

Governança Corporativa e Nível de Disclosure nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto

Thamirys de Sousa Correia (UFPB) - thamirys_correia@hotmail.com

Ingrid Laís de Sena Costa (UFPB) - ilsenna2.0@gmail.com

Wenner Glaucio Lopes Lucena (UFPB) - wdlucena@yahoo.com.br

Resumo:

O estudo teve por objetivo analisar a relação entre a estrutura de propriedade, o conselho de administração e o disclosure voluntário das companhias de capital aberto no mercado brasileiro. A discussão teórica se concentrou no que tange a teoria da divulgação voluntária e algumas características da governança corporativa, o conselho de administração e a estrutura de propriedade. A amostra foi composta por 204 empresas listadas na Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) no período de 2010 a 2015, onde os dados foram coletados por meio dos formulários de referência divulgado pelas companhias e do banco de dados Economatica. A metodologia adotada foi uma regressão Logit, pois a variável dependente era uma dummy, onde se analisou a relação entre o Disclosure com a composição do Conselho de Administração e com a composição da estrutura de propriedade. Os resultados evidenciam que a divulgação das informações das companhias sofrem influência da composição do conselho de administração das firmas, no que tange ao número de membros no conselho, além disso a estrutura de propriedade apresentou relação positiva com o disclosure voluntário na variável que representa a razão das ações preferenciais pelas ações ordinárias.

Palavras-chave: *Conselho de Administração. Estrutura de Propriedade. Disclosure.*

Área temática: *Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões*

Governança Corporativa e Nível de *Disclosure* nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto

Resumo

O estudo teve por objetivo analisar a relação entre a estrutura de propriedade, o conselho de administração e o *disclosure* voluntário das companhias de capital aberto no mercado brasileiro. A discussão teórica se concentrou no que tange a teoria da divulgação voluntária e algumas características da governança corporativa, o conselho de administração e a estrutura de propriedade. A amostra foi composta por 204 empresas listadas na Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBovespa) no período de 2010 a 2015, onde os dados foram coletados por meio dos formulários de referência divulgado pelas companhias e do banco de dados Economatica. A metodologia adotada foi uma regressão *Logit*, pois a variável dependente era uma *dummy*, onde se analisou a relação entre o *Disclosure* com a composição do Conselho de Administração e com a composição da estrutura de propriedade. Os resultados evidenciam que a divulgação das informações das companhias sofrem influência da composição do conselho de administração das firmas, no que tange ao número de membros no conselho, além disso a estrutura de propriedade apresentou relação positiva com o *disclosure* voluntário na variável que representa a razão das ações preferenciais pelas ações ordinárias.

Palavras chave: Conselho de Administração. Estrutura de Propriedade. *Disclosure*.

Área Temática: Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões.

1 Introdução

No contexto empresarial e econômico atual o Conselho da Administração tem um papel muito importante na tomada de decisões das empresas, principalmente com relação a gestão e na definição de estratégias que busquem a maximização dos rendimentos dos acionistas, bem como a valorização dos ativos da companhia. De acordo com Bezerra et al. (2015) a evidenciação voluntária também pode ser explicada por características internas da empresa, tais como: práticas de governança, estrutura de propriedade, porte e rentabilidade.

De acordo com Almeida (2015) a estrutura de propriedade consiste na forma como o capital de uma entidade é distribuído, tanto em relação a composição dos votos como a concentração de capital. Neste sentido, percebe-se que a composição dessa estrutura, principalmente com relação a concentração acionária e a identidade destes acionistas pode influenciar no desempenho das companhias.

Para Aranha, Rossoni e Silva (2016) há forte crenças de que o conselho administrativo, por participar na decisão de estratégias e no monitoramento dos executivos, exerça forte influência no desempenho financeiro das companhias. Assim como forma de querer maximizar a riqueza dos acionistas, o Conselho de Administração pode intervir nas informações a serem divulgadas voluntariamente pelas companhias.

A Estrutura de Propriedade é destacada por Ghazali (2007) como um dos fatores determinantes da divulgação de informações sobre a sustentabilidade das empresas. Assim, a

Estrutura de Propriedade e Controle e o Conselho de Administração estão relacionados ao nível de *disclosure* voluntário.

De acordo com o que se espera o Conselho pode influenciar as decisões de *disclosure* voluntário das companhias, nesse sentido, Bezerra *et al.* (2015) acreditam que como os gestores e controladores possuem informações adicionais que não tem obrigatoriedade de serem evidenciadas, em um mercado de fraco monitoramento, como é o caso do mercado brasileiro, a divulgação voluntária de informações podem auxiliar na diminuição dos conflitos de agências com relação aos investidores. De acordo com Holtz e Sarlo (2014) a estrutura e a composição do conselho de administração das companhias podem afetar diretamente a qualidade da informação contábil, bem como a divulgação destas.

Nesse sentido os estudos que investigam a relação de estrutura de capital e conselho de administração com o *disclosure* voluntário se limitaram a investigações em períodos curto do tempo, além de amostras limitadas. Então esse estudo se torna relevante, justamente por apresentar uma investigação mais completa.

Nessa perspectiva o problema da pesquisa se concentra no seguinte questionamento: Quais as relações da Estrutura de Propriedade e Controle e do Conselho de Administração estão associados ao nível de *disclosure* voluntário de empresas brasileiras de capital aberto?

Sendo assim o estudo tem por objetivo analisar as relações entre a Estrutura de Propriedade e Controle, além da composição do Conselho de Administração com o nível de *disclosure* de empresas brasileiras que negociam na Bolsa de Mercadorias & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA).

2 Revisão da Literatura

Para compor a revisão de literatura, no primeiro tópico é descrito sobre a teoria da divulgação voluntária, ao passo que a segunda parte abordou-se a estrutura de propriedade e o conselho de administração.

2.1 Teoria da Divulgação Voluntária

Verrecchia (2001) apresenta uma discussão acerca dos modelos matemáticos desenvolvidos pela teoria da divulgação para explicar e prever os fenômenos relacionados a divulgação. Nesse estudo ele apresenta uma classificação das pesquisas em categorias: a primeira refere-se a Divulgação baseada em associação que busca analisar os efeitos do *disclosure* nos agentes, a segunda a Divulgação baseada em julgamento que analisa a discricionariedade que os gerentes exercem em relação ao *disclosure* e a última a Divulgação baseada na eficiência analisa quais configurações do *disclosure* são preferidas. Assim este estudo se classifica dentro da segunda categoria proposta por Verrecchia (2001).

Dye (2001) acredita que a teoria de *disclosure* voluntário está relacionada a necessidade que as empresas tem de evidenciar informações que sejam favoráveis aos objetivos da entidade. Por sua vez, para Verrecchia (2001) ainda não há uma teoria consolidada capaz de explicar a divulgação voluntária, havendo apenas uma mescla de teorias contábeis, econômicas e financeiras.

De acordo com Murcia e Santos (2009) a lógica é que o *disclosure* só acontece se os benefícios gerados pela divulgação destas informações voluntárias, por exemplo, a redução do custo de capital e/ou o aumento da liquidez das ações, sejam superiores aos seus custos de elaboração e de publicação das demonstrações.

No contexto internacional Ben-Amar e Zeghal (2011), investigaram a relação do conselho de administração com relação a transparência do *disclosure* da remuneração do executivo no mercado canadense. Eles analisaram 181 empresas da bolsa de Toronto, e concluíram que há uma relação significativa e positiva entre a transparência das informações relacionadas com a remuneração dos executivos e a independência da gestão, e entre o tamanho da empresa e as oportunidades de crescimento. O estudo fornece contribuições no sentido de o conselho da administração exercer controle acerca de comportamentos oportunistas dos gerentes.

Schultz, Marques e Murcia (2012) investigaram o *disclosure* voluntário em cooperativas agropecuárias comparativamente a empresas de capital aberto do setor agropecuário no período de 2008, eles identificaram que as cooperativas apresentaram um maior nível de *disclosure* de informações voluntárias referentes a questões ambientais e sociais já as companhias de capital aberto apresentaram maior nível de divulgação com relação a informações econômicas.

Em seu estudo Sousa et al. (2014) analisou a relação do valor de mercado e o *disclosure* voluntário de informações referentes a questões econômicas, ambientais e sociais nos relatórios de companhias entre 2007 e 2011. Eles identificaram uma relação significativa entre o valor de mercado das companhias com o *disclosure* voluntário de informações econômicas e ambientais, a relação foi positiva com relação as informações econômicas e negativa com relação as informações ambientais.

Almeida et al. (2015) verificou que a estrutura de capital não exerce influência sobre o *disclosure* voluntário. Eles realizaram uma análise da relação da estrutura de propriedade com o *disclosure* de informações socioambientais nas maiores companhias brasileiras, eles identificaram que organizações de controle estatal se destacam com maior nível de divulgação.

Torchia e Calabrò (2016) identificaram que o conselho de administração influencia diretamente na divulgação de informações financeiras das companhias italianas, elas verificaram uma relação positiva entre o nível de *disclosure* e a independência dos diretores e uma associação negativa com o tamanho da empresa. Ou seja, ele ressalta a importância da independência do conselho de administração e das práticas de governança frente a melhor qualidade do *disclosure* das informações financeiras.

Diante destes resultados os gestores tem de trabalhar de forma a maximizar o valor da firma e que a realização do *disclosure* desembolsa custos, então deve-se buscar um equilíbrio da divulgação voluntária da informação que aumenta o valor da empresa e da informação que diminui esse valor da empresa, fazendo a relação do custo-benefício do *disclosure* voluntário. (VERRECCHIA, 2001).

2.2 Estrutura de Propriedade e Conselho de Administração

Estudos relacionados a estrutura de propriedade e controle das companhias tem sido um tema bastante enfatizado nos mercados de capitais, como exemplo, Campos (2006), em países nos quais a concentração de ações entre poucos investidores são mais destacadas, como é o caso do Brasil, nesse aspecto, diversas são as peculiaridades do mercado e das firmas que podem influenciar a da estrutura de propriedade, como também, são vários os efeitos dessa estrutura o desempenho, governança corporativa e assimetria de informação (CAIXE e KRAUTER, 2013).

Nesse sentido, um dos primeiros relatos da separação entre propriedade (acionistas) e controle (gestores) foi realizado por Smith (1989) no “*The Wealth of Nations*”. Em que, o autor verificou a preocupação com a estrutura de propriedade nas firmas, abordando os custos que podem vir a ocorrer caso o gestor não levasse em conta as necessidade dos acionistas. Ao passo que, Berle e Means (1932), na obra “*The Modern Corporation and a Private Property*”,

destacam o quanto as firmas estavam sentindo a dificuldade de mantê-las sob a custódia de apenas um proprietário, sendo que o controle estava sendo repassado para gestores.

Ao passo que, Balassiano (2012) afirma que a estrutura de propriedade diz respeito à estrutura societária da companhia, tendo em vista que a percentagem de ações de um acionista no que tange ao total de ações da firma, além da relação entre a quantidade de recursos alocados por acionistas internos (administradores) e externos (investidores sem atuação na administração). Bem como, para Campos (2006) é enfatizada pelos seguintes aspectos: (i) a identidade do acionista majoritário, ou seja, categoria com controle acionário da firma, tais como famílias, governo, bancos, investidores institucionais, entre outros; (ii) além da concentração da propriedade, sendo às ações detidas por acionista ou grupo de acionistas.

Diante disso, os conflitos de agência podem vir a influenciar de forma direta as decisões de investimento e financiamento de uma companhia, pela gestão. Sendo assim, o futuro da organização pode ser decidido pelos gestores e não pelos proprietários (investidores). A medida que, os interesses dos dois grupos nem sempre convergem, ou seja, os investidores correm o risco de que aspectos relevantes do cotidiano da firma sejam delegados aos administradores (Coutinho, Amaral & Bertucci, 2006)

Dessa forma, Coutinho, Amaral e Bertucci (2006) ainda relata que o custo de agência, é resultado das perdas de riqueza da empresa como fruto dos conflitos que ocorrem entre agentes e principais. Nesse contexto, Jensen e Meckling (1976), determinam que devem ser criados mecanismos (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas, incorrendo em custos de agência, que incluem custos de monitoramento pelo principal e custos de comprometimento do agente.

Levando em consideração, os aspectos já enfatizados sobre os conflitos entre a gestão e os proprietários, a governança corporativa surge como mecanismo de auxílio à boa gestão, em que evidencia as distinções entre a propriedade e a administração das firmas. Em que, sabendo-se que proprietários são os acionistas, os conselheiros e executivos são responsáveis pela administração e satisfação dos anseios dos proprietários.

Assim, Bebchuk e Weisbach (2010) argumentam que se deve ter atenção para que não haja uma proporção exacerbante de dimensões de governança com pouca significância, bem como, não desmerecer dimensões que de fato tragam contribuições. Entre tais dimensões, Claessens e Yurtoglu (2013) destacam os direitos dos acionistas, a estrutura de propriedade e o conselho de administração. A medida que Silveira e Barros (2008) relatam, como elementos importantes para a construção de um índice, o acesso às informações (*disclosure*), o conteúdo das informações, a estrutura do conselho de administração e a estrutura de propriedade.

Além de Bebchuk e Weisbach (2010) e Claessens e Yurtoglu (2013), Correia, Amaral e Louvet (2011) enfatizam que um dos intuitos da governança é diminuir a Assimetria da Informação, reduzindo os conflitos de agência, em que, os autores consideram a composição do conselho de administração, a estrutura de propriedade, a transparência (*Disclosure*), os incentivos aos administradores e a proteção aos acionistas minoritários.

Dessa maneira, condizendo com a Lei 6.404/76, autores como Terra e Lima (2006), Silveira e Barros (2008), Correia, Amaral e Louvet (2011), Bebchuk e Weisbach (2011), Claessens e Yurtoglu (2013) e Cunha e Politelo (2013) determinarem o Conselho de Administração como fator fundamental em qualquer sistema de boa governança, devendo levar em consideração sua integridade, tamanho e a prestação de contas da organização e de sua gestão, incluindo a supervisão e a orientação da diretoria.

A medida que, corroborando com Silveira, Barros e Famá (2003), sobre a composição do conselho de administração, Correia, Amaral e Louvet (2011), relatam que o elevado número de conselheiros pode causar problemas de comunicação, o que permite o domínio do agente, além de favorecer o surgimento de conflitos internos, devido a possível dificuldade de muitos envolvidos na empresa a chegarem a um consenso na tomada de decisões.

Silveira, Barros e Famá (2003), argumentam que o Conselho de Administração com intuito de alinhar os interesses dos acionistas e administradores, deve ser composto, por indivíduos divergentes ocupando os cargos de diretor executivo e presidente do conselho, maior participação possível de membros independentes no conselho, além possuir um número adequado de membros, além de outros diversos fatores, tais como ser enfatizado procedimentos internos, como exemplo, a remuneração e posse de ações dos executivos, e procedimentos externos, podendo ser citado o mercado de trabalho competitivo.

Lethbridge (1997) determina que, o Comitê Cadbury, formado no Reino Unido para propor reformas nos modelos de governança do país, recomendou, no relatório de 1992, que os conselhos incluam mais diretores independentes, sendo assim, nomeados pelos membros dos conselhos de administração, e dessa forma, haver uma separação entre os papéis de diretores executivos e não-executivos, sendo estes mais envolvidos no monitoramento dos diretores executivos. Ainda, como a tendência é de que os investidores institucionais apreciem a presença de diretores independentes, as firmas dos Estados Unidos estão nomeando-os cada vez mais.

No âmbito internacional, Alfraih (2016) destaca que como resultado de suas pesquisas a relevância do conselho de administração e de suas características na promoção da divulgação obrigatória. Em que, é relatado que a divulgação é fundamental para a eficácia dos mercados de capital, e uma implicação direta do seu estudo é que essas características pode ser utilizada como um indicador de melhor qualidade e de relatórios financeiros.

Além de Alfraih (2016), Ben-Amar e Daniel Zeghal (2011) realiza uma pesquisa que tem como objetivo de investigar a relação entre a independência do conselho de administração e remuneração de executivos, quanto ao *disclosure*, a medida que foi examinado as práticas de divulgação de uma amostra de 181 empresas listadas na Bolsa de Valores de Toronto. Como resultados, a independência do conselho de administração é positivamente relacionada à transparência das informações relacionadas com a remuneração de executivos.

Ainda, Torchia e Calabrò (2016) realizou uma análise para a relação entre a composição do conselho de administração (independentes do conselho de administração, tamanho e CEO-dualidade (Chief Executive Officer), além da transparência financeira e divulgação T&D (treinamento e desenvolvimento). Na qual, suas conclusões revelam a importância de avaliar a eficácia dos mecanismos de governação das empresas em melhorar o nível de participação financeira T&D. Em que, o autor corroborou com Silveira, Barros e Famá (2003), ao fornecer algumas indicações para as empresas a melhorar os mecanismos de governança interna, por exemplo a relevância da elevada proporção de administradores independentes.

2.3 Desenvolvimento das Hipóteses

O presente estudo investiga como o conselho de administração pode afetar o nível de *disclosure* voluntário das companhias brasileiras. De acordo com Bezerra *et al.* (2015) o conselho tem duas funções importantes que é reafirmar as decisões e monitorar a gestão, além disso ele é composto tanto por membros externos como por membros internos eleitos para defender o direito de todos os acionistas, uma característica do conselho determinantes para a sua eficácia é o seu tamanho. Nesse sentido torna-se importante verificar se o conselho e a sua composição se relaciona com o nível de *disclosure* das companhias, levando em consideração

autores como Torchia e Calabrò (2016); Alfraih (2016), Ben-Amar e Daniel Zeghal (2011) e Correia, Amaral e Louvet (2011). Diante disso, pretende-se verificar as seguintes hipóteses:

H1: Existe relação positiva entre o tamanho do conselho de administração e o disclosure voluntário das empresas.

H2: Existe relação positiva entre a independência dos membros do conselho e o nível de disclosure voluntário das empresas.

H3: Existe relação positiva entre o presidente do conselho ser o CEO e o nível de disclosure voluntário das empresas.

No que tange a Estrutura de Propriedade das empresas também busca-se investigar se esta pode influenciar na divulgação de informações voluntárias por parte das empresas. De acordo com Almeida et al. (2016) a composição acionária, através de acionistas controladores, e do perfil deles pode influenciar no nível de *disclosure* voluntário das empresas. Dam e Scholtens (2013) em seu estudo com empresas multinacionais europeias verificou a relação entre o controle acionário e a divulgação voluntária, identificaram que quanto maior a concentração menor o nível de divulgação. Portanto, é relevante analisar se há alguma relação entre a estrutura de propriedade das empresas e a divulgação voluntária destas, como enfatizado por Campos (2006). Sendo assim, tem-se mais as seguintes hipóteses:

H4: Há relação positiva entre o tipo de ações que é emitido pelas empresas e o nível de disclosure voluntário das mesmas.

H5: Há relação positiva entre a presença de acionista controlador e o nível de disclosure voluntário das empresas.

H6: Há relação positiva entre a proporção das ações das empresas e o nível de disclosure voluntário das mesmas.

3 Metodologia

Os dados foram coletados no banco de dados da Economática® e nos formulários de referência das empresas, por meio dos sitios das próprias firmas e do sitio da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com todas as empresas abertas que negociaram suas ações na BM&FBOVESPA, no período de 2010 a 2015.

A escolha do período a partir do ano de 2010 se justifica por causa da mudança do padrão contábil brasileiro para o padrão internacional das *International Financial Reporting Standards* (IFRS), com o advento da Lei nº 11.638/2007.

Para compor a amostra, foram selecionadas as companhias que têm informações disponíveis sobre todas as variáveis investigadas e que negociam suas ações, ou seja, que estejam classificadas como ativas na bolsa no período selecionado. Obtendo como amostra final um total de 204 empresas, como descrito na tabela 1.

Tabela 1- Amostra das empresas que ações compõem o índice IBRX.

Crítérios	Nº de Empresas	%
Empresas listadas na Bolsa	386	100
Empresas com ausência de informações	182	47%
Amostra Final	204	53%

Fonte: Dados da pesquisa.

3.1 Variáveis dependentes

Autores como Dye (2001) e Almeida et al. (2015) e Sousa, et al (2014), realizam uma discussão sobre a efetividade de uma teoria unificada ou abrangente sobre *disclosure* voluntário. Nesse perspectiva, no que tange a variável dependente selecionada, para a dimensão *disclosure*, é descrita na tabela 2.

Tabela 2: Definição da dimensões das variáveis de Disclosure

Dimensão	Variável	Definição	Base Teórica
<i>Disclosure</i>	Relatório no Prazo (RP)	Empresas que divulgar os relatórios financeiros anuais até o prazo recebe 1 (um), caso contrário 0 (zero).	Clarkson et al. (2013); Plumlee <i>et al.</i> (2015).

Fonte: Dados da pesquisa

3.2 Variáveis independentes

Quanto as variáveis independentes, serão enfatizadas por meio de duas dimensões (Composição do Conselho de Administração e Estrutura de Propriedade). Com base em autores diversos, tais como, Terra e Lima (2006), Silveira e Barros (2008), Correia, Amaral e Louvet (2011), Bebchuk e Weisbach (2011), Claessens e Yurtoglu (2013), Cunha e Politelo (2013), Alfraih (2016), Ben-Amar e Daniel Zeghal (2011), Calabrò (2016), Caixe e Krauter, (2013), Berle e Means (1932), Smith (1989) e Jensen e Meckling (1976). Como enfatizado na tabela 3.

Tabela 3: Definição da dimensões das variáveis independentes

Dimensão	Variável	Definição
Conselho de Administração	Tamanho do Conselho (TC)	Conselho formado por 5 (cinco) a 9 (nove) membros recebeu o valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Independência (Ind)	Conselho com pelo menos 20% dos membros sendo independentes recebeu o valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Chairman/CEO (CEO)	Conselho cujo presidente é o CEO recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
Estrutura de Propriedade	Ações ON (TA)	Empresa que emitia apenas ação ordinária recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Participação do Controlador (PC)	Empresa em que os controladores possuíam menos que 50% das ações com direito ao voto recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).
	Fluxo de Caixa/Controle (FC)	Empresa em que a razão das ações preferenciais pelas ações ordinárias foi maior ou igual a 1 (um) recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).

Fonte: Dados da pesquisa

3.3 Variáveis de Controle

As variáveis de controle serão destacadas em duas dimensões (Características das Empresas e Desempenho), na qual a base teórica será de acordo com Sousa, et al. (2014) e Almeida, et al. (2014). Como observado na tabela 4.

Tabela 4: Definição da dimensões das variáveis de controle

Dimensão	Variável	Definição	Base Teórica
Características das Empresas	Tamanho da Firma (TF)	Log natural do total de ativos das empresas.	Sousa et al. (2014)
	Internacionalização (Int)	Empresa que emita ADR terá o valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).	Almeida et al. (2015);

			Sousa et al. (2014)
	Controle Acionário (CA)	Empresa Estatal recebe o valor de 1 (um), se privada 0 (zero).	Sousa et al. (2014); Almeida et al. (2015)
	Governança Corporativa (GOV)	Empresa listada em nível diferenciado de governança da BM&FBOVESPA (N1, N2 ou Novo Mercado) recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).	Sousa et al. (2014)
Desempenho	Alavancagem (Alv)	Dívidas totais dividido pelo Ativo total.	Almeida et al. (2015)
	Retorno sobre o Ativo (ROA)	Lucro Líquido dividido sobre o Ativo total.	Almeida et al. (2015)

Fonte: Dados da pesquisa

3.4 Tratamento Econométrico

A partir da seleção das variáveis do estudo, apresenta-se, os modelos econométricos para análise da relação entre *disclosure* voluntário e o conselho de administração e a estrutura de propriedade. Nesse aspecto, pretende-se analisar a relação entre as variáveis por meio de um modelo de regressão Logit devido a variável dependente ser uma *dummy*, como descrito pela equações 1 e 2 a seguir.

$$RP = \alpha + TC\beta_1 + Ind\beta_2 + CEO\beta_3 + TF\beta_4 + Int\beta_5 + CA\beta_6 + GOV\beta_7 + Alv\beta_8 + ROA\beta_9 + \varepsilon \quad (1)$$

$$RP = \alpha + TAB\beta_1 + PC\beta_2 + FC\beta_3 + TF\beta_4 + Int\beta_5 + CA\beta_6 + GOV\beta_7 + Alv\beta_8 + ROA\beta_9 + \varepsilon \quad (2)$$

4 Análise dos Resultados

A estatística descritiva das variáveis da amostra selecionada evidencia a média, desvio padrão, valores mínimo, máximo e a mediana, das 204 empresas analisadas no período de 2010 a 2015 conforme é apresentado na Tabela 5. Observa-se por meio da análise que a grande maioria das empresas divulgam as informações econômico-financeiras no prazo, cerca de 96% delas.

Tabela 5 – Estatística Descritiva das Variáveis 2010 – 2015

Variáveis	Obs	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Mediana
RP	1209	0,963	0,189	0,000	1,000	1,000
TC	1211	0,756	0,430	0,000	1,000	1,000
Ind	1211	0,571	0,495	0,000	1,000	1,000
CEO	1211	0,810	0,392	0,000	1,000	1,000
TA	1211	0,555	0,497	0,000	1,000	1,000
PC	1211	0,489	0,500	0,000	1,000	0,000
FC	1211	0,102	0,302	0,000	1,000	0,000
TF	1211	14,885	1,857	6,650	20,618	15,022
Alav	1211	1,038	4,071	0,005	70,368	0,595
ROA	1211	0,055	2,288	-9,718	76,912	0,033
Int	1211	0,107	0,309	0,000	1,000	0,000
GOV	1211	0,633	0,482	0,000	1,000	1,000
CA	1211	0,069	0,254	0,000	1,000	0,000

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: RP – Relatórios no Prazo; TC – Tamanho do Conselho; Ind – Independência do Conselho; CEO – CEO e presidente do conselho; TA – Tipo da Ação; PC – participação dos acionistas; FC – Fluxo de caixa/Controle; TF – Tamanho da Firma; Alav - Alavancagem; ROA – Retorno sobre os ativos; Int – Internacionalização; GOV – Governança; CA – Controle acionário.

Das 204 empresas que compuseram a análise, verificou-se que 75% delas apresentaram conselhos de administração que possuem a quantidade mínima de membros recomendada pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), corroborando com o resultado obtido por Guimarães (2011). A independência dos membros do conselho foi identificada em cerca de 57% das empresas analisadas, ou seja, mais da metade das empresas analisadas tem cerca de 20% de seus conselheiros eleitos/escolhidos de forma independente sem influência dos acionistas controladores, isso é uma medida que busca assegurar que o conselho possa tomar decisões mais voltadas para a eficiência do desempenho das organizações e não apenas do que for melhor para o acionista controlador.

Ainda com relação a composição do conselho de administração, a variável CEO representa o percentual de empresas onde o presidente da empresa também faz o papel de presidente do conselho, isso acontece em cerca de 81% das empresas analisadas.

Com relação as variáveis que compõem a estrutura de capital das companhias, ao observar a composição acionária das empresas percebe-se metade destas emitem somente ações do tipo ordinária, que dão direito a voto, cerca de 55%. Com relação ao perfil dos controladores destas empresas, metade deles possuem menos de 50% do capital votante, ou seja, é possível observar que ainda há uma alta concentração acionária do capital destas empresas. E com relação a proporção das ações preferenciais que representam o fluxo de caixa e as ações ordinárias que representam controle, observou-se com relação aos acionistas controladores destas companhias que a maioria dão preferências por ações que dão poder de voto, em detrimento de ações que gerem fluxo de caixa.

De acordo com a tabela 6, verifica-se a correlação de *Pearson* para *disclosure* voluntário e as variáveis explicativas da amostra. Dessa forma, observa-se relações positivas entre as variável dependente *disclosure* voluntário e a variável independente representada pela estrutura de propriedade, Fluxo de Caixa/Controle (FC). Em que, empresas com acionistas controladores que tenham grande participações nas ações preferencias das companhias está relacionado a um maior *disclosure*.

Ao passo que, é enfatizado o *disclosure* voluntário e participação do controlador, no sentido de que as firmas em que os controladores possuíam menos que 50% das ações com direito ao voto recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero), ou seja, para que as ações sejam mais pulverizadas. Todavia, observa-se uma relação negativa entre as variáveis, corroborando com Bezerra, et al. (2015), que mesmo esperando uma relação direta entre estrutura de propriedade menos concentrada e informações voluntárias, entretanto, observou-se, uma estimação positiva (0,3857). Vale salientar que, os autores afirmam que uma possível explicação é a adoção obrigatória das IFRS para as demonstrações contábeis consolidadas de firmas abertas em 2010, e para as demonstrações contábeis individuais, desde janeiro de 2008.

Ainda, quanto as variáveis de controle, no que se refere ao *disclosure* voluntário, observa-se que a governança e o controle acionário estão correlacionados negativamente ao *disclosure*, isso significa que a variáveis estão relacionadas a uma menor divulgação.

Tabela 6 – Correlação de *Pearson* das Variáveis

	RP	TC	Ind	CEO	TA	PC	FC	TF	Alav	ROA	Int	GOV	CA
RP	1												
TC	-0,0103	1											
Ind	-0,1002*	0,3335*	1										
CEO	-0,0285	0,1067*	0,2222*	1									
TA	-0,1060*	0,2600*	0,5490*	0,1636*	1								
PC	-0,0266	0,0834*	0,1976*	0,0103	0,3440*	1							
FC	0,0517***	-0,0886*	-0,1833*	-0,0254	-0,2764*	0,0102	1						
TF	-0,0136	0,1287*	0,1933*	0,2036*	0,0899*	-0,026	-0,1191*	1					
Alav	0,0192	-0,1746*	-0,0578**	-0,1918*	-0,1179*	-0,1040*	0,0421	-0,2889*	1				
ROA	0,008	-0,0227	-0,01	0,0279	-0,0159	-0,015	-0,0187	-0,0125	-0,0985*	1			
Int	0,0255	-0,0590**	-0,0033	0,0853*	-0,0732*	-0,0967*	-0,0629 **	0,4728*	-0,0377	-0,0037	1		
GOV	-0,0501***	0,3129*	0,5482*	0,2913*	0,4771*	0,2607*	-0,1469*	0,3771*	-0,1407*	0,0374	0,1183*	1	
CA	-0,1181*	-0,1094*	-0,0586**	0,041	-0,1021*	-0,2150*	-0,0057	0,2145*	-0,034	-0,0037	0,2218*	-0,0149	1

Fonte: Dados da pesquisa.

Notas: RP – Relatórios no Prazo; TC – Tamanho do Conselho; Ind – Independência do Conselho; CEO – CEO e presidente do conselho; TA – Tipo da Ação; PC – participação dos acionistas; FC – Fluxo de caixa/Controle; TF – Tamanho da Firma; Alav - Alavancagem; ROA – Retorno sobre os ativos; Int – Internacionalização; GOV – Governança; CA – Controle acionário.

Tabela 7 – Regressão do *disclosure* voluntário em relação a composição do conselho de administração

$$RP = \alpha + TC\beta_1 + Ind\beta_2 + CEO\beta_3 + TF\beta_4 + Int\beta_5 + CA\beta_6 + GOV\beta_7 + Alv\beta_8 + ROA\beta_9 + \varepsilon$$

Painel A					(95% Intervalo de Confiança)	
Variáveis Explicativas	Coef.	Erro pd.	Estat. Z	p-valor		
Cons	2.49	1.74	1.43	0.15	(0.91)	5.90
TC	1.15	0.42	0.37	0.70	(0.67)	0.98
IND	(1.63)	0.49	(3.31)	0.00	(2.60)	(0.66)
CEO	(0.15)	0.46	(0.33)	0.74	(1.07)	0.76
TF	0.11	0.11	0.94	0.34	(0.12)	0.34
INT	1.33	0.68	1.46	0.14	(0.34)	2.36
CA	(2.00)	0.45	(4.39)	0.00	(2.89)	(1.11)
GOV	(0.00)	0.44	(0.01)	0.99	(0.88)	0.87
ALV	0.76	0.53	1.25	0.21	(0.38)	1.73
ROA	(1.33)	0.86	1.55	0.12	(0.35)	3.02

Painel B – Estatística do Modelo					
Descrição	Valor	Descrição	Valor	Descrição	Valor
Pseudo R ²	9.38%	Prob. F	0.00	Val. Corretamente classificados	96.28%
LR Estat.	36.06	Obs.	1209	Probab. (<i>Disclosure</i>)	98.15%

Notas: RP – Relatórios no Prazo; TC – Tamanho do Conselho; Ind – Independência do Conselho; CEO – CEO e presidente do conselho; TA – Tipo da Ação; PC – participação dos acionistas; FC – Fluxo de caixa/Controle; TF – Tamanho da Firma; Alav - Alavancagem; ROA – Retorno sobre os ativos; Int – Internacionalização; GOV – Governança; CA – Controle acionário.

A tabela 7 evidencia a regressão do *disclosure* voluntário das informações socioambientais em relação a composição do conselho de administração, e as variáveis de controle. Dessa maneira, pode-se identificar que a partir do LR com valor de 36.06, as variáveis são conjuntamente significativas para explicar a probabilidade de a composição do conselho de administração influenciar na divulgação de informações voluntárias (nessa pesquisa enfatizado pelos relatórios sociais e de sustentabilidade). Ainda, o valor da estatística da probabilidade F indica que não há a rejeição da hipótese de que todos os coeficientes sejam iguais a 0.

Quanto ao pseudo R², em aproximadamente 9.38% da variação da variável dependente pode ser explicada pelas variáveis independentes do modelo. Ao passo que, destaca-se a descrição do valor corretamente classificados, ou seja, de maneira geral o modelo da tabela 7 pode prevê 96,28% de observações de forma correta. Nesse sentido, quanto a probabilidade do *disclosure* voluntário ser explicado pela composição do conselho de administração no ponto médio, pode-se observar um percentual de 98.15%.

No que tange aos valores dos coeficientes, o tamanho do conselho de administração, ou seja, conselho formado por 5 (cinco) a 9 (nove) membros, como requerido pelo nível mais elevado de governança corporativa, possui relação positiva no que tange ao nível de *disclosure* voluntário, para as empresas selecionadas, e no período analisado, corroborando com Bezerra, et al. (2015). Enquanto que, para as variáveis de controle, evidencia-se as relações positivas do Log natural do total de ativos das empresas, emissão de *American Depositary Receipts* (ADR), e alavancagem.

Tabela 8 – Regressão do *disclosure* voluntário em relação a estrutura de propriedade
$$RP = \alpha + TA\beta_1 + PC\beta_2 + FC\beta_3 + TF\beta_4 + Int\beta_5 + CAB\beta_6 + GOV\beta_7 + Alv\beta_8 + ROA\beta_9 + \varepsilon$$

Painel A					(95% Intervalo de Confiança)	
Variáveis Explicativas	Coef.	Erro pd.	Estat. z	p-valor		
Cons	3.70	1.69	2.18	0.02	0.37	7.03
TA	(1.24)	0,45	(2.70)	0.00	(2.14)	(0.34)
PC	(0.25)	0.35	(0.70)	0.48	(0.95)	0.45
FC	1.03	1.04	1.00	0.31	(1.00)	3.08
TF	0.31	0.11	0.27	0.33	(0.19)	0.25
INT	0.75	0.76	1.11	0.26	(0.57)	2.08
CA	(1.98)	0.45	(4.35)	0.00	(2.87)	(1.08)
GOV	(0.12)	0.43	(0.30)	0.76	(0.97)	0.72
ALV	0.47	0.49	0.96	0.33	(0.49)	1.44
ROA	1.02	0.76	1.33	0.18	(0.48)	2.52

Painel B – Estatística do Modelo					
Descrição	Valor	Descrição	Valor	Descrição	Valor
Pseudo R ²	9.54%	Prob. F	0.00	Val. Corretamente classificados	96.28%
LR Estat.	36.69	Obs.	1209	Probab. (<i>Disclosure</i>)	97.97%

Notas: RP – Relatórios no Prazo; TC – Tamanho do Conselho; Ind – Independência do Conselho; CEO – CEO e presidente do conselho; TA – Tipo da Ação; PC – participação dos acionistas; FC – Fluxo de caixa/Controle; TF – Tamanho da Firma; Alav - Alavancagem; ROA – Retorno sobre os ativos; Int – Internacionalização; GOV – Governança; CA – Controle acionário.

Pela tabela 8, observa-se a regressão do *disclosure* voluntário em relação a estrutura de propriedade das empresas analisadas e no período enfatizado. Em que, verifica-se pelo LR um valor de 36.69, um pouco mais elevado no que se refere a tabela anterior, dessa maneira, as variáveis são conjuntamente significativas para explicar a probabilidade de a estrutura de propriedade influenciar no *disclosure* de informações voluntárias sobre relatórios socioambientais. Ao passo que, o valor da estatística da probabilidade F determina que não há a rejeição da hipótese de que todos os coeficientes analisados sejam iguais a 0.

No que tange ao pseudo R², em aproximadamente 9.54% da variação da variável dependente pode ser explicada pelas variáveis independentes do modelo. A medida que, é possível verificar a descrição do valor corretamente classificados, em que, de forma geral o modelo da tabela 8 pode prevê 96,28% de observações de forma correta, mesmo percentual da tabela 7. Ainda, quanto a probabilidade do *disclosure* voluntário ser explicado pela estrutura de propriedade no ponto médio, pode-se destacar um percentual de 97.97%.

Quanto aos coeficientes das variáveis independentes, a variável Fluxo de Caixa/Controle apresentou relação positiva com o *disclosure* voluntário, tendo em vista que para Campos (2006) e Balassiano (2012), a existência das duas classes de ações permite que as empresas captem recursos por meio da emissão de ações PN (ações preferenciais) e concentrem ações ON (ações ordinárias) conduzindo a seus controladores a manutenção de poder, porém, com menor alocação de recursos próprios, ou seja, é também relevante para o *disclosure* voluntário para os acionistas sem direito a voto.

5 Considerações Finais

Este estudo teve por objetivo analisar a relação do *disclosure* voluntário com a composição do conselho de administração e da estrutura de propriedade das companhias brasileiras listadas na BM&FBovespa. Em que, cerca de 96% das empresas apresentaram as informações analisadas. Nessa perspectiva, quanto as hipóteses de pesquisas, relevantes para responder ao objetivo de estudo, observou-se os seguintes resultados:

Quanto as três primeiras hipóteses de pesquisa, que diz respeito as relações positivas entre a composição do conselho de administração e o nível de *disclosure* voluntário, verificou-se que pelos coeficientes da regressão, que apenas o tamanho do conselho não foi rejeitado, no que tange ao *disclosure*. Resultado este que condiz com o pensamento de Silveira e Barros (2008), Correia, Amaral e Louvet (2011) ao afirmarem a necessidade de um número adequado de conselheiros, pois um número elevado pode causar problemas de comunicação, o que permite o domínio do agente e favorece o surgimento de conflitos internos, devido à possível dificuldade dos indivíduos chegarem a um consenso quando têm que tomar decisões.

No que se refere as três hipóteses sobre as relações positivas entre a estrutura de propriedade e *disclosure* voluntário, apenas a variável Fluxo de Caixa/Controle não foi rejeitada, pela importância da proporção das ações (ações preferenciais pelas ações ordinárias).

Por fim, atenta-se para as limitações da pesquisa, tanto pelo período de análise ser entre apenas 2010 a 2015, quanto pela limitação das companhias selecionadas para amostra, ou seja, o estudo não deve ser generalizado. No entanto, não deve ser invalidado, tendo em vista suas principais contribuições, tais como, as relações entre o conselho de administração, estrutura de propriedade e *disclosure* voluntário. Como sugestão para futuras pesquisas, recomenda-se a inserção de mais variáveis explicativas relacionadas ao *disclosure*, o que proporcionará a captação de maiores características sobre o tema.

Referências

ALFRAIH, M. M. The effectiveness of board of directors' characteristics in mandatory disclosure compliance, **Journal of Financial Regulation and Compliance**, 24. 2016.

ALMEIDA, T. A.; SANTOS, L. M. F.; CABRAL, A. C. A.; SANTOS, S. M.; & PESSOA, M. N. M. Estrutura de Propriedade e *Disclosure* Econômico e Socioambiental nas Maiores Empresas do Brasil. **REPeC**, v. 9, n. 4, p. 362-379, out./dez. 2015.

ARANHA, C. E.; ROSSONI, L.; & MENDES-DA-SILVA, W. Capital social do conselho de administração e desempenho de empresas de capital aberto brasileiras. **Ram, rev. Adm. Mackenzie**, v.17, n.1, pp.15-39. 2016.

BALASSIANO, M. G. **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. 2012. Dissertação (Mestrado em Administração) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. 2012.

BEBCHUK, A.; WEISBACH, M. The State of Corporate Governance Research. **The Review of Financial Studies**, 23(3). 2010.

BEN-AMAR, W.; ZEGHAL, D. "Board of directors' independence and executive compensation disclosure transparency: Canadian evidence", **Journal of Applied Accounting Research**, v. 12, n. 1, pp.43 – 60. 2011.

BERLE, A.; MEANS, G. **The Modern Corporation and Private Property**. New York: Macmillan. 1932.

BEZERRA, P. C. S., LUSTOSA, P. R. B., SALES, I. C. H., & FERNANDES, B. V. R. Estrutura de Propriedade, Conselho de Administração e *Disclosure* Voluntário: Evidências de Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista Universo Contábil**, 11(2), 25-46. 2015.

Brasil, Lei 6.404 de 1976, dispõe sobre as sociedades anônimas.

CAIXE, D. F.; KRAUTER, E. A. Influência da Estrutura de Propriedade e Controle sobre o Valor de Mercado Corporativo no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças**, 24(62), p. 142-153. 2013.

CAMPOS, T. L. C. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração da USP**, 41(4), p. 369-380, out./nov./dez. 2006.

CLAESSENS, S.; YURTOGLU, B. Corporate governance in emerging markets: a survey. **Emerging Markets Review**, (15), 1-33. 2013.

CLARKSON, P., FANG, X., LI, Y., & RICHARDSON, G. The relevance of environmental disclosure: are such disclosures incrementally informative? **J. Acc. Public Policy** 32, pp. 410–431, 2013.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LUVET, P. Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade e Finanças-USP**, São Paulo, 22(55), p. 45-63, jan./fev./mar./abr., 2011.

COUTINHO, E. S. AMARAL, H. F. BERTUCCI, L. A. O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas Brasil. **Revista de Administração da USP**, 41(2), p.197-207, abr./maio/jun. 2006.

CUNHA, P. R.; POLITELO, L. Determinantes do nível de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBOVESPA. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, São Paulo, 6(2), p. 211-235. 2013.

DAM, L., & SCHOLTENS, B. Ownership concentration and CSR policy of European multinational enterprises. **Journal of Business Ethics**, 118(1), pp. 117-126. 2013.

DYE, RONALD A. An evaluation of 'essays on disclosure' and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**. New York: v. 32, n.1-3, p.181-235, dec. 2001.

GHAZALI, N. A. M. Ownership structure and corporate social responsibility disclosure: some Malaysian evidence. **Corporate Governance**, 7(3), pp. 251-266. 2007.

GUIMARÃES, R. F. S. C. **Oportunidades de crescimento e a Importância da Monitorização exercida pelo Conselho de Administração.** 76 f. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Universidade do Minho, Escola de Economia e Gestão, Portugal. 2011.

HOLTZ, L., & SARLO NETO, A. Efeitos das Características do Conselho de Administração sobre a Qualidade da Informação Contábil no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças - USP**, 25(66), 255-266. 2014.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 3(4), p. 305-360. 1976.

LETHBRIDGE, ERIC. Governança corporativa. **Revista do BNCDES**. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/Giacomo/arquivos/gov-corp/lethbridge-1997.pdf> > Acesso em 22 de Julho de 2016. 1997.

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

PLUMLEE, M., BROWN, D., HAYES, R. M., R., & MARSHALL, S. Voluntary environmental disclosure quality and firm value: Further evidence. **J. Account. Public Policy**. V, 34, n. 4, p. 336–361, 2015.

SCHULTZ, C. A., MARQUES, T. O., MURCIA, F. D., & HOFER, E. Disclosure voluntário de informações ambientais, econômicas e sociais em cooperativas do setor agropecuário. **Teoria e Prática em Administração**, 2(2), 56-77. 2012.

SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B.C.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **RAE**, 43(3), Jul/set. 2003.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **Revista Eletrônica de Administração-READ**, Porto Alegre, Ed. 61, 14(3). 2008.

SMITH, A. **The Wealth of Nations**. Blackstone Audio. 1989.

SOUSA, C. B.; et al. Valor de Mercado e Disclosure Voluntário: Estudo Empírico em Companhias Listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Ambiente Contábil**, v. 6, n. 2, p. 94-115, jul./dez. 2014.

TERRA, P. R. S.; LIMA, J. B. N. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista Contabilidade e Finanças**, São Paulo, 17(42), p. 35-49. 2006.

TORCHIA, M.; CALABRÒ, A. "Board of directors and financial transparency and disclosure. Evidence from Italy", **Corporate Governance**, v. 16, n. 3, pp.593 – 608. 2016.

VERRECCHIA, ROBERT E. Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**. New York: v. 32, n.1-3, p.97-180, dec. 2001.