEO (CEO)	<i>Dummy</i> : “1” caso o diretor presidente também ocupe a cadeira de presidente do conselho e, caso contrário, “0”	FR (item 12.5/6)	LIU, 2015; ADITHIPYANGKUL; LEUNG, 2019; FAHAD; RAHMAN, 2020
	Diversidade de Gênero (DIGE)	Proporção de membros efetivos do conselho de administração que são mulheres	FR (item 12.5/6)	CARMONA; FUENTES; RUIZ, 2016; FAHAD; RAHMAN, 2020
	Investidores Institucionais (INVINS)	Logaritmo Natural (LN) do número total de Investidores Institucionais	FR (item 15.3)	IBRAHIM; HABBASH; HUSSAINEY, 2019
Variáveis de controle	Tamanho da Empresa (TAME)	Tamanho da empresa aproximado pelo LN ativo total	Economática®	KILIÇ; KUZEY, 2018; ALI; ABDELFETTAH, 2019
	Rentabilidade (REN)	Relação do lucro antes dos juros e impostos com o ativo total	Economática®	XIAOWEN, 2012; KILIÇ; KUZEY, 2018
	Alavancagem (ALV)	Relação entre o passivo total e o ativo total	Economática®	TSURUTA, 2017; KILIÇ; KUZEY, 2018
	<i>Big Four</i> (BIG4)	<i>Dummy</i> : “1” se a empresa é auditada por Big Four; caso contrário, “0”	<i>Website</i> da [B] ³	CARMONA; FUENTES; RUIZ, 2016; IBRAHIM; HABBASH; HUSSAINEY, 2019

Fonte: Elaboração própria.

Portanto, com a finalidade de relacionar como as variáveis que instrumentalizaram o estudo foram coletadas, apresenta-se a seguir o tópico da metodologia que irá tratar sobre a coleta de dados desta pesquisa.

3.4 COLETA DE DADOS

A coleta de dados é uma etapa essencial para o desenvolvimento de uma pesquisa, pois a mesma tem que fornecer informações confiáveis e precisas (GRESSLER, 2004). As informações são coletadas para serem sistematicamente analisadas na etapa seguinte (GERHARDT; SILVEIRA, 2009).

De acordo com Köche (2011) a coleta de dados é designada como a etapa da pesquisa na qual se aplica os instrumentos já elaborados e as técnicas escolhidas, com a finalidade de obter os dados previstos. Desse modo, é nessa fase que precisa ser informado qual a forma que pretende coletar os dados para que se possa responder o problema de pesquisa (VERGARA, 2016).

Segundo Prodanov e Freitas (2013) os dados de uma pesquisa, referem-se a todas as informações das quais o pesquisador pode utilizar nas diferentes etapas do estudo. Ainda de acordo com os autores supracitados, existem dados já disponíveis, acessíveis mediante pesquisa bibliográfica ou documental, que são chamados de dados secundários por se tratarem de “dados de segunda-mão”. Vale ressaltar que essa expressão não tem caráter pejorativo, apenas indica que são dados disponíveis e que não foram coletados especificamente para a realização de uma pesquisa (PRODANOV; FREITAS, 2013).

Para a consecução da presente pesquisa, utilizou-se da análise de conteúdo como instrumento de coleta de dados para mensuração do IDI. Segundo Bardin (2016), a análise de conteúdo tem como objetivo analisar o que foi dito ou divulgado em meio a uma investigação, intencionando a construção e apresentação de concepções em torno de um objeto de estudo, em que a análise do material coletado precisa seguir um processo frente a três fases, sendo: (1) pré-análise; (2) exploração do material; e (3) tratamento dos resultados. Complementarmente, Walliman (2015) enfatiza que a análise de conteúdo é uma maneira quantitativa de análise, consistindo em examinar o que pode ser considerado texto de qualquer tipo, sendo que a maioria das vezes, mas não necessariamente, a análise é feita por meio de fontes secundárias.

Nesta pesquisa, seguindo as fases definidas por Bardin (2016), a pré-análise ocorreu por meio da organização e leitura de alguns dos Formulários de Referências, Relatórios da Administração e Notas Explicativas, divulgados nos anos de 2016 a 2020 pelas empresas

participantes deste estudo. Na segunda fase que é a exploração do material, buscou-se mais detalhes, em que foi realizado a codificação e definição das fontes de exame para cada item analisado, de acordo como já apresentado o *checklist* do Quadro 3. Para Bardin (2016), a repetição de palavras e/ou termos pode ser visualizado com uma estratégia adotada no processo de codificação para que possam serem criadas as unidades de registro e, posteriormente, categorias de análise iniciais. Assim sendo, esta parte da análise buscou coletar os dados para formulação do Índice de Divulgação de Informações de cada empresa em cada ano estudado, em que foi utilizado como auxílio o *software* Atlas.ti®.

Referente a fase 3, tratamento dos dados, ressalta-se que os dados foram mapeados em planilhas no *software* Microsoft Excel, seguindo os padrões da fase 2. Posteriormente, estes dados foram tratados tendo como objetivo analisar a relação do *disclosure* de informações com a governança corporativa, por meio da análise estatística de dados, de acordo como apresentado no tópico seguinte.

Quanto aos dados relativos as variáveis independentes e de controle, foram coletados com o auxílio do *software* Economática®, *websites* da [B]³ e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), no qual buscou-se informações financeiras (tamanho da empresa; rentabilidade; alavancagem) das demonstrações contábeis, como também dos Formulários de Referência (FR) das empresas para as variáveis independentes.

Dessa forma, a coleta dos dados sobre as informações financeiras foi realizada por meio das informações do *software* Economática®, enquanto os FR foram obtidos no *website* da [B]³ e, quando não encontrados, foi procedida a busca no *website* da CVM. Vale ressaltar ainda que, a variável de controle *big four* e os relatórios da administração e notas explicativas que foram utilizados na análise de conteúdo foram obtidos no *website* da [B]³. Todos os dados coletados foram referentes a informações anuais do período de 2016 a 2020.

3.5 TÉCNICAS PARA TRATAMENTO DOS DADOS

A análise dos dados se refere a organização das ideias de forma sistematizada visando a elaboração de um relatório final. A análise deve ser feita com a finalidade de atender aos objetivos da pesquisa, como também para comparar e confrontar dados e provas com o objetivo de confirmar ou rejeitar a(s) hipótese(s) ou os pressupostos da pesquisa (PRODANOV; FREITAS, 2013).

Ainda de acordo com os autores supracitados, na análise, o pesquisador entra em detalhes mais aprofundados em relação os dados decorrentes do trabalho estatístico, a fim de

conseguir respostas às suas indagações, e também procurar estabelecer as relações necessárias entre os dados obtidos e as hipóteses formuladas no estudo.

A primeira etapa da análise dos dados foi feita por meio da estatística descritiva. Para Akamine e Yamamoto (2009), a estatística descritiva engloba a obtenção dos dados estatísticos, sua organização, sintetização, representação e aquisição de informações que ajudam na descrição do fenômeno observado, bem como compreender melhor o comportamento dos dados. No presente estudo, a estatística descritiva é utilizada por meio de gráfico e tabelas para evidenciar a extensão e as características quantitativas do nível de *disclosure*, como também das variáveis de governança e de controle.

Na segunda etapa da análise dos resultados, recorreu-se a estatística inferencial, com a finalidade de verificar a relação do nível de divulgação com a governança corporativa, o qual fez-se uso do coeficiente de correlação de postos de Spearman e da regressão com dados em painel. Ambas estas técnicas estatísticas foram realizadas por meio do *software* RStudio ao longo dos cinco anos estudados.

De acordo com Anderson *et al.* (2019), o coeficiente de correlação de postos de Spearman é considerada uma medida não paramétrica de correlação de postos adequada tanto para variáveis contínuas, como para variáveis discretas, incluindo variáveis ordinais. Esta correlação pode variar com coeficientes entre -1 e 1, em que quanto mais próximo o coeficiente estiver dos números extremos, maior será a associação entre as variáveis testadas. O uso da correlação de Spearman se deu pelo fato dos dados não seguir uma distribuição normal, dessa forma, contribuindo para fortalecer a análise dos dados.

Já referente a regressão, Gujarati e Porter (2011) enfatiza que a sua análise define um conjunto vasto de técnicas estatísticas usadas com a finalidade de modelar relações entre variáveis e prever o valor de uma ou mais variáveis dependentes a partir de um conjunto de variáveis independentes. De acordo com Malbouisson & Tiryki (2017), o modelo mais conhecido de estimação utilizado nas regressões é o de Mínimos Quadrados Ordinários, no entanto, para os casos em que possuem diversas unidades analisadas em um mesmo período de tempo com mais de uma observação por unidade o modelo mais aconselhado é de regressão com dados de painel. Pindyck e Rubinfeld (2004) enfatizam que na metodologia de análise de dados em painel, uma unidade em corte transversal será analisada ao longo do tempo. Neste estudo foi utilizado um painel balanceado, pois existe observações para todos os sujeitos em análise, ou seja, todas as variáveis do modelo possuem dados no período analisado, no qual aumenta-se o potencial de explicação da equação (GUJARATI; PORTER, 2011).

O modelo da regressão utilizado neste trabalho é representado pela Equação 2:

$$IDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 TAMC_{it} + \beta_2 INDEC_{it} + \beta_3 CEO_{it} + \beta_4 DIGE_{it} + \beta_5 INVINS_{it} + \beta_6 TAME_{it} + \beta_7 REN_{it} + \beta_8 ALV_{it} + \beta_9 BIG4_{it} + \mu_{it} \quad (2)$$

Onde:

IDI_{it} = Índice de Divulgação de Informações da empresa i no ano t .

i = empresa analisada.

t = ano dos dados.

β_0 = constante do modelo.

μ = erro estocástico do modelo.

β_1 a β_9 = são os coeficientes angulares das variáveis independentes e de controle.

TAMC é o tamanho do conselho; INDEC é a independência do conselho; CEO é a dualidade de funções do CEO; DIGE é a diversidade de gênero; INVINS são os investidores institucionais; TAME é o tamanho da empresa; REN é a rentabilidade; ALV é a Alavancagem; e BIG4 é a *big four*.

Conforme Gujarati e Porter (2011), para aceitar a função proposta pelo modelo de regressão alguns pressupostos precisam ser observados, como o de normalidade dos dados que foi verificado por meio do teste de Shapiro-Wilk (SW), multicolinearidade pelo teste de *variance inflation factor* (VIF), heterocedasticidade por meio do teste Breusch-Pagan e autocorrelação pelo teste Breusch-Godfrey. Também foi identificado o melhor modelo em painel entre o feito fixo ou aleatório por meio do teste de Hausman.

4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este tópico da dissertação busca analisar e discutir os resultados do estudo, sendo apresentada, inicialmente, a estatística descritiva das variáveis e, posteriormente, a análise dos resultados da correlação de Spearman e da regressão em painel.

4.1 ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Nesta etapa da estatística descritiva, foi apresentada a análise descritiva para cada variável do estudo, levando em consideração cada ano estudado e também o total do período em questão. Ressalta-se que para cada ano analisado teve 61 observações, com um total de 305 observações. A Tabela 1 apresenta a estatística descritiva da variável dependente do estudo, que é o Índice de *Disclosure* de Informações (IDI).

Tabela 1 – Estatística descritiva da variável dependente IDI

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	0,7691	0,75	0,1047	0,4167	1
2017	0,7787	0,75	0,1019	0,4167	0,9167
2018	0,7787	0,75	0,0961	0,5	0,9167
2019	0,7760	0,75	0,0932	0,5	0,9167
2020	0,7746	0,75	0,0905	0,5	0,9167
Total	0,7754	0,75	0,0969	0,4167	1

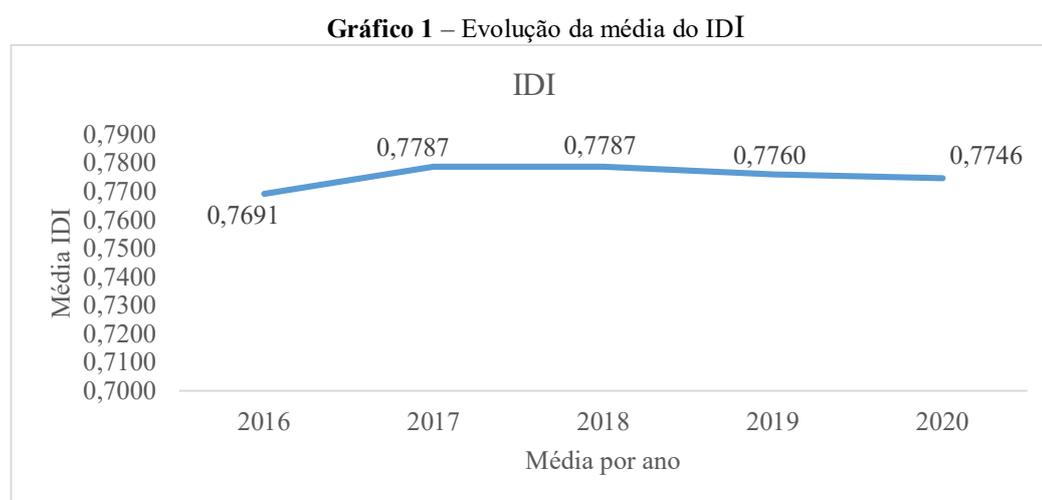
Fonte: Elaboração própria.

Observa-se na Tabela 1 que o IDI variou de 1 a 0,4167, indicando que teve empresa que divulgou todos os itens analisados, enquanto outras empresas divulgaram apenas 41,67% dos mesmos itens. Ressalta-se ainda que apenas no ano de 2016 teve uma empresa com IDI de 100%, todos os demais anos estudados tiveram um índice máximo de 91,67%. Já a variação mínima do IDI foi nos anos de 2016 e 2017 com 41,67%, os outros anos permaneceram com mínimo de 50%. A mediana permaneceu constante durante todos os anos no valor de 0,75, significando que 50% das observações apresentaram um IDI superior a 75%. O desvio padrão total demonstrado de 0,0969 indica baixa variabilidade do IDI.

Dessa forma, verifica-se que o valor médio do IDI sofreu poucas oscilações ao longo do período analisado, tendo alcançado um valor médio total dos anos de 0,7754, com a maior média de 0,7787 nos anos de 2017 e 2018 e a menor média de 0,7691 no ano de 2016. Os valores destas médias são muito próximos das médias do estudo de Cunha e Rodrigo (2018) que foi realizado com empresas portuguesas listadas na *Euronext Lisbon* no período de 2005 a

2011, alcançando um valor de 0,777, no qual os autores enfatizam que com esses valores obtidos indicam que as empresas revelam grande amplitude na divulgação de informações. Os trabalhos de Leng e Ding (2011) realizado na China e Kiliç e Kuzey (2018) que utilizaram a base de dados *Integrated Reporting Examples Database*, também apresentaram valores médios próximos, com 0,6367 e 0,62, respectivamente.

O Gráfico 1 apresenta a evolução do IDI ao longo do período analisado neste estudo, 2016 a 2020.



Fonte: Elaboração própria.

A partir da análise do Gráfico 1, percebe-se que mesmo acontecendo o maior aumento na média do ano de 2016 para 2017, e uma queda nos anos de 2019 e 2020, os valores médios sofreram pequenas oscilações. Essa queda pode estar relacionada a pandemia da covid-19, pois de acordo com Salisu e Vo (2020), as notícias pertinentes à pandemia passaram a afetar diretamente os mercados de capitais ao redor do mundo, sendo precificadas. Esse resultado também pode ir de encontro com o estudo de Heyden e Heyden (2020), no qual enfatizam que a pandemia provocou um efeito negativo sem precedentes em tais mercados.

As próximas tabelas exibem a parte descritiva das variáveis independente abordadas nesta pesquisa. A Tabela 2 apresenta a estatística descritiva da variável independente Tamanho do Conselho (TAMC).

Tabela 2 – Estatística descritiva da variável independente TAMC

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	7,8197	8	2,2023	4	14
2017	7,6721	7	2,2340	3	13
2018	7,7377	7	2,3728	4	15
2019	7,5902	7	2,3265	4	14
2020	7,3279	7	2,3074	3	13
Total	7,6295	7	2,2806	3	15

Fonte: Elaboração própria.

Conforme a Tabela 2, o maior conselho é composto por 15 membros, no qual aconteceu com uma empresa no ano de 2018, enquanto o menor conselho é formado por 3 membros, ocorrendo essa mesma quantidade mínima nos anos de 2017 e 2020. Dessa forma, percebe-se uma variação considerável entre os tamanhos dos conselhos. Estes valores da variação são iguais aos resultados do estudo de Barako, Hancock e Izan (2006) realizado com empresas do Quênia, e são próximos da pesquisa de Kiliç e Kuzey (2018) que apresentam valores mínimo e máximo do tamanho do conselho de 4 e 16 pessoas, respectivamente. Se aproximam também do estudo de Sari e Wardhani (2018) realizado na Indonésia, com valores de 2 e 16. Já o maior conselho do estudo de Wang e Hussainey (2013) no Reino Unido que é composto por 26 membros, apresenta uma discrepância quando comparado com o desta pesquisa, porém o menor conselho já se coincide quando também é formado por 3 membros.

Observa-se ainda na Tabela 2 que a média geral do TAMC das empresas estudadas é de 7,6295, em que se verifica pequenas oscilações entre os anos, tendo a menor média no ano de 2020 com 7,3279 e maior média no ano de 2016 no valor de 7,8197. O valor da média total se aproxima mais com os estudos de Barako, Hancock e Izan (2006) e Wang e Hussainey (2013), que apresentam valores médios de 8,2 e 8,39, respectivamente. Contudo, o valor se distancia dos encontrados nas pesquisas de Sari e Wardhani (2018) e Kiliç e Kuzey (2018), com médias de 4,8219 e 10,64, respectivamente. O desvio padrão total resultou em 2,2806 e a mediana em 7 membros, indicando que 50% das observações apresentam um TAMC superior a 7 membros.

A Tabela 3 evidencia a estatística descritiva da segunda variável independente do estudo que é a Independência do Conselho (INDEC).

Tabela 3 – Estatística descritiva da variável independente INDEC

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	0,9350	1	0,0811	0,6667	1
2017	0,9358	1	0,0956	0,5	1
2018	0,9314	1	0,1050	0,5	1
2019	0,9462	1	0,0856	0,6	1
2020	0,9550	1	0,0746	0,75	1
Total	0,9407	1	0,0889	0,5	1

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados da Tabela 3 demonstram uma variação total da INDEC de 0,5 a 1, significando que têm empresas da amostra tendo todos os seus membros efetivos do conselho como membros não executivos, no qual isso aconteceu em todos os anos estudados. Também contêm empresas que possui apenas 50% do total de seus membros efetivos do conselho como não executivos, acontecendo apenas nos anos de 2017 e 2018. Essa variação total da INDEC se aproxima dos resultados das pesquisas de Agyei-Mensah (2016) em Gana com variação de 0,5 a 0,9333, e de Fahad e Rahman (2020) na Índia variando de 0,3846 a 1. Já os estudos de Ibrahim, Habbash e Hussainey (2019) realizado na Arábia Saudita e Ali e Abdelfettah (2019) na França coincidem com os resultados desta dissertação ao apresentarem empresas que também possuem um conselho 100% independente, em contrapartida, esses estudos exibem companhias com conselhos que não possuem nenhum grau de independência, o que diverge totalmente desta pesquisa.

A média geral da INDEC foi de 0,9407, tendo sua menor média no ano de 2016 com o valor de 0,9350 e maior média no ano de 2020 com 0,9550, indicando que em 2020 as empresas tiveram seus conselhos mais independentes. Esses valores se aproximam mais do trabalho de Fahad e Rahman (2020) ao apresentar um valor médio total de 0,8004. O desvio padrão foi de 0,0889, o que indica pouca variabilidade da variável INDEC. A mediana resultou me 1, significando que a maioria das empresas da amostra possuem um conselho totalmente independente.

A seguir é apresentado por meio da Tabela 4 a estatística descritiva da variável independente Dualidade de Funções do CEO (CEO).

Tabela 4 – Estatística descritiva da variável independente CEO

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	0,0328	0	0,1796	0	1
2017	0,0328	0	0,1796	0	1
2018	0,0328	0	0,1796	0	1
2019	0,0164	0	0,1280	0	1
2020	0,0164	0	0,1280	0	1
Total	0,0262	0	0,1601	0	1

Fonte: Elaboração própria.

Por meio da Tabela 4, percebe-se que existem empresas da amostra estudada que tem o diretor presidente tanto ocupando a cadeira de presidente do conselho, como também não ocupando. Esse resultado vai de encontro com os estudos de Ntim, Lindop e Thomas (2013) realizado na África do Sul, Wang e Hussainey (2013) no Reino Unido, Chantachaimongkol e Chen (2018) em Cingapura, Ibrahim, Habbash e Hussainey (2019) na Arábia Saudita e Ali e Abdelfettah (2019) na França.

A média permaneceu a mesma nos anos de 2016 a 2018 com o valor de 0,0328, tendo uma queda para o valor de 0,0164 ambos para os anos de 2019 e 2020, totalizando um valor médio de 0,0262. Esse resultado médio total indica que 97,38% das empresas estudadas nos cinco anos tem o diretor presidente como não ocupante da cadeira de presidente do conselho, no qual dos estudos supracitados o que mais se assemelha com este resultado é o de Chantachaimongkol e Chen (2018), apresentado um valor de 86,4% das empresas que não possui esta dualidade de funções.

A Tabela 5 apresenta a estatística descritiva da variável independente Diversidade de Gênero (DIGE).

Tabela 5 – Estatística descritiva da variável independente DIGE

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	0,0848	0,0769	0,1033	0	0,4286
2017	0,0888	0,0769	0,1089	0	0,4286
2018	0,1036	0,1	0,1166	0	0,5
2019	0,1114	0,125	0,1065	0	0,4286
2020	0,1309	0,125	0,1269	0	0,6
Total	0,1039	0,1	0,1132	0	0,6

Fonte: Elaboração própria.

Em consonância com os resultados da Tabela 5, a DIGE apresentou uma variação de 0 a 0,6, valendo destacar que em todos os anos estudados têm empresas que não possui nenhuma mulher fazendo parte de seu conselho de administração. A maior proporção de mulheres

participantes do conselho, aconteceu com apenas uma empresa no ano de 2020 com o percentual de 60%, observando-se então que nenhuma companhia participante da amostra deste estudo apresenta um conselho totalmente formado por mulheres. Os estudos de Javaid Lone, Ali e Khan (2016) realizado no Paquistão e Chantachaimongkol e Chen (2018) em Cingapura corroboram com esses resultados ao também não encontrar empresa que tenha seu conselho formado apenas por mulheres, e por apresentar companhias que também não possui nenhuma mulher pertencente ao conselho de administração.

A DIGE teve um valor médio total de 0,1039, tendo a menor média no ano de 2016 com 0,0848, e a maior em 2020 no valor de 0,1309. Vale destacar que a média foi crescente em todos os anos analisados. Essa ascensão pode ser explicada pela a importância que a mulher vem demonstrando para a sociedade na atualidade, como sua força, inteligência e independência. Mesmo a média total da DIGE das empresas brasileiras participantes da amostra ser considerada baixa com o percentual de 10,39%, se torna superior aos valores médios encontrados nos estudos de Javaid Lone, Ali e Khan (2016) e Chantachaimongkol e Chen (2018), que apresentaram valores de 4% e 7,7%, respectivamente. O desvio padrão geral foi de 0,1132, o que significa uma variação considerável dos resultados. A mediana apresentou o valor de 0,1, indicando que 50% das empresas analisadas possuem o seu conselho de administração formado pelo menos com mais de 10% de participação feminina.

Em seguida é apresentado por meio da Tabela 6, a estatística descritiva da última variável independente Investidores Institucionais (INVINS).

Tabela 6 – Estatística descritiva da variável independente INVINS

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	2,4640	2,7701	0,8454	0	3,6227
2017	2,4641	2,7846	0,8289	0	3,6036
2018	2,5236	2,7388	0,7235	0	3,5462
2019	2,5234	2,7067	0,7457	0	3,5723
2020	2,5419	2,8751	0,8634	0	3,5113
Total	2,5034	2,7597	0,7987	0	3,6227

Fonte: Elaboração própria.

Percebe-se por meio da Tabela 6 que em todos os anos têm empresas dentro da amostra estudada que não tem nenhum investidor institucional, enquanto que no ano de 2016 possui uma empresa que apresentou a maior quantidade de investidores institucionais com o valor máximo de 3,6227. O estudo de Ibrahim, Habbash e Hussainey (2019) realizado na Arábia Saudita corrobora com esse resultado ao apresentar empresas que também não possui nenhum investidor institucional. A média total da variável INVINS resultou em 2,5034, com mínima de

2,4640 no ano de 2016 e máxima de 2,5419 no ano de 2020. A mediana foi de 2,7597 e desvio padrão no valor de 0,7987, significando alta variabilidade nos resultados da variável.

Após ter apresentado a estatística descritiva das variáveis dependente e independentes do estudo, a seguir será apresentado a análise descritiva das variáveis de controle, de modo a destacar os principais resultados. A Tabela 7 apresenta a estatística descritiva da variável de controle Tamanho da Empresa (TAME).

Tabela 7 – Estatística descritiva da variável de controle TAME

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	16,5050	16,4779	1,3264	13,8947	20,5063
2017	16,5988	16,6771	1,2846	14,0401	20,5388
2018	16,7145	16,8627	1,2689	14,2454	20,5730
2019	16,8934	17,0111	1,1983	14,4810	20,6464
2020	16,9970	17,2151	1,0916	14,8539	19,9854
Total	16,7417	16,8078	1,2420	13,8947	20,6464

Fonte: Elaboração própria.

Por meio da Tabela 7 verifica-se uma variação da variável TAME que é mensurada pelo ativo total (em logaritmo) entre 13,8947 e 20,6464, com desvio padrão de 1,2420, inferindo-se alta variabilidade dos resultados, como já é de se esperar, por se tratar de total de ativos de diferentes empresas e anos. A média total foi de 16,7417, tendo o menor valor médio no ano de 2016 e o maior no ano de 2020, apresentando ainda uma média crescente em todos os anos analisados. A mediana geral ficou em 16,8078, significando que 50% das empresas estudadas possui um valor do ativo total superior a 16,8078.

Em seguida é evidenciado pela Tabela 8 a estatística descritiva da variável de controle Rentabilidade (REN).

Tabela 8 – Estatística descritiva da variável de controle REN

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	0,0835	0,0787	0,0546	0,0035	0,2394
2017	0,0832	0,0806	0,0462	0,0106	0,1891
2018	0,0878	0,0883	0,0488	0,0009	0,1882
2019	0,0815	0,0728	0,0452	0,0008	0,2435
2020	0,0706	0,0689	0,0737	-0,2753	0,2265
Total	0,0813	0,0787	0,0547	-0,2753	0,2435

Fonte: Elaboração própria.

A Tabela 8 apresenta uma variação da REN entre -0,2753 e 0,2435, em que o menor índice ocorreu com uma empresa no ano de 2020, e o maior índice foi com outra companhia no ano de 2019. O valor médio total foi de 0,0813, que quando comparado com o valor máximo

da REN de 0,2435, tem-se uma diferença considerável. O desvio padrão foi de 0,0547 e a mediana de 0,0787, indicando que metade das empresas possuem uma rentabilidade superior a este último valor.

Os resultados da Tabela 9 estão relacionados com a estatística descritiva da variável de controle Alavancagem (ALV).

Tabela 9 – Estatística descritiva da variável de controle ALV

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	2,7823	1,7736	3,5870	0,0840	22,3255
2017	2,5922	1,4882	6,4866	0,0364	51,6662
2018	5,1245	1,8008	17,9457	0,0252	135,4344
2019	4,6682	1,7670	16,5254	0,0756	128,5625
2020	4,8503	1,9472	14,4916	-3,9711	99,3411
Total	4,0035	1,7895	13,0743	-3,9711	135,4344

Fonte: Elaboração própria.

Com base na Tabela 9 verifica-se que a variável REN teve seu menor índice com o valor de -3,9711, o qual aconteceu com uma empresa no ano de 2020. Chama atenção o valor máximo da rentabilidade que foi de 135,4344 no ano de 2018. Dessa forma, averigua-se uma discrepância muito alta entre a REN das empresas estudadas. A média geral foi de 4,0035, tendo o menor valor médio no ano de 2017 com 2,5922 e maior valor no ano de 2020 de 4,8503. O desvio padrão foi de 13,0743, enquanto a mediana ficou no valor de 1,7895, o que significa que pelo menos 50% das empresas em todo o período estudado possuem um valor total do passivo superior ao valor total do ativo.

A Tabela 10 apresenta a estatística descritiva da última variável de controle do estudo que é a *Big Four* (BIG4).

Tabela 10 – Estatística descritiva da variável de controle BIG4

Ano	Média	Mediana	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
2016	0,9508	1	0,2180	0	1
2017	0,9344	1	0,2496	0	1
2018	0,9344	1	0,2496	0	1
2019	0,9344	1	0,2496	0	1
2020	0,9016	1	0,3003	0	1
Total	0,9311	1	0,2536	0	1

Fonte: Elaboração própria.

Conforme a tabela 10, percebe-se que existem empresas da amostra que são auditadas tanto pelo grupo *big four*, como também por empresas de auditoria que não fazem parte deste grupo. A média permaneceu a mesma nos anos de 2017 a 2019 com o valor de 0,9344, tendo seu

menor valor médio no ano de 2020 no valor de 0,9016 e o maior em 2016 de 0,9508, totalizando em uma média de 0,9311. A mediana permaneceu em 1, indicando que a maioria das empresas estudadas são auditadas pelo grupo *big four*.

4.2 ESTATÍSTICA INFERENCIAL

Nesse tópico serão evidenciadas as relações entre as variáveis já definidas e expostas na metodologia deste estudo. Inicialmente é apresentado a correlação de Spearman para verificar as correlações entre as variáveis estudadas. A posteriori é apresentado os resultados da regressão com dados em painel, com a finalidade de verificar as relações entre a variável Índice de *Disclosure* de Informações (IDI) com as variáveis de governança corporativa, que por sua vez é análise principal pretendida nesse estudo. A Tabela 11 apresenta os resultados da correlação de Spearman para as variáveis dependente, independente e de controle.

Tabela 11 – Correlação de Spearman

	IDI	TAMC	INDEC	CEO	DIGE	INVINS	TAME	REN	ALV	BIG4
IDI	1,0000									
TAMC	0,1530***	1,0000								
INDEC	0,0029	0,0772	1,0000							
CEO	0,0613	-0,0418	-0,2140***	1,0000						
DIGE	0,2070***	0,2550***	0,0630	-0,1101	1,0000					
INVINS	0,1370**	0,3250***	-0,0608	0,0622	0,3120***	1,0000				
TAME	0,3310***	0,4140***	-0,0773	0,1930**	0,1610***	0,4150***	1,0000			
REN	-0,0882	0,0566	0,0792	-0,0461	-0,1053	0,0989	-0,1380**	1,0000		
ALV	-0,0482	-0,0162	0,0003	0,0473	-0,0053	0,0016	0,0855	-0,0210	1,0000	
BIG4	-0,0061	-0,0684	0,1150**	-0,1170**	0,0358	0,0232	-0,0346	-0,0368	-0,1022	1,0000

Notas: IDI é o Índice de *Disclosure* de Informações. TAMC é o tamanho do conselho; INDEC é a independência do conselho; CEO é a dualidade de funções do CEO; DIGE é a diversidade de gênero; INVINS são os investidores institucionais; TAME é o tamanho da empresa; REN é a rentabilidade; ALV é a Alavancagem; e BIG4 é a big four.

Nível de significância: *** 1% ** 5% * 10%

Fonte: Elaboração própria.

Os resultados da Tabela 11 indicam que o TAMC tem uma associação fraca, positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% com o IDI ($c = 0,1530$; $p\text{-valor} < 0,01$), com a DIGE ($c = 0,2550$; $p\text{-valor} < 0,01$), com os INVINS ($c = 0,3250$; $p\text{-valor} < 0,01$) e com o TAME ($c = 0,4140$; $p\text{-valor} < 0,01$). A INDEC tem uma associação fraca, negativa e significativa ao nível de 1% com o CEO ($c = -0,2140$; $p\text{-valor} < 0,01$) e uma associação fraca, porém positiva e significativa ao nível de 5% com a BIG4 ($c = 0,1150$; $p\text{-valor} < 0,05$). A variável CEO ainda tem uma associação fraca, positiva e significativa a nível de 5% com o TAME ($c = 0,1930$; $p\text{-valor} < 0,05$) e negativa com a BIG4 ($c = -0,1170$; $p\text{-valor} < 0,05$). A DIGE tem uma correlação

fraca, positiva e significativa ao nível de 1% com o IDI ($c = 0,2070$; $p\text{-valor} < 0,01$), com os INVINS ($c = 0,3120$; $p\text{-valor} < 0,01$) e com o TAME ($c = 0,1610$; $p\text{-valor} < 0,01$). A variável INVINS mostrou-se uma associação fraca, positiva e significativa ao nível de 5% com o IDI ($c = 0,1370$; $p\text{-valor} < 0,05$) e a 1% com o TAME ($c = 0,4150$; $p\text{-valor} < 0,01$). Ainda a variável TAME tem uma associação fraca, positiva e significativa ao nível de 1% com o IDI ($c = 0,3310$; $p\text{-valor} < 0,01$) e negativa a 5% com a REN ($c = -0,1380$; $p\text{-valor} < 0,05$).

Estes resultados podem ser embasados pelos estudos de Agyei-Mensah (2016) em Gana, Cunha e Rodrigues (2018) em Portugal e Kiliç e Kuzey (2018) que utilizaram a base de dados *Integreiated Reporting Examples Database*, tanto por terem utilizados a correlação de Spearman, como também por terem apresentados resultados de correlação entre variáveis semelhantes ao desta pesquisa.

No tocante à análise do modelo de regressão utilizado neste estudo, Gujarati e Porter (2011) advoga que antes de apresentar os resultados da regressão com dados em painel é necessária a verificação do atendimento de alguns pressupostos para que o modelo (Equação 2) seja aceitável, os quais já foram citados na metodologia e serão verificados na sequência. O primeiro pressuposto analisado foi o de normalidade dos dados, o qual foi avaliado por meio do teste de Shapiro-Wilk ($SW = 0,9850$ e $p\text{-valor} = 0,0028$), tendo como resultado uma não normalidade dos dados, pois o $p\text{-valor}$ foi menor que 0,05 (FIELD, 2009). No entanto, é possível assumir a hipótese de normalidade, tendo em vista o teorema do limite central que assume normalidade para grandes volumes de dados (GUJARATI; PORTER, 2011).

Outro pressuposto analisado foi o da multicolinearidade, testada por meio do *variance inflation factor* (VIF) ou fator de inflação da variância, com a finalidade de garantir que não há multicolinearidade entre as variáveis independentes, pois quando existe multicolinearidade o relacionamento entre as variáveis é tal que os valores previstos são inflados na regressão (KOTHARI, 2015). Os resultados do teste VIF encontram-se na Tabela 12.

Tabela 12 - Fatores de inflação da variância

Variável	VIF
TAMC	1,395477
INDEC	1,108057
CEO	1,086895
DIGE	1,138717
INVINS	1,220023
TAME	1,381883
REN	1,183331
ALV	1,134762
BIG4	1,045266

Fonte: Elaboração própria.

De acordo com Cleff (2014), o cálculo do VIF é realizado por meio de equações auxiliares para cada variável independente, esperando-se que o coeficiente seja o menor possível, tendo em vista que a multicolinearidade está relacionada a correlação entre as variáveis do modelo, nesse sentido, o autor afirma que o limite de aceitabilidade para não existência de multicolinearidade é tendo um valor do VIF mínimo de 1 e não superior a 10. Conforme a Tabela 12, há indicação de não colinearidade, não sendo detectado nenhum problema entre as variáveis.

Para testar se há autocorrelação nos dados, foi rodado o teste de Breusch-Godfrey (BG = 0,0282 e p-valor = 0,8666), o qual propõe identificar se há correlação serial entre os termos do modelo de regressão. Dessa forma, o resultado do teste nos permite inferir a ausência de autocorrelação, ou seja, os resíduos são independentes, pois o p-valor foi maior que 0,05.

O pressuposto da heterocedasticidade, conforme preconiza Field (2009), é o contrário de homocedasticidade, acontecendo quando os resíduos em cada nível das variáveis predictoras têm variâncias diferentes, em que insere de outra maneira, em cada ponto ao longo de qualquer variável predictor, a distribuição dos resíduos é diferente. O referido pressuposto foi analisado pela aplicação do teste Breusch-Pagan (BP = 30,272 e p-valor = 0,0004), indicando que os dados são heterocedásticos, ou seja, os dados não são homocedásticos. No entanto, quando se faz uso da regressão com dados em painel é comum e factível que ocorra presença de heterocedasticidade, no qual foi utilizado erro padrão robusto de White para eliminar estes problemas de heterocedasticidade, resultando em modelos robustos (FÁVERO; BELFIORE, 2017) e deixando maior segurança nas análises, levando em consideração a significância das associações (LEAL, 2022).

Por este estudo abordar dados em painel, foi utilizado o teste Hausman (p-valor = 0,9891) para decidir o melhor entre efeitos fixos ou variáveis. De acordo com Gujarati e Porter

(2011), a hipótese nula do teste de Hausman está voltada para estimadores do modelo de efeito fixo e do modelo de componentes dos erros não diferirem de forma substancial. Concluindo com a rejeição da hipótese nula que o modelo de componentes dos erros não é adequado, pois os efeitos aleatórios estão correlacionados com um ou mais regressores. Sendo assim, como o teste Hausman resultou em um p-valor superior a 0,05, foi utilizado o modelo de efeitos aleatórios, o qual demonstrou mais adequado do que o modelo de efeitos fixos. A Tabela 13 apresenta os resultados da regressão com dados em painel com efeitos aleatórios.

Tabela 13 – Resultados da regressão com dados em painel

Variável	Coefficiente	Erro padrão	Estatística t	p-valor
Constante	0,2315	0,0496	4,6634	0,0000***
TAMC	-0,0010	0,0013	-0,7616	0,4469
INDEC	-0,0003	0,0362	-0,0071	0,9943
CEO	0,0107	0,0318	0,3367	0,7366
DIGE	0,1208	0,0237	5,1054	0,0000***
INVINS	-0,0107	0,0064	-1,6855	0,0930*
TAME	0,0337	0,0030	11,3242	0,0000***
REN	0,0250	0,0614	0,4078	0,6838
ALV	0,0001	0,0006	0,0905	0,9280
BIG4	-0,0012	0,0132	-0,0943	0,9249

Teste F = 0,0000

R² = 0,1943

R² ajustado = 0,1697

Nº de observações = 305

Notas: A variável dependente foi o Índice de Disclosure de Informações (IDI). TAMC é o tamanho do conselho; INDEC é a independência do conselho; CEO é a dualidade de funções do CEO; DIGE é a diversidade de gênero; INVINS são os investidores institucionais; TAME é o tamanho da empresa; REN é a rentabilidade; ALV é a Alavancagem; e BIG4 é a *big four*.

Nível de significância: *** 1% ** 5% * 10%

Fonte: Elaboração própria.

Conforme pode ser visto na Tabela 13, o modelo utilizado neste estudo para verificar a relação do *disclosure* de informações com governança corporativa é significativa, de acordo com o teste F apresentado. O R² deste modelo é de 0,1943, indicando que todo o conjunto de variáveis independentes pode explicar a variação nas práticas de divulgação de informações em torno de 19,43%. Este resultado se aproxima dos trabalhos de Sari e Wardhani (2018) realizado na Indonésia e Chantachaimongkol e Chen (2018) em Cingapura que também utilizaram a regressão com dados em painel, tendo um R² de 0,159 e 0,272, respectivamente.

Os resultados indicam que o tamanho do conselho (TAMC) não tem uma relação significativa com o Índice de *Disclosure* de Informações (IDI), que é a variável dependente do estudo. Portanto, a H1 desta pesquisa é rejeitada. Esse resultado é consistente com o relatado

por Leng e Ding (2011) na China, Elzahar e Hussainey (2012) no Reino Unido, Uyar, Kilic e Nizamettin (2014) na Turquia, Agyei-Mensah (2016) em Gana, Kiliç e Kuzey (2018) que utilizaram a base de dados *Integreiated Reporting Examples Database* e Serra, Lemos e Matins (2022) em Portugal, que documentaram uma relação insignificante entre o tamanho do conselho e as divulgações das empresas. Por outro lado, o resultado insignificante do TAMC com o IDI, diverge dos estudos de Barako, Hancock e Izan (2006) realizado com empresas do Quênia, Akhtaruddin et al. (2009) na Malásia, Wang e Hussainey (2013) no Reino Unido, QU et al. (2015) na China e Sari e Wardhani (2018) na Indonésia, que apresentam uma associação positiva e significativa entre o tamanho do conselho e o *disclosure* de informações. Tal resultado e divergências podem ser explicados pelo fato das empresas listadas no IBrX-100 levar em consideração o que é argumentado por Uyar, Kilic e Nizamettin (2014), de que a eficiência do funcionamento do conselho precisa ser vista como mais importante do que o seu tamanho.

Segundo Chantachaimongkol e Chen (2018), um tamanho pequeno do conselho torna-se mais eficaz para melhorar a qualidade dos processos de tomada de decisão e diminuir os problemas em potenciais. Nessa perspectiva, Said, Zainuddin e Haron (2009) argumentam que conselhos maiores podem reduzir a qualidade do *disclosure*, pois podem não atuar de forma eficiente tendo em vista à falta de comunicação e coordenação.

Em contrapartida, Andres e Vallelado (2008) ressaltam que conselhos maiores podem possuir papel significativo no que diz respeito a limitação do poder discricionário dos gestores. De maneira corroborativa, Kiliç e Kuzey (2018) destacam que as empresas com conselhos maiores podem ser mais tendenciosas a divulgar informações voluntárias aos seus *stakeholders*. No entanto, ainda que a capacidade de monitoramento do conselho cresça proporcionalmente com a maior quantidade de diretores, esse benefício pode ser excedido pelo custo relacionado à comunicação ineficiente e a tomadas de decisões mais fracas, tendo assim, uma alternativa de limitar o tamanho do conselho para que possa melhorar a eficiência (JOHN; SENBET, 1998).

Em relação a independência do conselho (INDEC), verifica-se também uma relação não significativa com o IDI, rejeitando-se a H2 deste estudo. Esse achado está de acordo com os resultados de Leng e Ding (2011) na China, Kiliç e Kuzey (2018), Chantachaimongkol e Chen (2018) em Cingapura, de Ibrahim, Habbash e Hussainey (2019) na Arábia Saudita e Fahad e Rahman (2020) na Índia, que não encontraram um efeito significativo gerado pela independência do conselho no *disclosure* de informações. Essa descoberta vai contra a crença tradicional da teoria da agência que ressalta uma relação positiva entre o INDEC e o IDI (CHANTACHAIMONGKOL; CHEN, 2018). Do mesmo modo, é contrário às pesquisas

anteriores que provavelmente aludem que as empresas com um elevado número de conselheiros independentes participantes do conselho de administração na maioria das vezes divulgam mais informações, como pode-se citar a de Sun, Yang e Bin (2012) na China, Agyei-Mensah (2016) em Gana, Liu, Valenti e Chen (2016) na Taiwan e Ali e Abdelfettah, (2019) na França.

Esta relação insignificativa do INDEC pode ser explicada devido a eficácia dos conselheiros independentes está interligada aos sistemas institucionais e da cultura organizacional existente na empresa (KAKABADSE; YANG; SANDERS, 2010). Tal situação pode corroborar com a questão levantada por Amran, Lee e Devi (2014), a qual focaliza em saber se os conselheiros independentes possuem um papel limitado diante das práticas de relatórios das companhias, tendo em vista que não estão envolvidos nas operações cotidianas das empresas. Já na visão de Chantachaimongkol e Chen (2018), o referido resultado poderia ser debatido por um conceito de teoria da mordomia, o qual recomenda que os padrões comportamentais da gestão se sujeitem aos desejos da pessoa, tendo assim que nem os conselheiros dependentes nem os independentes podem ter um impacto menor nas práticas operacionais.

No entanto, se os conselheiros independentes que fazem parte do conselho realmente exercem seu papel de controle e monitoramento, a qualidade da divulgação deve ser melhorada e o nível de divulgação de informações é aumentado (AGYEI-MENSAH, 2016; FAHAD; RAHMAN, 2020). A teoria dos *stakeholders* corrobora com esses autores supracitados ao enfatizar que a presença de conselheiros independentes nos conselhos de administração pode ser vista como uma importante estrutura de governança corporativa, atendendo os interesses das partes interessadas ao gerar um maior *disclosure* (NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013).

Quando analisado os resultados da variável dualidade de funções do CEO (CEO), percebeu-se um coeficiente positivo e estatisticamente insignificante com a variável dependente IDI ($C = 0,0107$; $p\text{-valor} = 0,7366$), indicando que a dualidade de funções do CEO pode não ser uma variável relacionada ao determinante do IDI, tendo que se rejeitar a H3 desta pesquisa. Esse resultado é consistente com o de Cheng e Courtenay (2006) na Cingapura, Elshandidy e Neri (2015) no Reino Unido e Ali e Abdelfettah, (2019) na França, que não documentaram uma relação significativa entre a dualidade de funções do CEO e o nível de divulgações das empresas. Em contrapartida, o achado diverge dos encontrados por Wang e Hussainey (2013) no Reino Unido, Chantachaimongkol e Chen (2018) em Cingapura e Rodrigues, Tejedro-Romero e Craig (2017) e Cunha e Rodrigues (2018) ambos em Portugal, que apresentam uma relação significativa da variável CEO com o nível de *disclosure* de informações.

Além disso, essa relação insignificante da variável CEO com o IDI contradiz com as sugestões das teorias da agência e do *stakeholders*, de que uma estrutura de liderança separada, ou seja, o diretor presidente não ocupar a cadeira de presidente do conselho, pode afetar de forma positiva o desempenho, a qualidade e a quantidade da divulgação por parte das empresas (BARAKO; HANCOCK; IZAN, 2006; NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013). Em concordância com este mesmo raciocínio, cita-se ainda Jouini (2013) e Chantachaimongkol e Chen (2018).

Conseqüentemente, um indivíduo que ocupa os dois papéis possui a tendência de reter a qualidade e o nível do *disclosure* da informação de uma maneira desfavorável, e além de ser consideradas mais dominadas gerencialmente quando comparadas com outras companhias que não possui essa dualidade de funções, tendo em vista que a pessoa que faz parte dessa dualidade está mais preocupada com a gestão do que com os acionistas (ALI; ABDELFTTAH, 2019), desse modo, podendo ser um fator que explique este resultado.

Já em relação a diversidade de gênero (DIGE), o resultado relata que a variável é estatisticamente significativa em relação ao índice de *disclosure* de informações ao nível de significância de 1% (p-valor = 0,0000) com um coeficiente de correlação positivo de 0,1208, indicando que quanto maior a diversidade de gênero do conselho de administração, maior será o impacto na extensão da divulgação das empresas do IBrX-100. Assim, a H4 não foi rejeitada. Esse achado é apoiado pelos os estudos de Javaid Lone, Ali e Khan (2016) realizado no Paquistão, Velte (2016) na Alemanha e Áustria e Kiliç e Kuzey (2018) que utilizaram a base de dados *Integreiated Reporting Examples Database*. Por outro lado, diverge dos resultados de Majeed, Aziz e Saleem (2015) no Pasquistão e Fahad e Rahman (2020) na Índia, por documentarem uma relação negativa e significativa com o *disclosure* das empresas e de Chantachaimongkol e Chen (2018) em Cingapura por apresentar uma associação negativa e insignificante também com a divulgação.

Corroborando ainda mais com o achado, pode-se citar o que é enfatizado por Barako e Brown (2008), de que a diversidade do conselho se tornou um componente fundamental da governança corporativa na atualidade. Apoiando esse argumento, a existência da diversidade pode levar a uma melhor tomada de decisão, contribuindo para maiores ganhos e melhorar o nível de independência do conselho, tendo em vista que conselheiros de diversos gêneros poderão fazer indagações diferentes para as discussões do conselho, e assim, a independência do conselho poderá impactar de maneira positiva a responsabilização das companhias, aumentando a extensão do *disclosure* das empresas (RAO; TILT; LESTER, 2012). No entanto, a teoria do *stewardship* assegura que uma variedade de membros no conselho pode não impactar as ações do conselho (CHANTACHAIMONGKOL; CHEN, 2018).

Para Ibrahim e Angelidis (1994), existem muitos aspectos diferentes entre os membros do conselho que são do sexo feminino e masculino. Nessa linha de raciocínio e em um contexto mais atual, Leal (2022) advoga que as mulheres possuem uma tendência de se arriscar em um maior nível, contribuindo para menores custos de agência e dedicando-se em atividades sociais e beneficentes para a empresa (AIN *et al.*, 2020). Desse modo, pode-se dizer que as empresas listadas no IBrX-100 podem possuir essas características citadas anteriormente relacionadas aos seus conselhos, pois os índices de suas divulgações sofrem impacto positivo da diversidade de gênero, ou de forma mais específica, dos conselhos que possuem uma maior proporção de mulheres.

Referente a última variável de governança corporativa investidores institucionais (INVINS), observou-se uma relação estatisticamente significativa com a variável dependente IDI, ao nível de significância de 10% (p-valor = 0,0930), porém com um coeficiente negativo de -0,0107, o que faz rejeitar a H5 do estudo. Isso significa que, se a quantidade de investidores institucionais está aumentando, a divulgação da empresa está diminuindo. Este achado pode ser explicado por alguns autores como Ibrahim, Habbash e Hussainey (2019), o qual preconiza que investidores institucionais de curto prazo se preocupam apenas com fatores voltados para seus próprios interesses, deixando de influenciar o nível de *disclosure* das empresas com as demais partes interessadas. Nessa mesma linha, Sari e Wardhani (2018) enfatizam que esse resultado pode ser devido a investidores institucionais que representam uma estrutura de propriedade em pirâmide, o que pode levar à propriedade familiar ou individual.

Desse modo, pode-se tomar como interpretação que as empresas listadas no IBrX-100 possuem investidores institucionais que se enquadrem nesses perfis citados anteriormente. De tal modo, os resultados encontrados por Agyei-Mensah (2016) em Gana e Sari e Wardhani (2018) na Indonésia dão mais fundamentos ao achado do INVINS por terem encontrado também uma relação negativa entre a proporção de propriedade institucional e a divulgação de informações das companhias.

Por outro lado, a Teoria da Agência ressalta que os acionistas institucionais possuem incentivos suficientes para ajudar no monitoramento das tomadas de decisões dos gestores quanto as práticas de um maior nível de divulgação (NTIM; LINDOP; THOMAS, 2013), atendendo principalmente às expectativas dos grandes acionistas (ROUF; AL-HARUN, 2011). Assim, estudos como o de Barako (2007) no Quênia e Rouf e Al-Harun (2011) em Bangladesh, vão de encontro com o que é enfatizado pela Teoria da Agência e diverge com o resultado encontrado nesta pesquisa ao terem encontrados evidências significativas e positivas entre o

percentual de propriedade por investidores institucionais e o nível de divulgação de informações das empresas.

Quanto às variáveis de controle, tem-se primeiramente o tamanho da empresa (TAME) que apresentou uma relação estatisticamente significativo (p -valor = 0,0000) e um coeficiente positivo de 0,0337 com o índice de *disclosure* de informações. Esta descoberta apoia pesquisa anteriores como a de Leng e Ding (2011) realizado na China, Sari e Wardhani (2018) na Indonésia, Kiliç e Kuzey (2018) que utilizaram a base de dados *Integreiated Reporting Examples Database* e Fahad e Rahman (2020) na Índia. Este resultado pode ser explicado por Aljifri e Hussainey (2007) ao ressaltarem que as empresas maiores têm mais recursos para encarar o custo do *disclosure* de informações em comparação com as companhias menores. Dessa forma, as grandes empresas podem ser mais tendenciosas a divulgar um nível mais alto de informações para seus *stakeholders* (KILIÇ; KUZHEY, 2018).

Já em relação a demais variáveis de controle rentabilidade (REN), alavancagem (ALV) e a *big four* (BIG4), todas apresentaram uma relação estatisticamente insignificante com o Índice de Disclosure de Informações (IDI), com p -valor de 0,6838, 0,9280 e 0,9249, respectivamente. Estes resultados condizem com os de Elzahar e Hussainey (2012) no Reino Unido, Agyei-Mensah (2016) em Gana, Kiliç e Kuzey (2018), Sari e Wardhani (2018) na Indonésia e Serra, Lemos e Matins (2022) em Portugal.

A Tabela 14 abaixo resume a validação das hipóteses de acordo com os achados deste estudo.

Tabela 14 – Síntese de validação das hipóteses

Variável	Hipótese	Sinal esperado	Conclusão da hipótese
Tamanho do Conselho (TAMC)	H1	+	Rejeitada
Independência do Conselho (INDEC)	H2	+	Rejeitada
Dualidade de Funções do CEO (CEO)	H3	-	Rejeitada
Diversidade de Gênero (DIGE)	H4	+	Não rejeitada
Investidores Institucionais (INVINS)	H5	+	Rejeitada

Fonte: Elaboração própria.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A divulgação de informações e a governança corporativa têm sido objetos de intensos debates, particularmente no panorama internacional, possuindo uma relativa maturidade científica. No Brasil não se verifica uma pluralidade de trabalhos que envolva a temática de relação do *disclosure* de informações com fatores de governança corporativa. Assim, este estudo buscou analisar a relação entre o nível de *disclosure* de informações e a governança corporativa das empresas listadas no IBrX-100.

Visando responder o problema de pesquisa e atingir o objetivo proposto, a investigação se deu primeiramente por meio da análise de conteúdo de Formulários de Referências, Relatórios da Administração e Notas Explicativas divulgados nos anos de 2016 a 2020 pelas empresas, com a finalidade de mensurar o índice de *disclosure* de informações. Quanto aos fatores de governança corporativa incluem tamanho do conselho, independência do conselho, dualidade de funções do CEO, diversidade de gênero e investidores institucionais. O estudo também controlou variáveis sugeridas em estudos anteriores de maneira contributiva para a divulgação de informações das companhias. As variáveis de controle compreenderam o tamanho da empresa, rentabilidade, alavancagem e a *big four*.

Para analisar os dados coletados utilizou-se como principal técnica a regressão com dados em painel, identificando as relações do *disclosure* de informações com os fatores de governança corporativa, levando em consideração as variáveis definidas nas hipóteses da pesquisa previamente formuladas.

Os resultados desta pesquisa revelaram que o índice de *disclosure* de informações teve pouca variabilidade entre as empresas no período analisado. Além disso, os resultados mostram que os itens mais divulgados foram riscos aos quais está exposta, oportunidades de crescimento, preço ou valorização das ações por tipo, estratégia corporativa e mudanças no lucro operacional. Por outro lado, os itens menos divulgados pelas companhias foram lucratividade esperada e planos de propaganda e publicidade.

Além disso, as empresas apresentaram um índice de divulgação médio total dos anos superior a metade dos itens analisados, o que se pode concluir que as empresas brasileiras possuem um nível de divulgação de informações que pode beneficiar os *stakeholders* externos à companhia, os quais precisam dessas informações para ter conhecimento dos possíveis riscos relacionados à investida, tendo em vista que o *disclosure* pode impactar o risco compreendido pelas partes interessadas externas. Dessa forma, pode-se apontar ainda que índices de

divulgações mais altas e de qualidade, fornecem aos investidores informações incrementais que são relevantes tanto para o valor como também para aumentar a valorização das ações.

Além de examinar os níveis de divulgação de informações, o estudo investigou a relação dessas divulgações com os fatores de governança corporativa. Os achados expuseram uma relação positiva e significativa por meio da diversidade de gênero do conselho nos *disclosures* de informações e, uma relação significativa, porém negativa com os investidores institucionais, ao mesmo tempo em que não foi encontrado nenhuma relação significativa criada pelo tamanho do conselho, independência do conselho e dualidade de funções do CEO. Esta pesquisa também testou a relação com as variáveis de controle, em que os resultados revelaram que apenas o tamanho da empresa tem uma relação positiva e significativa nas divulgações de informações analisadas. No entanto, companhias de grande porte estão mais preparadas e dispostas a divulgar um maior nível de informações, com a finalidade de minimizar a assimetria de informações e também os custos de agência. Por outro lado, não encontrou nenhuma relação significativa entre os índices de divulgações e a rentabilidade, alavancagem e a *big four*.

É importante destacar que, algumas variáveis de governança não são incluídas no estudo, dada a limitação de disponibilidade de dados. Entretanto, percebe-se que o modelo utilizado na pesquisa analisa a governança corporativa como determinante do nível de divulgação, demonstrando sua relação com a capacidade de determinar o nível de *disclosure* das empresas, de uma forma que atendam aos interesses dos investidores.

Em vista disso, pode-se concluir que esses achados têm implicações para a pesquisa. Este estudo contribui para a literatura ao fornecer evidências empíricas sobre uma análise da extensão das práticas de divulgações de informações por empresas brasileiras que possuem ativos de maior negociabilidade e representatividade do mercado de ações, bem como por ter investigado fatores de governança corporativa que podem estarem relacionados com os índices de divulgações.

Contribui também por apresentar resultados que podem ser úteis para quem prepara relatórios financeiros, para os investidores que buscam oportunidades de investimento lucrativas e para a definição dos melhores membros que podem compor o conselho de administração da empresa. Esta pesquisa também se junta a estudos anteriores realizados em outros países que apresentam relações idênticas, principalmente com a relação entre a diversidade de gênero do conselho e os *disclosures* de informações pelas companhias.

No entanto, a dissertação não está isenta de quaisquer limitações. Por isto, como limitações deste estudo, pode-se citar o tamanho da amostra que se refere a quantidade de empresas analisadas, tendo em vista que foi estudada apenas as companhias que compõe o

IBrX-100. Esta pesquisa também se limita ao período de análise de cinco anos e as técnicas de análise utilizadas, pois outros tipos de técnicas podem originar diferentes resultados.

Por fim, sugere-se para pesquisas futuras estudar empresas de outros países, principalmente aqueles que sejam desenvolvidos ou que estão em desenvolvimento e que tenha carência de estudos na área, com a finalidade de realizar uma comparação entre os países no que se refere a relação do *disclosure* de informações e fatores de governança corporativa. Sugere-se também utilizar outros itens para mensurar o índice de divulgação de informações, bem como analisar outras variáveis de governança corporativa, desde que estejam fundamentadas na literatura.

REFERÊNCIAS

- ABRAHAM, S.; COX, P. Analyzing the determinants of narrative risk information in UK FTSE 100 annual reports. **The British Accounting Review**, v. 39, n. 3, p. 227–248, 2007.
- ADITHIPYANGKUL, P.; LEUNG, T. Y. Gender diversity, institutional factors, and CEO compensation in China. **The Chinese Economy**, v. 52, n. 1, p. 24-40, 2019.
- AGYEI-MENSAH, B. K. Internal control information disclosure and corporate governance: evidence from an emerging market. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, v. 16, n. 1, p. 79-95, 2016.
- AGYEMANG, O. S.; ABOAGYE, E.; AHALI, A. Y. O. Prospect and challenges of corporate governance in Ghana. **International Journal of Scientific and Research Publications**, v. 3, n. 5, p. 1-9, 2013.
- AHMAD, Z.; HASSAN, S.; MOHAMMAD, J. Determinants of environmental reporting in Malaysia. **International Journal of Business Studies**, v.11, n.1 p.69-90, 2003.
- AHMED, J. KARIM, W. Compliance to International Accounting Standards in Bangladesh: a survey of annual reports. **The Bangladesh Accounting**, v. 40, n. 1, p. 23-24, 2005.
- AHMADI, A.; BOURI, A. An essay to analyze information asymmetry: originality and ways to reducing the level of information asymmetry. **International Academic Journal of Accounting and Financial Management**, v. 3, n. 3, p. 32–39, 2016.
- AIN, Q. U.; YUAN, X.; JAVAID, H. M.; USMAN, M.; HARIS, M. Female directors and agency costs: evidence from Chinese listed firms. **International Journal of Emerging Markets**, v. 16, n. 8, p. 1604-1633, 2020.
- AKAMINE, C. T.; YAMAMOTO, R. K. **Estudo Dirigido de Estatística Descritiva**. 3 ed. São Paulo: Érica, 2009.
- AKERLOF, G. V. The Market for Lemons: Qualitative Uncertainty and the Market MechanismV. **Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- AKHTARUDDIN, M.; HOSSAIN, M. A.; HOSSAIN, M.; YAO, L. Corporate governance and voluntary disclosure in corporate annual reports of Malaysian listed firms. **Journal of Applied Management Accounting Research**, v. 7, n. 1, p. 1-19, 2009.
- ALBERTI-ALHTAYBAT, L. V.; HUTAIBAT, K.; AL-HTAYBAT, K. Mapping corporate disclosure theories. **Journal of Financial Reporting and Accounting**, v. 10, n. 1, p. 73-94, 2012.
- AL-FAYOUMI, N.; ABUZAYED, B.; ALEXANDER, D. Ownership structure and earnings management in emerging markets: the case of Jordan. **International Research Journal of Finance and Economics**, v. 38, n. 1, p. 28–47, 2010.
- ALI, A.; ABDELFETTAH, B. Financial disclosure information board of directors, and firms characteristics among French CAC 40 listed firms. **Journal of the Knowledge Economy**, v. 10, n. 3, p. 941-957, 2019.

AL-JANADI, Y.; RAHMAN, R. A.; OMAR, N. H. Corporate governance mechanisms and voluntary disclosure in Saudi Arabia. **Research Journal of Finance and Accounting**, v. 4, n. 4, p. 25–36, 2013.

ALJIFRI, K.; HUSSAINEY, K. The determinants of forward-looking information in annual reports of UAE companies. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 9, p. 881-894, 2007.

ALLEGRI, M.; GRECO, G. Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: Evidence from Italian listed companies. **Journal of Management and Governance**, v. 17, n. 1, p. 187–216, 2013.

ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. V. M.; TORRES, F. J. V. Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 14, n. 5, p. 907-924, 2010.

ALSAEED, K. The association between firm-specific characteristics and disclosure: The case of Saudi Arabia. **Managerial Auditing Journal**, v. 21, n. 5, p. 476-496, 2006.

AL-SHAMMARI, B. Kuwait corporate characteristics and level of risk disclosure: a content analysis approach. **Journal of Contemporary Issues in Business Research**, v. 3, n. 3, p.128–153, 2014.

AMRAN, A.; LEE, S. P.; DEVI, S. S. The influence of governance structure and strategic corporate social responsibility toward sustainability reporting quality. **Business Strategy and the Environment**, v. 23, n. 4, p. 217-235, 2014.

ANDERSON, D. R.; SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A.; CAMM, J. D. COCHRAN, J. J. Estatística aplicada a administração e economia – Tradução da 8ª edição norte-americana. São Paulo: Cengage Learning, 2019.

ANDRES, P.; VALLELADO, E. Corporate governance in banking: The role of the board of directors. **Journal of banking & finance**, v. 32, n. 12, p. 2570-2580, 2008.

ANGONESE, R.; SANTOS, P. S. A.; LAVARDA, C. E. F. Valor Econômico Agregado (VEA) e estrutura de capital em empresas do IBRX 100. **ConTexto**, v. 11, n. 20, p. 7-17, 2011.

ANTONELLI, R. A.; JESUS, M. C.; CLEMENTE, A.; CHEROBIM, A. P. M. S.; SCHERER, L. M. A adesão ou migração aos níveis diferenciados de governança corporativa e a valorização acionária. **Revista de Gestão, Finanças e Contabilidade**, v. 4, n. 1, p. 52-76, 2014.

ARAÚJO, G. A.; CORRÊA, L. A.; BRESSAN, V. G. F.; BARBOSA NETO, J. E.; AVELINO, B. C. Relação entre fluxos de caixa livres e níveis de governança corporativa à luz da teoria da agência. **Revista Catarinense da Ciência Contábil**, v. 20, n. 1, p. 1-20, 2021.

ARAÚJO, M. R.; PUREZA, M. L. B. O. H.; SILVA, C. A. T. Lei nº 6.404/76: uma análise dos principais avanços proporcionados à Contabilidade no Brasil. **Revista de Gestão e Contabilidade da UFPI**, v. 2, n. 2, p. 17-32, 2015.

ARCHAMBAUT, J. J.; ARCHAMBAUT, M. E. A multinational test of determinants of corporate disclosure. **The International Journal of Accounting**, v. 38, n. 2, p. 173-194, 2003.

ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R.; FREITAS JUNIOR, N. I. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, p. 71-84, 2008.

ASHBAUGH, H.; WARFIELD, T. D. Audits as a corporate governance mechanism: evidence from the German Market. **Journal of International Accounting Research**, v. 2, n. 1, p. 1-21, 2003.

AVELINO, B. C.; PINHEIRO, L. E. T.; LAMOUNIER, W. M. Evidenciação de ativos intangíveis: estudo empírico em companhias abertas. **Revista de Contabilidade e Organizações**, v. 6, n. 14, p. 22-45, 2012.

AZEVEDO, S. Administrar para todos os acionistas é o grande desafio. **Clipping do IBGC**, n. 1, 2000.

BALL, R.; BROWN, P. An empirical evaluation of accounting income numbers. **Journal of accounting research**, v. 6, n. 2, p. 159-178, 1968.

BARDIN, L. **Análise de conteúdo**. Trad. Luís Antero Reto e Augusto Pinheiro. São Paulo: Edições 70, 2016.

BEN ALI, C. Disclosure quality and corporate governance: evidence from the French stock Market. **Conference Paper, The British Accounting Association Annual Conference**, 2008.

BARAKO, D. G. Determinants of voluntary disclosure in Kenyan companies annual reports. **African Journal of Business Management**, v. 1, n. 5, p.113-128, 2007.

BARAKO, D. G.; BROWN, A. M. Corporate social reporting and board representation: evidence from the Kenyan banking sector. **Journal of management & governance**, v. 12, p. 309-324, 2008.

BARAKO, D. G.; HANCOCK, P.; IZAN, H. Y. Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. **Corporate Governance: An International Review**, v. 14, n. 2, p. 418-431, 2006.

BAR-YOSEF, S.; LIVNAT, J. Auditor selection: an incentive-signalling approach. **Accounting and Business Research**, v. 14, n. 56, p. 301-309, 1984.

BEAR, S.; RAHMAN, N.; POST, C. The impact of board diversity and gender composition on corporate social responsibility and firm reputation. **Journal of Business Ethics**, v. 97, n. 2, p. 207-221, 2010.

BERGER, P. G. Challenges and opportunities in disclosure research - A discussion of 'the financial reporting environment: Review of the recent literature'. **Journal of Accounting and Economics**, v. 51, n. 1-2, p. 204-218, 2011.

BEUREN, I. M. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

BEUREN, I. M.; ANGONESE, R. Instrumentos para determinação do índice de evidenciação de informações contábeis. **Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios**, v. 8, n. 1, p. 120-144, 2015.

BIDABAD, B.; AMIROSTOVAR, A.; SHERAFATI, M. Financial transparency, corporate governance and information disclosure of the entrepreneur's corporation in Rastin banking. **International Journal of Law and Management**, v. 59, n. 5, p. 636-651, 2017.

BLANCHARD, D.; DIONNE, G. Risk management and corporate governance. **HEC Montréal Risk Management Chair Working Paper**, n. 03-04, p. 1-8, 2003.

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111-148, 2005.

BORGES, W. G.; SILVA, E. C.; RECH, I. J.; CARVALHO, L. F. Efeito da divulgação de informações contábeis sobre o desempenho das ações de empresas que migraram para o nível de governança corporativa novo mercado. **Revista eletrônica de administração e turismo**, v. 8, n. 4, p. 870-889, 2016.

BRANDÃO, M. M.; BERNARDES, P. Governança corporativa e o conflito de agência entre os acionistas majoritários e os acionistas minoritários no sistema de decisões estratégicas das corporações brasileiras. In: **Encontro da Associação Nacional dos Programas de Pós-Graduação em Administração**, Brasília, 2005.

BRASIL BOLSA BALCÃO (B3). **Sobre seguimentos de listagem**. 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 05 abr. 2021.

BRASIL. **Lei n. 6.385**, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 28 jul. 2021.

_____. **Lei n. 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 28 jul. 2021.

BRONSTEIN, M. M. Levantamento Bibliométrico: Governança Corporativa, Teoria da Agência e Teoria dos Stakeholders no Campo da Administração. **Revista Cadernos de Negócios**, v. 1, n. 1, p. 24-45, 2020.

BROWN, S.; FINN, M.; HILLEGEIST, S. A. Disclosure Quality and the probability of informed trade. **Working Paper, Emory University and Northwestern University**, 2001.

BUSHEE, B.; NOE, C. Corporate disclosure practices, institutional investors, and stock return volatility. **Journal of Accounting Research**, v. 38, n. 1, p. 171-202, 2000.

BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. J. What determines corporate transparency? **Journal of accounting research**, v. 42, n. 2, p. 207-252, 2004.

CAMARGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de pesquisas em Administração**, v. 10, n. 1, p. 41-55, 2003.

CARMONA, P.; FUENTES, C. D.; RUIZ, C. Risk disclosure analysis in the corporate governance annual report using fuzzy-set qualitative comparative analysis. **Revista de Administração de Empresas**, v. 56, n. 3, p. 342-352, 2016.

CARTER, D. A.; SIMKINS, B. J.; SIMPSON, W. G. Corporate governance, board diversity, and firm value. **Financial Review**, v. 38, n. 1, p. 33-53, 2003.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, n. 3, p. 19-32, 2002.

CASTRO, M. C. C. S.; VIEIRA, L. K.; PINHEIRO, L. E. T. Comparação do disclosure de contingências ativas e passivas nas empresas brasileiras com ações negociadas na BM&FBovespa e na NYSE. **Revista de Contabilidade do Mestrado em Ciências Contábeis da UERJ**, v. 20, n. 2, p. 49-65, 2015.

CELIK, O.; ECER, A.; KARABACAK, H. Disclosure of forward looking information: evidence from listed companies on Istanbul Stock Exchange (ISE). **Investment Management and Financial Innovations**, v. 3, n. 2, p. 197-216, 2006.

CERVO, A. L.; BERVIAN, P. A.; SILVA, R. **Metodologia científica**. 6 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

CHAGAS, J. F. Governança corporativa: aplicabilidade do conceito, dos princípios e indicadores à gestão de pequenas e médias organizações. **CEP**, v. 60, n. 180, p. 1-11, 2007.

CHANTACHAIMONGKOL, N.; CHEN, S. The effects of board compositions and audit committee characteristics on information disclosure practices: a case of Singapore. **Asian Journal of Finance and Accounting**, v. 10, n. 1, p. 407-427, 2018.

CHEN, J. C.; ROBERTS, R. W. Toward a more coherent understanding of the organization–society relationship: A theoretical consideration for social and environmental accounting research. **Journal of Business Ethics**, v. 97, n. 4, p. 651–665, 2010.

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

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. B. Corporate governance in emerging markets: A survey. **Emerging markets review**, v. 15, p. 1-33, 2013.

CLEFF, T. **Exploratory data analysis in business and economics: an Introduction using SPSS, stata, and excel**. Springer, 2014.

CORREIA, T. S. **Governança corporativa, princípios globais de contabilidade gerencial e código de ética empresarial de empresas Brasileiras de capital aberto**. 2018. 97 f.

Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis. Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2018.

COSTA, B. M. N.; LEAL, P. H.; PONTE, V. M. R. Determinantes da divulgação de informações de risco de mercado por empresas não financeiras. **Race: revista de administração, contabilidade e economia**, v. 16, n. 2, p. 729-756, 2017.

COSTA, I. L. S.; CORREIA, T. S.; MACHADO, M. R.; LUCENA, W. G. L. Disclosure dos passivos contingentes: análise comparativa entre empresas de mercado aberto no Brasil e na Austrália. **Pensar Contábil**, v. 19, n. 69, p. 54-66, 2017.

CRESWELL, J. W. **Projeto de pesquisa: métodos qualitativo, quantitativo e misto**. 3 ed. Trad. Magda Lopes. Porto Alegre: Artmed, 2010.

CRISÓSTOMO, V. L.; BRANDÃO, I. F.; LÓPEZ-ITURRIAGA, F. J. Large shareholders' power and the quality of corporate governance: An analysis of Brazilian firms. **Research in International Business and Finance**, v. 51, p. 1-15, 2020.

CRUZ, C. V. O. A.; LIMA, G. A. S. F. Reputação corporativa e nível de disclosure das empresas de capital aberto no Brasil. **Revista Universo Contábil**, v. 6, n. 1, p. 85-101, 2010.

CUNHA, P. R.; SILVA, J. O.; FERNANDES, F. C. Pesquisas sobre a lei Sarbanes-Oxley: uma análise dos journals em língua inglesa. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 32, n. 2, p. 37-51, 2013.

CUNHA, V.; RODRIGUES, L. L. Determinantes da divulgação de informação sobre a estrutura de governança das empresas portuguesas. **Revista brasileira de gestão de negócios**, v. 20, n. 3, p. 338-360, 2018.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; SANTOS, S. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **Revista Economia & Gestão**, v. 5, n. 11, p. 56-76, 2005.

DESENDER, K.; AGUILERA, R.; CRESPI, R.; GARCIA-CESTONE, M. Board Characteristics and Audit Fees: When Does Ownership Matter? University of Barcelona, Spain. **Working paper**, 2011.

DOBLER, M. How informative is risk reporting? A review of disclosure models. **Munich Business Research Working Paper**, n. 1, 2005.

DUTTA, S.; NEZLOBIN, A. Information disclosure, firm growth, and the cost of capital. **Journal of Financial Economics**, v. 123, n. 2, p. 415-431, 2017.

DYE, R. A. An evaluation of "essays on disclosure" and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 181-235, 2001.

ELSHANDIDY, T.; NERI, L. Corporate governance, risk disclosure practices, and market liquidity: comparative evidence from the UK and Italy. **Corporate Governance: An International Review**, v. 23, n. 4, p. 331-356, 2015.

ELZAHAR, H; HUSSAINEY, K. Determinants of narrative risk disclosures in UK interim reports. **The Journal of Risk Finance**, v. 13, n. 2, p.133–147, 2012.

FACHIN, O. **Fundamentos de metodologia**. 5 ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

FAHAD, P.; RAHMAN, P. Mubarak. Impact of corporate governance on CSR disclosure. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 17, n. 2, p. 155-167, 2020.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.

FÁVERO, L. P.; BELFIORE, P. **Manual de análise de dados: estatística e modelagem multivariada com Excel®, SPSS® e Stata®**. Elsevier Brasil, 2017.

FERREIRA, P. A.; SILVA, S. S.; SILVA, A. T. B. Governança corporativa e o novo mercado: uma estratégia de capitalização para o setor sucroalcooleiro. In: **IX SEMEAD**, 2006.

FIELD, A. **Descobrimo a estatística usando o SPSS**. 2 ed. Trad. Lorí Viali. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FORTE, H. C.; PRUDÊNCIO, P. A.; SILVA, L. K. S.; PONTE, V. M. R.; GUIMARÃES D. B. Efeito da divulgação de provisões e passivos contingentes sobre o desempenho de mercado das empresas listadas na B3. **Revista Mineira de Contabilidade**, v. 22, n. 3, p. 33-48, 2021.

FRÍAS-ACEITUNO, J. V.; RODRÍGUEZ-ARIZA, L.; GARCÍA-SÁNCHEZ, I. M. Is integrated reporting determined by a country's legal system? An exploratory study. **Journal of Cleaner Production**, v. 44, p. 45-55, 2013.

GALANI, D.; ALEXANDRIDIS, A.; STAVROPOULOS, A. The association between the firm characteristics and corporate mandatory disclosure the case of Greece. **International Journal of Economics and Management Engineering**, v. 5, n. 5, p. 411-417, 2011.

GARCIA, E.; CORBARI, E. M.; AGUIRRE JUNIOR, D.; CISLAGHI, P.; TORRES, A. A importância da divulgação contábil mensurada ao fair value. **Revista Ciências Sociais em Perspectiva**, v. 6, n. 11, p. 127-138, 2007.

GARCIA-SÁNCHEZ, I. M.; RODRÍGUEZ-ARIZA, L.; FRÍAS-ACEITUNO, J. V. The cultural system and integrated reporting. **International Business Review**, v. 22, n. 5, p. 828-838, 2013.

GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D. T. **Métodos de pesquisa**. 1 ed. Porto Alegre: UFRGS, 2009.

GIL, A. C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2019.

GOTAÇ, D. F.; MONTEZANO, R. M. S.; LAMEIRA, V. J. Governança corporativa e custos de agência nas empresas com influência governamental. **Sistemas & Gestão**, v. 10, n. 3, p. 408-425, 2015.

GOULART, A. M. C. **Evidenciação Contábil do Risco de Mercado por Instituições Financeiras no Brasil**. 2003. 202 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

GRESSLER, L. A. **Introdução à pesquisa: projetos e relatórios**. 2 ed. São Paulo: Loyola, 2004.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. **Econometria Básica**. 5 ed. Trad. Denise Durante. Porto Alegre: Bookman, 2011.

GUL, F. A.; LEUNG, S. Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosure. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 23, n. 5, p. 351–379, 2004.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2001.

HEDLUND, P. R.; ZALUSKI, F. C.; SIQUEIRA, C. S.; SILVA, P. R.; BRIZOLLA, M. M. B.; GOMES, C. M.; MUELLER, A. A. A Relação entre Governança Corporativa e Teoria da Agência no Gerenciamento de Conflitos. **Gestão e Sociedade**, v. 15, n. 41, p. 4144-4162, 2021.

HENDRIKSEN, E. S.; BREDA, M. F. V. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

HERMALIN, B. E.; WEISBACH, M. S. Information disclosure and corporate governance. **The journal of finance**, v. 67, n. 1, p. 195-233, 2012.

HEYDEN, K. J.; HEYDEN, T. Market reactions to the arrival and containment of COVID-19: na event study. **Finance research letters**, v. 38, 2020.

HOPE, O. K. Firm-level disclosures and the relative roles of culture and legal origin. **Journal of International Financial Management & Accounting**, v. 14, n. 3, p. 218-248, 2003.

HUAFANG, X.; JIANGUO, Y. Ownership structure, board composition and corporate voluntary disclosure: Evidence from listed companies in China. **Managerial Auditing Journal**, v. 22, n. 6, p. 604-619, 2007.

HUU NGUYEN, A.; THUY DOAN, D.; HA NGUYEN, L. Corporate governance and agency cost: Empirical evidence from Vietnam. **Journal of Risk and Financial Management**, v. 13, n. 5, p. 103, 2020.

IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5 ed. São Paulo: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), 2015.

IBRAHIM, A.; HABBASH, M.; HUSSAINEY, K. Corporate governance and risk disclosure: evidence from Saudi Arabia. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, v. 15, n. 1, p. 89-111, 2019.

IBRAHIM, N. A.; ANGELIDIS, J. P. Effect of board members gender on corporate social responsiveness orientation. **Journal of Applied Business Research (JABR)**, v. 10, n. 1, p. 35-40, 1994.

ILOWSKI, L. P.; LOPES, I. F.; VIEIRA, C. L. S.; MACHADO, D. A.; MATOS, R. G.; MUSIAL, N. T. K. Cultura organizacional e desempenho financeiro: evidências em empresas listadas no Índice Brasil 100. **Revista ambiente contábil**, v. 14, n. 1, p. 44-68, 2022.

JAVAID LONE, E.; ALI, A.; KHAN, I. Corporate governance and corporate social responsibility disclosure: Evidence from Pakistan. **Corporate Governance: The International Journal of Business in Society**, v. 16, n. 5, p. 785-797, 2016.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of financial economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

JOHN, K.; SENBET, L. W. Corporate governance and board effectiveness. **Journal of Banking and Finance**, v. 22, n. 4, p. 371-403, 1998.

JOUNI, F. The determinants of the quality of financial information disclosed by French listed companies. **Mediterranean Journal of Social Sciences Published**, v. 4, n. 2, p. 319-336, 2013.

KAEN, F. **A blueprint for Corporate Governance**: Strategy, accountability, and the preservation of shareholder value. New York: Amacom, 2003.

KAKABADSE, N. K.; YANG, H.; SANDERS, R. The effectiveness of non-executive directors in Chinese state-owned enterprises. **Management Decision**, v. 48, n. 7, p. 1063-1079, 2010.

KILIÇ, M.; KUZHEY, C. Determinants of forward-looking disclosures in integrated reporting. **Managerial Auditing Journal**, v. 33, n. 1, p. 115-144, 2018.

KIRCH, G.; LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Determinantes da defasagem na divulgação das demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 23, n. 60, p. 173-186, 2012.

KÖCHE, J. C. **Fundamentos de metodologia científica**. Petrópolis: Vozes, 2011.

KUMAR, P.; LANGBERG, N.; ODED, J.; SIVARAMAKRISHNAN, K. Voluntary disclosure and strategic stock repurchases. **Journal of Accounting and Economics**, v. 63, n. 2, p. 207-230, 2017.

LANZANA, A. P. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. 2004. 165 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LEAL, P. H. **A influência da estrutura da governança corporativa na remuneração anormal de executivos**. 2022. 98 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2022.

LEMOS, K. C. M. R. **Contabilidade de instrumentos derivados: estudo da informação divulgada pelas empresas portuguesas**. 2011. Tese de Doutorado - Departamento de Economía Financiera y Contabilidad da Universidad de Santiago de Compostela, Santiago, 2011.

LENG, J.; DING, Y. Internal control disclosure and corporate governance: empirical research from Chinese listed companies. **Technology and Investment**, v. 2, n. 4, p. 286-294, 2011.

LETHBRIDGE, E. Governança corporativa. **Revista do BNDES**, v. 4, n. 8, p. 209-231, 1997.

LIMA, E. M. **Análise comparativa entre o índice disclosure e a importância atribuída por stakeholders a informações consideradas relevantes para fins de divulgação em instituições de ensino superior filantrópicas do Brasil: uma abordagem da teoria da divulgação**. 2009. 200 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Controladoria. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

LIMA, G. A. S. F. **Utilização da teoria da divulgação para avaliação da relação do nível de disclosure com o custo da dívida das empresas brasileiras**. 2007. 118 f. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

LIMA, G. A. S. F.; LIMA, I. S.; COELHO, A. C. D.; FÁVERO, L. P. L. Avaliação da Relação do Nível de Evidenciação com o Custo da Dívida das Empresas Brasileiras Utilizando Análise de Correspondência. **Revista de Informação Contábil**, v. 4, nº 1, p. 21-40, 2010.

LIMA, S. L. L. **Fatores que influenciam a probabilidade das práticas de disclosure de informações financeiras das empresas**. 2018. 125 f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) - Programa de Pós-Graduação em Contabilidade. Centro de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Estadual do Oeste do Paraná, Cascavel, 2018.

LIU, S. Corporate governance and forward-looking disclosure: evidence from China. **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, v. 25, n. 2, p. 16-30, 2015.

LIU, Y.; VALENTI, A.; CHEN, Y. J. Corporate governance and information transparency in Taiwan's public firms: The moderating effect of family ownership. **Journal of Management and Organization**, v. 22, n. 5, p. 662-679, 2016.

LOMBARDI, R.; COLUCCIA, D.; RUSSO, G.; SOLIMENE, S. (2016). Exploring financial risks from corporate disclosure: evidence from Italian listed companies. **Journal of the Knowledge Economy**, v. 7, n. 1, p. 309-327, 2016.

LUCA, M. M. M.; MARTINS, L. C.; MAIA, A. B. G. R.; COELHO, A. C. D. Os mecanismos de auditoria evidenciados pelas empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa e no novo mercado da Bovespa. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 21, n. 1, p. 101-130, 2010.

MACHO-STADLER, I.; PÉREZ-CASTRILLO, J. D. **An introduction to the economics of information: incentives and contracts**. Oxford University Press on Demand, 2001.

MAJEED, S.; AZIZ, T.; SALEEM, S. The effect of corporate governance elements on corporate social responsibility (CSR) disclosure: An empirical evidence from listed companies at KSE Pakistan. **International Journal of Financial Studies**, v. 3, n. 4, p. 530–556, 2015.

MALAQUIAS, R. F.; ZAMBRA, P. Disclosure of financial instruments: practices and challenges of latin American firms from the mining industry. **Research in International Business and Finance**, v. 45, p. 158-167, 2018.

MALBOUISSON, C.; TIRYAKI, G. F. **Econometria na Prática**. Alta Books Editora, 2017.

MANDZILA, E. E.; ZÉGHAL, D. Content Analysis Of Board Reports On Corporate Governance, Internal Controls And Risk Management: Evidence From France. **The Journal of Applied Business Research**, v. 32, n. 3, 637-648, 2016.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; HOLANDA, A. P. Fatores explicativos da aderência das firmas brasileiras ao disclosure relativo às informações por segmento. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 33, n. 1, p. 53-69, 2014.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Fundamentos de metodologia científica**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2011.

_____. **Metodologia científica**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2017.

MEDEIROS, O. R.; QUINTEIRO, L. G. L. Disclosure of accounting information and stock return volatility in Brazil. **Social Science Research Network**, 2005.

MICHEL, M. H. **Metodologia e pesquisa científica em ciências sociais**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2015.

MOTA, J. L. N.; BRAGA, A. E. L. M.; ANDRADE, R. L. O ativismo dos acionistas, a teoria da agência e governança corporativa no mercado de ações. **Brazilian Journal of Business**, v. 3, n. 3, p. 2333-2348, 2021.

MURCIA, F. D. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil**. 2009. 182f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

NALIKKA, A. Impact of gender diversity on the extent of voluntary disclosure in annual reports. **Journal of Accounting and Taxation**, v. 1, n. 1, p. 101-113, 2009.

NTIM, C. G.; LINDOP, S.; THOMAS, D. A. Corporate governance and risk reporting in South Africa: a study of corporate risk disclosures in the pre-and post-2007/2008 global financial crisis periods. **International Review of Financial Analysis**, v. 30, n. 1, p.363–383, 2013.

OCDE. **Principles of Corporate Governance**. OECD Publishing, Paris, 2015. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>. Acesso em: 05 abr. 2022.

OLIVEIRA, F. B.; FONTES FILHO, J. R. Mudanças nas configurações de governança corporativa e relações de agência: uma análise longitudinal em empresa de capital fechado. **Cadernos EBAPE**, v. 19, p. 510-523, 2021.

O’SULLIVAN, M.; PERCY, M.; STEWART, J. Australian evidence on corporate governance attributes and their association with forward-looking information in the annual report. **Journal of Management and Governance**, v. 12, n. 1, p. 5–35, 2008.

OTHMAN, R.; AMEER, R. Market risk disclosure: evidence from Malaysian listed firms. **Journal of Financial Regulation and Compliance**, v. 17, n. 1, p. 57-69, 2009.

PAIXÃO, L. M. D.; AVELINO, B. C.; TAKAMATSU, R. T. Determinantes do momento de divulgação das demonstrações contábeis de empresas que compõem o Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa). **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 9, n. 1, p. 47-66, 2017.

PALMER, P. D. Disclosure of the impacts of adopting Australian equivalents of International Financial Reporting Standards. **Accounting and Finance**, v. 48, n.5, p. 847-870, 2008.

PASSOS, L. C.; ALMENDRA, R. S.; LUCA, M. M. M.; VASCONCELOS, A. C. Disclosure dos Riscos de Mercado e o Custo de Capital de Empresas. **Revista Base (Administração e Contabilidade) da UNISINOS**, v. 14, n. 3, p. 169-184, 2017.

PEREIRA, C.S.; QUELHAS, O.L.G. Governança Corporativa e Gestão de Pessoas. **Boletim técnico Organização & Estratégica**, v. 1, p.59-81, 2005.

PINDYCK, R. S.; RUBINFELD, D. L. **Econometria: modelos & previsões**. Elsevier, 2004.

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. **Metodologia do trabalho científico: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico**. 2 ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013.

QU, W.; EE, M. S.; LIU, L.; WISE, V.; CAREY, P. Corporate governance and quality of forwardlooking information: evidence from the Chinese stock Market. **Asian Review of Accounting**, v. 23, n. 1, p. 39-67, 2015.

QU, W.; LEUNG, P. Cultural impact on Chinese corporate disclosure – a corporate governance perspective. **Managerial Auditing Journal**, v. 21, n. 3, p. 241-264, 2006.

RAO, K. K.; TILT, C. A.; LESTER, L. H. Corporate governance and environmental reporting: na Australian study. **Corporate Governance**, v. 12, n. 2, p. 143-163, 2012.

RODRIGUES, L. L.; TEJEDO-ROMERO, F.; CRAIG, R. Corporate governance and intellectual capital reporting in a period of financial crisis: Evidence from Portugal. **International Journal of Disclosure and Governance**, v. 14, n. 1, p. 1-29, 2017.

ROGERS, P.; RIBEIRO, K. C. S.; SOUSA, A. F. Determinantes macroeconômicos da governança corporativa no Brasil. In: **XXIX Encontro da Associação Nacional de Pós-Graduação em Administração (ENANAP)**, 2005.

RONEN, J.; YAARI, V. L. Incentives for voluntary disclosure. **Journal of Financial Markets**, v. 5, n. 3, p. 349-390, 2002.

ROUF, M. D.; AL-HARUN, A. Ownership structure and voluntary disclosure in annual reports of Bangladesh. **Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)**, v. 5, n. 1, p. 129-139, 2011.

ROVER, S.; TOMAZZIA, E. C.; MURCIA, F. D.; BORBA, J. A. Explicações para a divulgação voluntária ambiental no Brasil utilizando análise de regressão em painel. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 47, n. 2, p. 217-230, 2012.

SAID, R.; ZAINUDDIN, Y. H.; HARON, H. The relationship between corporate social disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. **Social Responsibility Journal**, v. 5, n. 2, p. 212-226, 2009.

SALEHI, M.; MORADI, M.; PAIYDARMANESH, N. The effect of corporate governance and audit quality on disclosure quality: Evidence from Tehran stock exchange. **Periodica Polytechnica Social and Management Sciences**, v. 25, n. 1, p. 32-48, 2017.

SALISU, A. A.; VO, X. V. Predicting stock returns in the presence of COVID-19 pandemic: The role of health news. **International Review of Financial Analysis**, v. 71, p. 101-546, 2020.

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

SARI, S. H.; WARDHANI, R. Corporate Governance and Internal Control Disclosure: Evidence from Indonesia. In: **32 International Business Information Management Association Conference**, Seville Spain, p. 5220-5229, 2018.

SCHERER, F. I.; BURIOL, J. Implantação do conselho de administração conforme as boas práticas da governança corporativa: estudo de caso na química LTDA. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, v. 8, n. 2, p. 46-59, 2011.

SEHRAWAT, N. K.; KUMAR, A.; LOHIA, N.; BANSAL, S.; AGARWAL, T. Impact of Corporate Governance on Earnings Management: Large Sample Evidence from India. **Asian Economic and Financial Review**, v. 9, n. 12, p. 1335, 2019.

SERRA, S.; LEMOS, K. M. A influência da governança corporativa e do auditor na divulgação sobre riscos. **Revista Evidenciação Contábil & Finanças**, v. 8, n. 3, p. 106-124, 2020.

SERRA, S.; LEMOS, K. M.; MATINS, M. S. The Influence of the Board of Directors and the Auditor in the Disclosure of Derivative Financial Instruments: Evidence on Portuguese Capital Market. **International Journal of Professional Business Review**, v. 7, n. 1, p. 01-28, 2022.

SHI, W.; CONNELLY, B. L.; HOSKISSON, R. E. External corporate governance and financial fraud: cognitive evaluation theory insights on agency theory prescriptions. **Strategic Management Journal**, v. 38, n. 6, p. 1268-1286, 2016.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, L. R. A prática da governança corporativa e gestão de pessoas: uma proposta teórica e utópica ou prática falseada, o que fazer? **Revista de Ciências Gerenciais**, v. 14, n. 19, p. 191-200, 2010.

SILVA, R. B.; PINHEIRO, B. G.; PONTE, V. M. R.; DOMINGOS, S. R. M. Materialidade e disclosure das informações sobre propriedades para investimento. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 10, n. 2, p. 7-22, 2018.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. 254 f. Tese (Doutorado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SOARES, E. **Metodologia científica: lógica, epistemologia e normas**. São Paulo: Atlas, 2003.

SOLOMON, J. F.; SOLOMON, A.; PARK, C. The role of institutional investors in corporate governance reform in South Korea: some empirical evidence. **Corporate Governance: Na International Review**, v. 10, n. 3, p. 211-224, 2002.

SOUSA, C. B.; SILVA, A. F.; RIBEIRO, M. S.; WEFFORT, E. F. J. Valor de mercado e disclosure voluntário: estudo empírico em companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Ambiente Contábil**, v. 6, n. 2, p. 94-115, 2014.

SOUZA, A. B.; BAUER, M. M.; COLETTI, L. A importância da governança corporativa e do controle interno na área contábil. **Revista Gestão e Desenvolvimento**, v. 17, n. 1, p. 148-174, 2020.

SOUZA, G. H. C.; FELIX JUNIOR, L. A.; LAGIOIA, U. C. T.; ARAÚJO, J. G. N. Desempenho financeiro e divulgação de informações sobre recursos humanos: uma análise das empresas do IBRX-100. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 10, n. 1, p. 90-105, 2016.

SUN, Y.; YANG, Y.; BIN, L. Board independence, internal information environment and voluntary disclosure of auditors' reports on internal controls. **China Journal of Accounting Research**, v. 5, n. 1, p. 145-161, 2012.

TRANG, V. T. T.; PHUONG, N. C. The disclosure in the annual reports by the listed companies on the Ho Chi Minh stock exchange. **International Journal of Business and Social Science**, v. 6, n. 12, p. 117-126, 2015.

TSURUTA, D. Variance of firm performance and leverage of small businesses. **Journal of Small Business Management**, v. 55, n. 3, p. 404-429, 2017.

UYAR, A.; KILIC, M. The Influence of firm characteristics on disclosure of financial ratios in annual reports of Turkish listed in the Istanbul stock exchange. **International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, v. 8, n. 2, p. 137-156, 2012.

UYAR, A.; KILIC, M.; NIZAMETTIN, B. Association between firm characteristics and corporate voluntary disclosure: evidence from Turkish listed companies. **Intangible Capital**, v. 9, n. 4, p. 1080-1112, 2014.

VALENTIM, I. C. D.; SILVA, L. O.; PASSOS, J. G. Controle interno e gestão de risco: uma revisão baseada em estudos brasileiros. **Revista INTERFACE**, v. 13, n. 1, p. 69-89, 2016.

VELTE, P. Women on management board and ESG performance. **Journal of Global Responsibility**, v. 7, n. 1, p. 98-109, 2016.

VENTURA JÚNIOR, R. **Possibilidade de relatórios financeiros fraudulentos e sua relação com a governança corporativa das empresas no Brasil**. 2017. 66 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2017.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2016.

VERRECCHIA, R. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, n. 1-3, p. 97-180, 2001.

VILELA, B. G. **O novo mercado e a governança corporativa no Brasil**. 2005. Disponível em: <http://www.azevedosette.com.br/noticia/o-novo-mercado-e-a-governancacorporativa-no-brasil/257>. Acesso em: 28 jul. 2021.

WALLACE, R. S. O.; NASER, K.; MORA, A. The Relationship between the Comprehensiveness of Corporate Annual Reports and Firm Characteristics in Spain. **Accounting and Business Research**, v. 25, n. 97, p. 41-53, 1994.

WANG, M.; HUSSAINEY, K. Voluntary forward-looking statements driven by corporate governance and their value relevance. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 32, n. 3, p. 26-49, 2013.

WANG, X.; GAO, J.; SHANG, C.; LU, Q. Ownership structure, internal control and real activity earnings management. In: **International Conference on Industrial Engineering, Management Science and Application**, p. 1-4, 2016.

WAZLAWICK, R. S. **Metodologia de pesquisa para ciência da computação**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

WHITTINGTON, G. Corporate governance and the regulation of financial reporting. **Accounting and Business Research**, v. 23, n. 91, p. 311-319, 1993.

WILLIAMS, R. J. Women on corporate boards of directors and their influence on corporate philanthropy. **Journal of Business Ethics**, v. 42, n. 1, p. 1-10, 2003.

XIAOWEN, S. Corporate characteristics and internal control information disclosure – evidence from annual reports in 2009 of listed companies in Shenzhen stock exchange. **Physics Procedia**, v. 25, n. 1, p. 630-635, 2012.

YAMAMOTO, M. M.; PRADO, J. E. A. Governança e o valor das empresas: o respeito dos acionistas é um dever moral das companhias que captam recursos do público. **Revista BOVESPA**, v. 9, n. 88, p. 42-43, 2003.

YANG, J. H.; LIU, S.; ZHOU, D. Voluntary financial disclosure on social media: Does corporate governance matter?. **Available at SSRN 2836570**, 2016.

ZANGO, A.; KAMARDIN, H.; ISHAK, R. Audit quality, board gender and financial risk disclosure. **International Journal of Economics and Financial Issues**, v. 6, n. 4, p. 55-61, 2016.