

Determinantes do nível de divulgação em operações de incorporação, fusão e cisão no Brasil: estudo com empresas não financeiras listadas na Bovespa nos anos de 2004 e 2005

Autores:

CARLA SANTIN ALVES

(UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

BRUNO MEIRELLES SALOTTI

(UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO)

Resumo

O objetivo desse artigo é avaliar a divulgação de informações sobre operações de incorporação, fusão e cisão ocorridas ao longo de 2004 e 2005 com empresas não financeiras listadas na Bovespa e a sua relação com características específicas dessas empresas: tamanho, rentabilidade das ações, endividamento, liquidez, margem, rentabilidade patrimonial, alavancagem financeira, *free float* e governança corporativa. Para tal, realizou-se uma análise de documentos exigidos pela Instrução CVM nº. 319/99 (Protocolo e Justificação – num total de 19 itens) para divulgação de tais operações. Estes dados foram analisados e obtiveram-se informações acerca das operações realizadas e de particularidades de sua divulgação. Num segundo momento, calcularam-se, para cada empresa, uma nota de divulgação, a qual foi relacionada às características específicas das companhias. Conclui-se que todos os setores (segundo divisão da Bovespa) realizaram operações de reestruturações no período analisado, sendo o de Utilidade Pública com maior frequência; muitas empresas divulgaram menos informações que o exigido; o item menos divulgado está relacionado a passivos não contabilizados e o tamanho da empresa é a única variável independente associada à maior divulgação de informações.

1. Introdução

Segundo estudo trimestral desenvolvido pela KPMG (2005), foram realizadas em 2005, no Brasil, 363 operações de fusões e aquisições em todos os setores. Em 2004 foram 299 operações. No estudo, que avalia as operações ocorridas desde o ano de 1994, o total de operações realizadas em 2005 foi superado apenas pelo ano de 1997, quando ocorreram 372 operações em consequência do período das privatizações. Estudos de outras empresas como a Price Waterhouse Coopers (2006) e Deloitte (2006) também destacam o crescimento dessas operações no Brasil.

Uma das consequências da globalização é o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, que tem mostrado grande crescimento e cada vez recebe mais investimentos, tanto internos quanto externos. Com isso, cresce também a relevância da divulgação de informações, com papel indispensável na comunicação entre empresas e *stakeholders*, ou seja, todos aqueles que estão relacionados direta e indiretamente com as atividades da empresa.

Assim, com base na abordagem positiva da contabilidade, ou seja, desenvolver conclusões partindo da observação da realidade e com embasamento teórico, questiona-se se as empresas têm divulgado o nível de informações exigido pela CVM e se as características específicas dessas empresas se relacionam com o nível de divulgação por elas praticado.

Portanto, o presente artigo tem como objetivo avaliar a divulgação de informações sobre operações de incorporação, fusão e cisão ocorridas ao longo de 2004 e 2005 com empresas não financeiras listadas na Bovespa e demonstrar se há relação entre esse nível de

divulgação e as características específicas dessas empresas – tamanho da empresa, rentabilidade das ações, endividamento, liquidez, margem, rentabilidade patrimonial, alavancagem financeira, *free float* e governança corporativa.

Para atender a esse objetivo, a seção seguinte apresenta a revisão bibliográfica do assunto. Posteriormente, detalha-se a metodologia da pesquisa e, por fim, a análise dos resultados e as conclusões.

2. Revisão Bibliográfica

2.1. Incorporação, Fusão e Cisão – Aspectos Conceituais

A legislação societária define incorporação como uma “operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhe sucede em todos os direitos e obrigações” (art. 227 da Lei nº. 6.404/76); fusão “é a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações” (art. 228 da Lei nº. 6.404/76) e cisão “é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim, ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, e dividindo-se o seu capital, se parcial a versão” (art. 229 da Lei nº. 6.404/76).

As regras de divulgação dessas operações são estabelecidas pela Instrução CVM nº. 319/99, que determina o seguinte:

As condições de incorporação, fusão ou cisão envolvendo companhia aberta deverão ser comunicadas pela companhia, (...), à CVM e às bolsas de valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, assim como divulgadas na imprensa, mediante publicação nos jornais utilizados habitualmente pela companhia.

A Instrução CVM nº. 319/99 explicita ainda um mínimo de 19 itens a serem divulgados e comunicados, abrangendo diversos aspectos da operação, desde seus motivos e justificativas de realização até o detalhamento de cálculos de relação de troca de ações entre as empresas envolvidas. As informações divulgadas pelas empresas podem, portanto, estar aquém, atingirem ou irem além do mínimo explícito no texto da Instrução. Cada empresa terá uma quantidade e uma qualidade diferentes em relação à divulgação das informações.

Essas operações, no Brasil, estão bastante atreladas à forma jurídica e não há tratamento contábil específico, embora sua prática seja bastante comum. Não há no País denominação específica para o termo, mas é bastante utilizada a expressão “operações de fusões e aquisições”. Em fusões incluem-se as operações de incorporação, fusão e cisão.

No Brasil essas operações são orientadas principalmente pelas seguintes normas:

- ✓ Lei nº 6.404/76 (Lei de Sociedades por Ações), capítulo XVIII, seção II – Incorporação, fusão e cisão (alterada pela Lei nº. 9.457/97);
- ✓ Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução 319/99, relativa às operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta (alterada pelas instruções 320/99 e 349/01).

Internacionalmente, tanto o *International Accounting Standard Board* – IASB (órgão que define padrões contábeis internacionais) quanto o *Financial Accounting Standard Board* – FASB (órgão regulatório dos padrões contábeis norte-americanos) possuem normas específicas para as operações de fusões e aquisições.

Este é um campo da contabilidade em que ainda residem diversas restrições para a internacionalização das práticas. Enquanto os organismos internacionais preocupam-se com a

essência econômica das operações, o Brasil está atrelado à forma jurídica. Tais operações ocorrem em grande número no Brasil, e muitas vezes de modo bastante similar às aquelas ocorridas em outros países, mas ainda sem normas dos órgãos reguladores.

2.2. Divulgação de Informações – Aspectos Conceituais

A divulgação de informações, internacionalmente conhecida como *disclosure*, é o canal de comunicação entre aqueles que administram a empresa e seus *stakeholders*, ou seja, todos os que farão uso de suas informações e que estão interessados na continuidade da empresa – investidores, analistas, governo e outros.

Inserida na discussão atual de governança corporativa, a transparência na divulgação de informações ao mercado tem imprescindível papel na busca da minimização do conflito de agência, reduzindo a assimetria informacional e fortalecendo a eficiência dos mercados.

O conflito de agência está integrado à visão contratual da empresa, baseada na idéia de firma como um conjunto de contratos entre dois sujeitos: o principal e o agente. O principal é o ativo, aquele que solicita as atividades para o agente, que é a parte passiva e que recebe uma remuneração por isso. Dentro desse conceito, cada sujeito age conforme seu próprio interesse, mas com uma visão comum de que precisam também agir em grupo para maior eficiência.

Byrde et al (1998 apud Lima, 2005, p. 29) caracterizam os problemas surgidos do conflito de agência em quatro tipos: esforço - gerentes podem se esforçar menos do que os acionistas gostariam; horizonte – gerentes e acionistas possuem horizonte de tempo para o alcance de objetivos; diferentes preferências de risco – gerentes tendem a ter maior aversão a risco que acionistas; utilização de ativos – gerentes podem fazer uso abusivo dos ativos da empresa cedidos como incentivo pelos acionistas.

Logo, teoricamente, acionistas assinariam um contrato com os administradores, em que constaria exatamente tudo o que deveria ser feito na empresa. No mundo real, tal contrato é inviável, configurando então o conflito de agência.

Já a assimetria informacional ocorre porque gestores e investidores não têm o mesmo nível de informação acerca de uma empresa; cada um avalia a empresa de acordo com as informações a que tem acesso e, como tais informações podem ser divergentes (dependendo do nível de assimetria informacional), cada um define um valor para a empresa. Quanto maior a diferença entre esses valores, maior é a ineficiência do mercado.

2.3. Pesquisas Relacionadas a Reestruturações Societárias e Divulgação

Camargos e Barbosa (2004a) e Camargos e Barbosa (2004b) destacam o papel das operações de fusões e aquisições no contexto de concentração de capitais, reestruturação patrimonial e consolidação de setores econômicos.

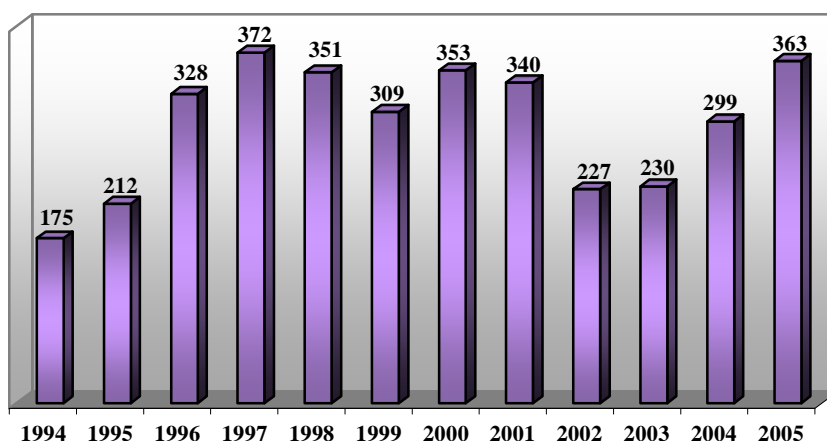
Os autores colocam como objetivos das operações no Brasil o aumento do porte, poder de barganha e mercado das empresas, alcançados com o aumento da eficiência operacional e gerencial das partes envolvidas, redução de custos e despesas tanto administrativas quanto gerais e redução de impostos e do custo de capital.

Fatores amplos que devem ser contemplados pelas empresas que optam por promover operações de incorporação, fusão ou cisão são destacados em FIPECAFI (2003): ampla abordagem na identificação de problemas e interesses envolvidos; busca de diversas alternativas possíveis de reestruturações; processo de decisão quanto à melhor solução; negociação entre as várias partes envolvidas e sobre os diversos temas e reflexos possíveis, a fim de buscar soluções de equilíbrio e viabilidade; desenvolvimento e implementação formal e jurídica da solução encontrada e operação posterior do empreendimento.

Análises e estudos realizados pelas *Big Four*, as quatro maiores empresas de auditoria, oferecem grande contribuição para a análise histórica de ocorrência das operações de reestruturação societária no Brasil e no mundo. Estudo recente da empresa Price Waterhouse Coopers (2006) avaliou o destaque de investidores brasileiros nos processos de fusões e aquisições ocorridos no primeiro semestre de 2006 no Brasil e no exterior. O estudo mostra que “a confiança dos investidores no potencial de crescimento do Brasil, auxiliado pelo bom desempenho da economia, tem sido favorável para as fusões e aquisições do período”.

O Gráfico 1 demonstra a evolução das operações de fusões e aquisições desde o ano de 1994 segundo pesquisa da KPMG (2005).

Gráfico 1 – Evolução das Operações de Fusões e Aquisições no Brasil



Fonte: KPMG (2005).

A Deloitte (2006) divulgou uma pesquisa cujo objetivo era identificar as motivações e visões de empresas atuantes em todo o território nacional acerca de operações de fusões e aquisições. Os resultados mostram que os objetivos que as empresas consideram de maior relevância na decisão de realizar uma operação de reestruturação societária são: ampliação do portfólio da empresa, com produtos e serviços novos ou similares; aumento de *market share* e escala para melhorar posição competitiva e aumento da capacidade de produção.

No âmbito da divulgação de informações, Rabelo e Vasconcelos (2002) argumentam que, no Brasil, dois momentos foram fundamentais para a evolução da organização das empresas e da noção de governança corporativa: a crise do petróleo na década de 70, que forçou o País a aumentar suas exportações e a abertura econômica, a implantação do Plano Real e os processos de privatização na década de 90.

Segundo os autores, quando o mercado brasileiro passou a ter maior abertura internacionalmente, as estruturas das empresas também sofreram mudanças e adaptações. A entrada de empresas estrangeiras no período das privatizações trouxe ao País diferentes modos de governança, além de aumento da competitividade. Todo esse movimento fez com que as empresas passassem a prestar atenção em suas práticas de governança corporativa, quando existentes.

Concluem em seu estudo que a mudança ocorrida no mercado brasileiro ainda é recente, conseqüentemente, o mercado de capitais do País ainda é pequeno e com pouca liquidez, precisando ainda de desenvolvimento na legislação, regras de divulgação de informações e maior proteção a acionistas minoritários.

Silva et al (2004) pesquisaram a existência de associações entre características específicas de empresas não financeiras listadas na Bovespa no ano de 2002 com a divulgação voluntária de informações financeiras por meio do *site* corporativo na Internet. Os resultados

da pesquisa apontam que o tamanho da empresa está significativamente associado ao nível de disseminação de informações e que o retorno anual das ações das empresas pesquisadas está negativamente associado à divulgação.

Internacionalmente, mas também em países em desenvolvimento, Alsaeed (2005) estudou a influência de diversas características de empresas na divulgação de suas informações em empresas não financeiras na Arábia Saudita. O autor atenta para o fato de que poucos estudos sobre do tema abordam países em desenvolvimento.

O autor estudou a divulgação de informações por meio de relatórios anuais do ano de 2003 e concluiu que o tamanho da empresa e seu grau de endividamento estão positivamente relacionados com a divulgação das informações, enquanto a dispersão dos acionistas, margem de lucro, retorno sobre capital próprio e tipo de indústria apresentaram relação negativa.

Ainda em mercados pouco desenvolvidos, Makhija e Patton (2004) estudaram o impacto da estrutura acionária de empresas não financeiras recém-privatizadas na República Tcheca, listadas na bolsa de valores de Praga, com a divulgação voluntária de informações por meio de relatórios anuais do ano de 1993. Descobriram que a extensão do *disclosure* está positivamente relacionada a fundos de investimentos próprios em níveis baixos de fundos próprios, mas está negativamente relacionada em níveis altos.

Um estudo realizado por Lanzana (2004) relacionou nível de divulgação e governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. A finalidade foi demonstrar não apenas se existe uma relação entre ambas, mas também se esses dois fatores são complementares. Os resultados mostraram que empresas cujo controlador é de origem privada nacional, empresas maiores, com maior nível de endividamento, empresas mais bem avaliadas pelo mercado e com melhor desempenho tendem a mostrar maior nível de transparência.

Há diversos estudos nacionais e internacionais que relacionam a divulgação voluntária de informações com características específicas das empresas. Também é vasta a literatura sobre reestruturações empresariais e sua importância econômica. Por outro lado, não foi verificada nenhuma ocorrência dos dois temas em um mesmo trabalho.

3. Metodologia

A pesquisa busca relacionar, por meio de análise estatística, o nível de divulgação voluntária de informações que uma empresa realiza por meio da divulgação de uma operação de incorporação, fusão ou cisão com características específicas da empresa.

Cabe ressaltar que não é objetivo do trabalho proposto o estudo dos casos de aquisições ou compras de empresas, pois tais operações não possuem os mesmos parâmetros de divulgação das operações de incorporação, fusão e cisão, não permitindo comparação.

Em relação às técnicas, a pesquisa tem amostragem não probabilística, cuja característica principal, segundo Lakatos (1982), é a de que “não fazendo uso de formas aleatórias de seleção, torna-se impossível a aplicação de fórmulas estatísticas para o cálculo, por exemplo, entre outros, de erros de amostra”.

Ainda segundo Lakatos (1982) a amostra foi escolhida por tipicidade. Por não conseguir uma amostra probabilística, buscou-se uma amostra representativa. Tentou-se encontrar um subgrupo típico em relação a uma população como um todo. Ou seja, para relacionar a divulgação espontânea de informações de empresas listadas na Bovespa nos anos de 2004 e 2005 com características específicas das empresas foram escolhidas apenas aquelas não financeiras que divulgaram informações acerca de operações de incorporação, fusão ou cisão.

A amostra é, portanto, composta por empresas não financeiras listadas na Bovespa e que divulgaram o Protocolo e a Justificação em operações de incorporação, fusão ou cisão nos anos de 2004 e 2005. Empresas financeiras não são analisadas, pois além de seguirem as regras da CVM e da Lei nº. 6.404/76, também seguem legislação específica emitida pelo Banco Central, tornando difícil a comparação com empresas não financeiras.

O Protocolo e a Justificação (que apesar de serem exigências diferentes, aparecem sempre em um mesmo documento) são documentos que passaram a ser exigidos pelas empresas que realizam operações de reestruturação (incorporação, fusão ou cisão) e que são regidas pela Lei nº. 6.404/76 (Artigos 224 e 225), os quais devem ser deliberados em assembléia geral.

Bulgarelli (2000) destaca que esta foi uma “inovação que se insere no que se convencionou chamar, hoje, direito de informação do acionista, mas que também, como elemento informativo, atinge os credores”. Castro e Aragão (2005) colocam que tais documentos “devem ser dotados de uma firmeza informacional capaz de permitir ao acionista a real aquilatação da operação que está se querendo implementar”.

Adicionalmente à Lei nº. 6.404/76, em 1999 a CVM emitiu a Instrução 319 para regular disposições relativas às operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta. A Instrução não apenas mantém o conteúdo do Protocolo e Justificação, mas incorpora novos aspectos de abertura de informações. Além disso, seu texto deixa clara a importância da informação ao colocar em seu parágrafo 1º que a comunicação e a divulgação do Protocolo e Justificação deverão conter no mínimo as informações requeridas.

Assim, baseado no “mínimo” expresso pela Instrução CVM 319/99, busca-se entender e verificar se as empresas que publicaram Protocolo e Justificação de operações de incorporação, fusão e cisão nos anos de 2004 e 2005 atingiram esse mínimo ou mesmo o superaram.

Os itens expressos pela Instrução CVM Nº 319/99 e que aparecem no Protocolo e Justificação totalizam 19 exigências. Para fins desse artigo, cada item foi identificado no Protocolo e Justificação e uma pontuação foi então atribuída: -1 se o item estivesse incompleto ou se não existisse; 0 se o item estivesse minimamente apresentado e 1 se, além do expresso na Instrução, fosse percebida ainda informação adicional. No final, cada empresa obteve uma nota que pode variar de -19 até 19. Cabe ressaltar que nem todos os itens são atribuídos a todos os casos de operações. Quando essas exceções apareceram, foi atribuída a pontuação zero para o item não aplicável ao caso.

Fazem parte da amostra todos os Protocolos e Justificações referentes a operações de incorporação, fusão ou cisão divulgados e apresentados no *site* da Bovespa referentes aos anos de 2004 e 2005. Como as operações de reestruturações muitas vezes demoram alguns meses para serem finalizadas, desde seu anúncio até os acertos finais, a data que foi utilizada como base para seleção dos documentos é a que aparece no próprio documento, não correspondendo à data efetiva da finalização da operação.

Em alguns casos, o mesmo documento continha as informações de mais de uma operação realizada no mesmo grupo e na mesma data. Nesses casos, as operações foram avaliadas separadamente.

Quanto às características específicas das empresas, segue detalhamento:

- **Ativo total** (medido pelo logaritmo natural dos ativos das empresas em milhares de reais): utilizado como medida do tamanho da empresa;

- **Lucro por ação** (medido em reais): lucro líquido dividido pelo número de ações emitidas, é um indicador financeiro;
- **Endividamento** (percentual): valor da dívida bruta (empréstimos e financiamentos mais debêntures) dividida pelo valor total do ativo, é um índice de estrutura patrimonial que mostra a dependência de recursos de terceiros no financiamento dos ativos;
- **Liquidez corrente** (número de vezes): ativo circulante dividido pelo passivo circulante, ajuda a perceber o grau de solvência de uma empresa.
- **Margem líquida** (percentual): lucro líquido dividido pela receita operacional líquida, aponta o percentual da receita operacional líquida que sobra após deduzidas despesas e somados resultados não operacionais, imposto de renda e participações, é um indicador de rentabilidade;
- **Rentabilidade patrimonial** (percentual): lucro líquido dividido pelo patrimônio líquido, também conhecido como retorno sobre o capital próprio, é uma taxa de retorno que indica a remuneração dos recursos que foram investidos na empresa;
- **Alavancagem financeira** (número de vezes): lucro líquido x ativo total / patrimônio líquido / (lucro líquido - resultado financeiro) / ativo total, representa grau de utilização de recursos de terceiros para aumentar as possibilidades de lucro;
- **Free float** (percentual): indica o percentual do total de ações da empresa que está disperso em bolsa de valores, é uma medida de concentração do controle acionário;
- **Governança corporativa**: não é analisado cada nível de governança corporativa, mas apenas se a empresa está ou não inserida em algum nível de governança.

Os dados referentes à participação em níveis diferenciados de governança corporativa foram encontrados no *site* da Bovespa. Foi dispensada especial atenção à data de adesão das empresas aos níveis diferenciados, para ter certeza da situação da empresa na data utilizada como base na pesquisa.

Todos os outros indicadores foram selecionados a partir da base de dados Económica[®], especializada em análise de investimento em ações. Para as operações ocorridas em 2004, a data-base para coleta das informações foi 31 de dezembro de 2003 e para 2005, 31 de dezembro de 2004; ou ainda a divulgação de informações anterior à operação. Buscou-se com isso evitar reflexos das operações nos dados coletados. As características foram obtidas das empresas consolidadas (sempre que aplicável).

A seguir são apresentados no Quadro 1 os resultados das pesquisas utilizadas como base da presente pesquisa. Foram considerados apenas os fatores que apresentaram relações positivas ou negativas e não aqueles que não conseguiram provar as relações propostas.

Quadro 1 – Resumo de Conclusões de Estudos Anteriores

Autor / Ano	Título	Positivamente Relacionado	Negativamente Relacionado
Ahmed e Courtis (1999)	<i>Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis.</i>	<i>corporate size</i> <i>listing status</i> <i>Leverage</i>	<i>corporate profitability</i> <i>size of firm audit</i>
Naser et al (2002)	<i>Empirical evidence on the depth of corporate information disclosure in developing countries: the case of Jordan.</i>	<i>corporate size</i> <i>audit firm status</i> <i>gearing ratio</i> <i>profit margin</i>	<i>liquidity ratio</i>
Silva et al (2004)	Determinantes da disseminação voluntária de informações financeiras na Internet: um estudo com empresas listadas na Bovespa.	tamanho da firma menor retorno anual das ações	

Hossain e Mitra (2004)	<i>Firm characteristics and voluntary disclosure of geographic segment data by US multinational companies.</i>	firm size <i>leverage level</i>	<i>assets in place</i>
Makhija e Patton (2004)	<i>The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: empirical evidence from Czech annual reports.</i>	<i>investment fund ownership at low levels of fund ownership</i>	<i>investment fund ownership at high levels of fund ownership</i>
Alsaeed (2005)	<i>The association between firm-specific characteristics and disclosure: the case of Saudi Arabia.</i>	firm size <i>debt ratio</i>	

Fonte: elaborado pelos autores.

No quadro apresentado, percebem-se as divergências existentes entre os estudos que relacionam a divulgação espontânea e características das empresas. O único ponto em que há unanimidade entre as diferentes pesquisas é a relação positiva entre o tamanho da empresa e divulgação de informações (conforme destacado em negrito no quadro).

Espera-se que quanto maior a empresa e quanto melhor a companhia administre seus recursos, ou seja, quanto melhor seus índices de desempenho e rentabilidade, mais incentivos ela terá para disseminar informações voluntariamente. Do mesmo modo, quanto mais dispersas no mercado forem as ações de uma empresa e quanto mais líquidas, melhor será sua visão perante o mercado e maior será seu incentivo de informar, buscando assim diminuir o conflito de agência e captar mais recursos.

Salotti e Yamamoto (2005) destacam, segundo modelo apresentado em seu trabalho sobre a Teoria da Divulgação, que “conforme a assimetria informacional entre o mercado e o gerente aumenta, em uma situação de equilíbrio, o gerente divulga mais frequentemente”. Os autores demonstram que a probabilidade da divulgação de informações geralmente aumenta com o aumento da assimetria informacional.

Empresas que aderem a algum dos níveis diferenciados de governança corporativa, entre outros compromissos, têm o dever de prover o mercado com informações de qualidade. Assim, espera-se que empresas que voluntariamente aderiram a algum dos três níveis (1, 2 ou novo mercado) divulguem espontaneamente mais informações.

As hipóteses da pesquisa que são analisadas tendo como base a divulgação de informações por meio do Protocolo e Justificação em operações de incorporação, fusão e cisão são as seguintes:

H1: existe associação positiva entre nível de divulgação e tamanho da empresa.

H2: existe associação positiva entre nível de divulgação e lucro por ação.

H3: existe associação negativa entre nível de divulgação e endividamento.

H4: existe associação positiva entre nível de divulgação e liquidez corrente.

H5: existe associação positiva entre nível de divulgação e margem líquida.

H6: existe associação positiva entre nível de divulgação e rentabilidade patrimonial.

H7: existe associação positiva entre nível de divulgação e alavancagem financeira.

H8: existe associação positiva entre nível de divulgação e *free float*.

H9: existe associação positiva entre nível de divulgação e adesão a um nível de governança corporativa.

Os dados são analisados com testes de correlação e regressão, através do *software SPSS®*, especializado em análises estatísticas. A correlação indica o grau de relação entre as

variáveis. Esse método, segundo Fonseca et al (1985), apresenta vantagem decorrente da facilidade de interpretação. Já a regressão constitui um conjunto de métodos e técnicas para interpretação da relação funcional entre variáveis.

4. Análise dos Resultados

4.1. Análise das Empresas Pesquisadas

Compõem a amostra 71 operações de incorporação, fusão ou cisão, divulgadas por um total de 59 Protocolos e Justificações nos anos de 2004 e 2005. As operações foram divulgadas por um total de 50 empresas e estão divididas setorialmente (segundo divisão da Bovespa) como podemos observar na Tabela 1.

Tabela 1 – Distribuição Setorial

Setor	Documento	Empresa
Utilidade Pública	16	10
Materiais Básicos	15	13
Telecomunicações	11	6
Consumo não Cíclico	8	7
Construção e Transporte	6	4
Tecnologia da Informação	6	3
Consumo Cíclico	5	4
Bens Industriais	3	2
Petróleo e Gás	1	1
Total	71	50

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados pesquisados.

Nota-se que a grande maioria das operações verificadas e, conseqüentemente, dos documentos divulgados, ocorreu no setor de Utilidades Públicas – energia, saneamento, etc., seguido por Materiais Básicos e Telecomunicações. Empresas de todos os setores realizaram ao menos uma operação no período analisado.

As notas alcançadas pelas empresas, o ano de divulgação das operações e os tipos de operações obtidos pela pesquisa podem ser observados na Tabela 2 apresentada em seguida.

Tabela 2 – Empresas, Notas e Tipo de Operação

#	Empresa	Ano	Op.	Nota	#	Empresa	Ano	Op.	Nota	#	Empresa	Ano	Op.	Nota
1	Suzano Papel	2005	I	9	25	Enersul	2005	C	-3	49	Avipal	2004	I	-6
2	Tele Ctr Oeste	2005	I	4	26	Escelsa	2005	C	-3	50	Ideiasnet	2004	I	-6
3	Energias BR	2005	I	2	27	Fer C Atlant	2005	C	-3	51	Mundial	2005	I	-6
4	Energias BR	2005	I	2	28	Gafisa	2005	I	-3	52	Braskem	2005	I	-7
5	Enersul	2005	C	2	29	Gafisa	2005	I	-3	53	Braskem	2004	I	-7
6	Escelsa	2005	C	2	30	Itautec	2005	I	-3	54	Camargo Cim	2005	I	-7
7	Escelsa	2005	I	2	31	Ambev	2005	I	-4	55	DASA	2005	I	-7
8	Tele Ctr Oeste	2004	I	2	32	Lojas Renner	2005	I	-4	56	Ferbasa	2005	I	-7
9	Sid Tubarão	2005	I	1	33	P.Acucar-CBD	2004	I	-4	57	Gradiente	2005	I	-7
10	Aracruz	2004	I	0	34	Tele Ctr Oeste	2004	I	-4	58	Gradiente	2004	I	-7
11	Light S/A	2005	I	0	35	Ampla Energ	2005	C	-5	59	Grucai	2004	C	-7
12	Ripasa	2005	I	0	36	Celular CRT Part	2005	I	-5	60	LF Tel	2004	I	-7
13	Ambev	2004	I	-1	37	Gafisa	2005	I	-5	61	Petrobrás	2005	C	-7
14	Suzano Papel	2005	C	-1	38	Ideiasnet	2005	C	-5	62	Embratel Par	2005	I	-8
15	Arcelor BR	2005	I	-2	39	Iguaçu Café	2004	I	-5	63	Gerdau	2004	I	-8
16	CPFL Energia	2005	I	-2	40	Itautec	2005	C	-5	64	Metal Leve	2005	I	-8
17	Elektro	2005	C	-2	41	Klabin S/A	2004	I	-5	65	Saraiva Livr	2004	I	-8
18	Oderich	2005	I	-2	42	Mcom	2004	I	-5	66	Polipropileno Part	2005	I	-9
19	Paul F Luz	2005	I	-2	43	Mundial	2004	I	-5	67	V C P	2005	I	-9
20	Paul F Luz	2005	I	-2	44	Submarino	2005	I	-5	68	Mcom	2004	I	-10
21	Tele Ctr Oeste	2005	I	-2	45	Vivo	2005	I	-5	69	Sadia S/A	2005	I	-10
22	CPFL Geracao	2004	I	-3	46	Vivo	2005	I	-5	70	Suzano Petr	2005	I	-10
23	CPFL Piratin	2004	I	-3	47	Vivo	2005	I	-5	71	Sansuy	2004	C	-11
24	Energias BR	2005	I	-3	48	Vivo	2005	I	-5					
										Total				-282

I = Incorporação; C = Cisão.

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados pesquisados.

A maior nota dos documentos pesquisados foi atribuída à empresa Suzano Papel. A nota 9 significa que, dos 19 itens avaliados, a empresa divulgou 10 com o nível mínimo exigido pela CVM e em 9 ela divulgou mais do que a Instrução solicita.

Nenhuma empresa alcançou o maior ou o menor valor possível de nível de divulgação, mas nota-se que a maioria das empresas (aproximadamente 83%) divulgou abaixo do mínimo exigido pela CVM.

Verifica-se também que 49 (69%) operações ocorreram no ano de 2005, contra 22 (31%) ao longo do ano de 2004. Quanto ao tipo de operação realizada, 58 (82%) foram incorporações e apenas 13 (18%) cisões.

Não foram verificadas operações de fusão, cuja diferença básica para a incorporação é que após a junção de, por exemplo, duas empresas, essa nova união será uma terceira empresa. Essa alteração e relativa perda de identidade das empresas que desaparecem, além de maiores custos para as alterações necessárias, ajudam a explicar a não-ocorrência desse tipo de operação no período pesquisado.

Em relação às notas distribuídas pelos itens exigidos pela CVM, obteve-se a pontuação conforme descrição da Tabela 3.

Tabela 3 – Itens Analisados e Notas

#	Assunto	Nota
I	a. benefícios esperados	12
	b. Ágio	-43
	c. custos de realização	-53
II	atos societários antecedentes	-43
III	ações de substituição dos direitos de sócio que se extinguirão	2
IV	comparações entre vantagens das ações antes e depois	11
V	ações que acionistas preferencialistas receberão	-1
VI	caso de incorporação de companhia aberta por sua controladora, ou desta por companhia aberta controlada, ou de fusão de controladora com controlada	1
VII	elementos ativos e passivos que formarão cada parcela do patrimônio (cisão)	-1
VIII	critérios de avaliação do patrimônio líquido e variações posteriores	2
IX	solução para ações ou quotas do capital de uma das sociedades possuídas por outra	1
X	o valor do capital das sociedades após a operação	-8
XI	composição do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às que se deverão extinguir	2
XII	acionistas dissidentes	-33
XIII	passivos e das contingências passivas não contabilizadas	-55
XIV	peritos ou empresa especializada	-7
XV	autoridades reguladoras ou de defesa da concorrência brasileiras e estrangeiras	-47
XVI	as demais condições a que estiver sujeita a operação	19
XVII	locais onde estarão disponíveis documentos da operação	-41
Total		-282

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados pesquisados.

Na distribuição das notas pelos itens avaliados, verifica-se que os com menores notas de divulgação foram referentes a passivos não contabilizados e custos da realização da operação. É fato que nem todos os itens são aplicáveis a todas as operações, não apenas devido à natureza da operação, mas também relacionado à estrutura societária à qual pertencem as empresas envolvidas. Ainda assim, em diversos casos nos quais situações não ocorreriam, muitas empresas citaram que na operação em curso tal item não seria aplicável.

Por outro lado, surpreende que informações a respeito do custo de realização das operações, que é totalmente aplicável a qualquer das operações, tenham sido divulgadas por tão poucas empresas. O mesmo ocorre com itens como divulgação dos locais disponíveis para análise de documentos que envolvem a operação.

Verifica-se que, em alguns itens como motivos e fins da operação, bem como benefícios esperados, muitos dos documentos apresentavam textos extremamente semelhantes; percebe-se uma certa padronização de certos pontos dos documentos. Nesse

aspecto, há espaço para futuras pesquisas acerca do conteúdo publicado pelas empresas nas operações de incorporação, fusão e cisão.

Também nota-se certa deficiência quanto às informações relativas a trocas de ações, vantagens e desvantagens e comparações entre antes e depois das operações. Fica claro que muitas empresas não atendem satisfatoriamente à divulgação das informações já que a nota atribuída aos itens, com um mínimo de -55 e um máximo de apenas 19.

4.2. Estatística Descritiva

A variável dependente escolhida para a pesquisa é a nota obtida pelas divulgações das empresas sobre operações de incorporação, fusão e cisão. A pesquisa pretende estudar o comportamento desta variável e a influência de outros fatores, as variáveis independentes, que na presente pesquisa são tamanho da empresa, lucro por ação, endividamento, liquidez, margem, retorno sobre o capital, alavancagem, *free float* e governança corporativa.

Detalhes das variáveis dependentes e independentes são melhor explicados, respectivamente, na Tabela 4.

Tabela 4 – Estatística Descritiva das Variáveis

Variáveis	Média	Desvio Padrão	Mínimo	Máximo	Percentis		
					25%	Mediana	75%
Nota de Divulgação	-4,03	3,71	-11	9	-7	-5	-2
Tamanho (logaritmo natural do ativo em R\$ mil)	14,43	2,03	8,24	18,81	13,58	14,79	15,90
Lucro por ação (R\$)	1,82	7,53	-17,21	34,35	0,00	0,04	0,63
Endividamento	5,43	30,41	0,00	182,80	0,15	0,35	0,43
Liquidez (x)	9,51	69,16	0,00	584,00	0,90	1,10	1,60
Margem	1,61	9,55	-4,05	57,21	0,01	0,05	0,13
Retorno sobre capital	0,06	0,46	-2,35	1,06	0,00	0,11	0,24
Alavancagem (x)	1,93	6,95	-19,24	50,70	1,20	1,70	2,25
<i>Free float</i>	0,31	0,25	0,00	0,86	0,07	0,31	0,49
Governança corporativa	0,17	0,38	0,00	1,00	0,00	0,00	0,00

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados pesquisados.

4.3. Teste de Correlação

Freund e Simon (2000) destacam que testes não-paramétricos são utilizados quando supõem-se que as populações das quais provêm as amostras não tenham a forma de distribuições normais. Ainda segundo os autores, uma amostra terá a forma de uma distribuição normal quando a aplicação de seus pontos em um gráfico seguir aproximadamente o padrão de uma linha reta.

Para a realização do teste de correlação, escolheu-se o modelo não-paramétrico de Spearman, pois essa medida de associação não requer distribuição normal das variáveis. Segundo análise realizada e conforme a Tabela 5 demonstra, as variáveis da pesquisa não têm distribuição normal.

Tabela 5 – Teste de Distribuição Normal das Variáveis

	Kolmogorov-Smirnov(a)			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Nota	0,130	71	0,004	0,957	71	0,016
Tamanho	0,123	71	0,010	0,921	71	0,000
Lucro por ação	0,398	71	0,000	0,400	71	0,000
Endividamento	0,535	71	0,000	0,160	71	0,000
Liquidez	0,514	71	0,000	0,103	71	0,000
Margem	0,525	71	0,000	0,177	71	0,000
Rentabilidade patrimonial	0,242	71	0,000	0,649	71	0,000
Alavancagem financeira	0,264	71	0,000	0,485	71	0,000
<i>Free float</i>	0,137	71	0,002	0,922	71	0,000
Governança corporativa	0,504	71	0,000	0,453	71	0,000

(a) Correção de Significância de Lilliefors

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados pesquisados.

Os dois testes estatísticos utilizados adotam como hipótese nula a normalidade das variáveis. O valor sig da tabela 5 representa a probabilidade calculada da estatística teste, ou seja, deve-se comparar esse valor sig com um nível de significância, estipulado em 5%. Como os valores sig estão abaixo de 5%, então rejeita-se a hipótese nula de normalidade das variáveis.

Tabela 6 – Análise de Correlação entre as Variáveis Independentes e a Nota da Divulgação

	Coef. Correlação	Sig (2-tailed)
Tamanho	0,265*	0,026
Lucro por ação	0,078	0,518
Endividamento	0,148	0,218
Liquidez	0,003	0,982
Margem	0,240*	0,044
Rentabilidade patrimonial	0,251*	0,035
Alavancagem financeira	0,307**	0,009
Free float	-0,150	0,211
Governança corporativa	-0,026	0,830

* Correlação significativa a um nível de 0,05 (2-tailed)

** Correlação significativa a um nível de 0,01 (2-tailed)

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados pesquisados.

A tabela 6 demonstra o grau de correlação de Spearman de cada variável independente com o nível de divulgação e também a probabilidade calculada (indicado na tabela por Sig.). Essa probabilidade (também conhecida por Valor-P) é comparada ao nível de significância de 5% adotado na pesquisa. Caso a correlação seja significativa, o Valor-P é menor do que 0,05.

Pela análise da tabela 6, observa-se que apenas as variáveis tamanho, margem, rentabilidade patrimonial e alavancagem financeira são significativas. Isso indica aceitação das hipóteses 1, 5, 6 e 7, uma vez que tais hipóteses pressupunham associação positiva entre a divulgação e essas variáveis e os dados indicam exatamente isso. Quanto às demais variáveis, relacionadas às hipóteses 2, 3, 4, 8 e 9, as correlações não são significativas, indicando rejeição de tais hipóteses.

4.4. Teste de Regressão

Para a realização do teste de regressão linear foi utilizado o modelo *Stepwise*, que é um método de cálculo em que cada uma das variáveis independentes é colocada separadamente. O *software* SPSS[®] escolhe a melhor variável explicativa (independente) e a insere e assim sucessivamente, até alcançar um ponto quando nenhuma outra variável alcança o critério. Os resultados indicaram significância estatística apenas da variável tamanho da empresa.

A Tabela 7 mostra o resultado do R encontrado, que indica a correlação entre a nota e a variável dependente - tamanho da empresa. Já o R-quadrado encontrado representa a proporção da variabilidade na variável dependente explicada pela variável independente. O erro está relacionado com o desvio de pontos da reta de regressão.

Assim, o teste de regressão linear ao qual os dados da pesquisa foram submetidos indica que a única variável independente que atendeu às expectativas em relação à divulgação voluntária de informações é o tamanho da empresa. Logo, quanto maior for uma empresa (aqui medida pelo logaritmo natural do valor de seus ativos), maior é sua propensão à divulgar voluntariamente suas informações aos *stakeholders*.

Tabela 7 – R-Quadrado

Modelo	R	R ²	R ² ajustado	Erro
1	0,294a	0,087	0,073	3,572

(a) Explicativa: (constante), tamanho.

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados pesquisados.

Tabela 8 – Significância Linear entre as Variáveis

Modelo	Soma dos quadrados	df	Média quadrática	F	Sig.
1 Regressão	83,517	1	83,517	6,545	0,013a
Residual	880,427	69	12,760		
Total	963,944	70			

(a) Explicativa: (constante), tamanho.

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados pesquisados.

A Tabela 8 mostra a significância linear existente entre a nota e o tamanho da empresa. O valor de significância é inferior a 5%, indicando que há uma relação estatisticamente significativa entre as variáveis analisadas.

Tabela 9 – Coeficientes

Modelo	Coeficientes não Estandarizados		Coeficientes Estandarizados	t	Sig.
	B	Erro	Beta		
1 (constante)	-11,744	3,067		-3,829	0,000
tamanho	0,539	0,211	0,29435	2,558	0,013

Fonte: elaborado pelos autores com base nos dados pesquisados.

Na Tabela 9, a coluna B indica a regressão parcial dos coeficientes usada na equação de predição. O coeficiente indica a média de mudança na medida da variável dependente que corresponde à mudança de 1 unidade na variável independente.

O resultado alcançado no teste de regressão aplicado aos dados selecionados para análise é consistente com os resultados encontrados em pesquisas semelhantes, apontadas no Quadro 1 apresentado anteriormente.

7. Conclusão

Busca-se, por meio da pesquisa realizada, aprofundar os estudos sobre o emergente tema da divulgação e abertura de informações realizadas espontaneamente por empresas brasileiras, representadas neste trabalho por empresas não-financeiras listadas na Bovespa e que divulgaram documentos específicos para a realização de operações de reestruturação societária nos anos de 2004 e 2005.

A primeira contribuição a que o trabalho se propôs foi a análise dos documentos de divulgação das operações. Verifica-se que todos os setores, com no mínimo uma empresa, realizaram operações de incorporação, fusão ou cisão no período observado. Fica claro assim a importância e constante ocorrência dessas operações no Brasil. Obtiveram-se assim também os setores com mais e menos operações realizadas no período – Utilidade Pública e Petróleo e Gás respectivamente. Nesse aspecto, pesquisas futuras podem orientar a análise dessas operações para entendimento de momentos e comportamentos da economia brasileira.

Ainda em relação à análise inicial dos documentos, a Tabela 2 apresentada anteriormente traz informações relevantes a respeito das operações realizadas, o ano em que ocorreram e a nota para divulgação que cada empresa recebeu. Destaca-se que de todas operações realizadas, não ocorreu nenhuma fusão. Ainda assim, o dado mais importante relacionado à tabela é que há muito mais empresas divulgando menos informações que o mínimo exigido pela CVM que empresas divulgando o mínimo ou mais informações.

Uma limitação dessa pesquisa e também um ponto para pesquisas futuras é a análise qualitativa das informações divulgadas pelas empresas por meio dos Protocolos e Justificações analisados. Não foi objetivo do presente trabalho analisar o modo de apresentação das informações contidas nos documentos, ainda assim, verificou-se que há muitos pontos de similaridade e conteúdo pouco informativo nos documentos divulgados.

Além disso, conforme a Tabela 3, a análise da divulgação por itens requisitados pela CVM ofereceu uma avaliação do tipo de informação que as empresas divulgam mais e menos e onde pode haver deficiência de informação por parte das empresas. Também esta questão abre possibilidades de novas pesquisas em relação aos possíveis motivos que levam as empresas a divulgar ou não itens específicos exigidos pela legislação.

Como segunda contribuição do trabalho, após a obtenção de uma nota de divulgação para cada empresa, esta nota foi relacionada com propriedades de cada empresa nos períodos analisados: tamanho da empresa, rentabilidade das ações, endividamento, liquidez, margem, rentabilidade patrimonial, alavancagem financeira, *free float* e governança corporativa. Buscou-se com isso entender algumas das variáveis que ajudariam a explicar por que algumas empresas divulgam mais informações que outras, partindo do princípio de que empresas maiores, mais eficientes e melhor gerenciadas teriam mais motivos para divulgar mais informações ao mercado, com o intuito de captar mais recursos.

Por meio da análise de correlação, percebeu-se que há uma relação significativamente positiva entre nota de divulgação e tamanho da empresa, margem, rentabilidade patrimonial e alavancagem financeira. A correlação com as demais variáveis não se mostrou estatisticamente significativa.

Já em relação ao teste de regressão realizado, para explicar a variável dependente nota de divulgação das empresas, a única variável independente que atendeu às expectativas foi o tamanho da empresa. Assim, concluiu-se que quanto maior for uma empresa, medida pelo valor total de seus ativos, maior é a sua tendência de abrir mais informações a seus *stakeholders*.

Os resultados obtidos estão alinhados com os resultados de pesquisas nacionais e internacionais que também analisaram níveis de divulgação de informações com características específicas das empresas. Em todas as pesquisas sobre o tema utilizadas como base para o trabalho, o tamanho da empresa sempre aparece como variável explanatória para a abertura de informações pelas empresas.

Além das contribuições citadas, o trabalho mostra que ainda há diversos pontos relacionados com as operações de incorporação, fusão e cisão e com a divulgação de informações que devem ser explorados, tendo como base as empresas que operam no mercado brasileiro.

8. Referências Bibliográficas

AHMED, Kamran; COURTIS John K. Associations between corporate characteristics and disclosure levels in annual reports: a meta-analysis. **British Accounting Review**, n.31, 35–61, 1999.

ALSAEED, Khalid. The association between firm-specific characteristics and disclosure: the case of Saudi Arabia. **Journal of American Academy of Business**, 7, 1, pg. 310, Sep 2005.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

_____. **Lei nº 9.457, de 05 de maio de 1997**. Altera dispositivos da Lei nº 6.404.

_____. **Instrução CVM nº 319, de 3 de dezembro de 1999**.

_____. **Instrução CVM nº 320, de 4 de dezembro de 1999**.

_____. **Instrução CVM nº 349, de 6 de março de 2001**.

- BULGARELLI, Waldiniro. **Fusões, incorporações e cisões de sociedades**. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- CAMARGOS, Marcos A.; BARBOSA, Francisco Vidal. Análise do Desempenho Econômico-Financeiro e da Criação de Sinergias em Empresas Combinadas: Um Estudo dos Processos de Fusões e Aquisições do Mercado Brasileiro. **Anais do XXVIII ENANPAD**, Curitiba, 2004a.
- _____. Fusão Cross-Border Interbrew / AmBev: uma Análise dos Fatores Subjacentes e dos seus Impactos para os Stakeholders e para a Internacionalização de Empresas Brasileiras. **Anais do XXVIII ENANPAD**, Curitiba, 2004b.
- CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos (coordenação). **Reorganização Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- DELOITTE. **Fusões e Aquisições no Brasil – Experiências e Estratégias**, 2006. Disponível em <http://www.deloitte.com.br/>. Acesso em abril de 2006.
- FIPECAFI - Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações: aplicável também as demais sociedades**. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- FONSECA, Jairo S.; MARTINS, Gilberto A.; TOLEDO, Geraldo L. **Estatística Aplicada**. São Paulo: Atlas, 1985.
- FREUND John E; SIMON, Gary A. **Estatística Aplicada – Economia, Administração e Contabilidade**. Porto Alegre: Bookman, 2000.
- HOSSAIN, Mahmud; MITRA, Santanu. Firm characteristics and voluntary disclosure of geographic segment data by US multinational companies. **International Journal Accounting, Auditing and Performance Evaluation**, Vol. 1, No. 3, 2004.
- KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2005 – 4º trimestre**, 2005. Disponível em <http://www.kpmg.com.br/>. Acesso em abril de 2006.
- LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia do trabalho científico**. São Paulo: Atlas, 1982.
- LANZANA, Ana Paula. **Relação entre disclosure e governança corporativa das empresas brasileiras**. Dissertação (Mestrado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- LIMA, Gerlando A. S. Franco de. **Governança Corporativa e hipótese de mercados eficientes: o estudo do anúncio da emissão de American Depositary Receipts (ADRs) com a utilização de estudos de evento**. Dissertação (Mestrado) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.
- MAKHJIA, Anil K; PATTON, James M. The impact of firm ownership structure on voluntary disclosure: empirical evidence from Czech annual reports. **The Journal of Business**, 77, 3, pg. 457, Jul 2004.
- NASER, Kamal; AL-KHATIB, Khalid; KARBHARI Yusuf. Empirical evidence on the depth of corporate information disclosure in developing countries: the case of Jordan. **International Journal of Commerce & Management**, n. 12, ¾, pg. 122, 2002.
- PRICE WATERHOUSE COOPERS AUDITORES. **Fusões e Aquisições no Brasil**. Relatório Preliminar, 2006. Disponível em <http://www.pwc.com.br>. Acesso em abril de 2006.

RABELO, Flavio M.; VASCONCELOS Flavio C. Corporate governance in Brazil. **Journal of Business Ethics**, n.37, 3, pg. 321, May 2002.

SALOTTI, Bruno M.; YAMAMOTO, Marina M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **Brazilian Business Review**, Vol. 2, No. 1. jan / jun, 2005.

SILVA, Wesley Mendes; OLIVEIRA Filho, Paulo Azevedo; NÓBREGA, Obionor de Oliveira. Determinantes da Disseminação Voluntária de Informações Financeiras na Internet: Um Estudo com Empresas Listadas na Bovespa. **Anais do XXVIII ENANPAD**, Curitiba, 2004.