

FUCAPE FUNDAÇÃO DE PESQUISA E ENSINO

LUIZ PAULO FARIAS GUEDES

***DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO, RETORNO ANORMAL E O EFEITO
DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA
NAS COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS NA B3.**

**VITÓRIA
2020**

LUIZ PAULO FARIAS GUEDES

***DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO, RETORNO ANORMAL E O EFEITO
DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA
NAS COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS NA B3.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Orientadora: Dra. Silvania Neris Nossa.

**VITÓRIA
2020**

LUIZ PAULO FARIAS GUEDES

***DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO, RETORNO ANORMAL E O EFEITO
DOS NÍVEIS DIFERENCIADOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA
NAS COMPANHIAS ABERTAS LISTADAS NA B3.**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis da Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis.

Aprovada em 13 de outubro de 2020.

COMISSÃO EXAMINADORA

Profº Dra. Silvania Neris Nossa
(Orientadora)

Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Profº Dr. Poliano Bastos da Cruz
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

Profº Dr.: Felipe Ramos Ferreira
Fucape Fundação de Pesquisa e Ensino

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, agradeço a Deus por me propiciar a oportunidade de buscar conhecimento constante, e que me sustentou com saúde e vida para continuar essa batalha tão árdua na formação de mestre. À minha família, em especial aos meus pais, por todo o carinho e afeto que me contemplaram desde os meus primeiros dias de vida, e por fazerem da minha educação uma prioridade a ser cumprida. Muito obrigado!

À minha esposa, pelo amor e incentivo ao longo deste trabalho. À minha filha, Luiza Guedes, que sem ainda ter percepção dos acontecimentos sempre me incentivou de forma direta e indireta, a dar continuidade na minha formação acadêmica. Todo esse esforço é por vocês!

À todo time de profissionais da NTW Contabilidade e Gestão Empresarial – Unidade Centro (Belém), pela convivência diária, carinho e paciência que tiveram ao dividirem e assumirem algumas das minhas responsabilidades, enquanto fiquei ausente por causa das minhas atividades no mestrado. Em especial, à minha Gerente Geral e amiga, Luana Brandão, que sempre foi compreensiva e esteve disponível para me apoiar no que fosse necessário.

À todos os meus amigos da turma de Belém/PA, que de forma direta e indireta colaboraram para a realização desse meu objetivo de ser mestre.

À todos os professores da FUCAPE, que durante todo o curso compartilharam tempo, transmitiram conhecimento, conselhos, críticas construtivas. Em especial aos meus orientadores Dra. Silvania Nossa e Dr. Danilo Soares Monte-Mor, pelos comentários construtivos e pelo tempo disponibilizado para as orientações, bem como, ao Dr. Valcemiro Nossa, pelo trabalho de coordenação do curso de mestrado

e apoio de sempre nos momentos que precisei para dar continuidade no mestrado e na sua finalização também. Muito obrigado, professores!

“De tudo ficaram três coisas: a certeza de que estamos sempre começando, a certeza de que é preciso continuar e a certeza de que seremos interrompidos antes de terminar, portanto, devemos fazer da interrupção um caminho novo, da queda um passo de dança, do medo uma escada, do sonho uma ponte, da procura um encontro”.

O encontro marcado.
(Fernando Sabino)

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo analisar a reação do mercado quanto ao conteúdo informacional que o *Disclorure* Voluntário (DV) promove, por meio do Retorno Anormal (RA) acumulado das companhias segmentadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa (GC) da Bolsa de Valores brasileira (B3). Sob o aspecto metodológico, utilizou-se o estudo de evento para avaliar os efeitos do DV, interagindo com a GC, mensurados por meio do RA acumulado das ações das companhias listadas na B3. A pesquisa se justifica pelo fato do tema ainda não ter sido explorado no meio científico, onde o efeito que a divulgação de *disclosure* por empresas com nível diferenciado de GC tem sobre o RA acumulado. Por meio da utilização de uma regressão linear, foi possível identificar que o DV, em específico da categoria Comunicado ao Mercado, promoveram uma reação diferenciada no retorno normal acumulado das ações das companhias brasileiras listadas, que estão segmentadas nos níveis diferenciados de GC, durante o período base de 2010 a 2019. Assim, este estudo contribui e evidencia novos resultados sobre um contexto ainda não estudado no mercado brasileiro.

Palavras-chave: *Disclorure* Voluntário; Governança Corporativa; Retorno Anormal.

ABSTRACT

This work aims to analyze the market reaction regarding the informational content that the Voluntary Disclosure (DV) promotes, through the accumulated Abnormal Return (RA) of the companies segmented in the different levels of Corporate Governance (GC) of the Brazilian Stock Exchange (B3). Under the methodological aspect, the event study was used to evaluate the effects of the DV, interacting with the GC, measured through the accumulated RA of the shares of the companies listed in B3. The research is justified by the fact that the topic has not yet been explored in the scientific community, where the effect that the disclosure of disclosure by companies with a different level of KM has on the accumulated AR. Through the use of a linear regression, it was possible to identify that the DV, specifically from the Notice to the Market category, promoted a different reaction in the normal accumulated return of the shares of the listed Brazilian companies, which are segmented in the different levels of CG, during the base period from 2010 to 2019. Thus, this study contributes and highlights new results in a context not yet studied in the Brazilian market.

Keywords: Voluntary Disclosure; Corporate Governance; Abnormal Return.

SUMÁRIO

Capítulo 1.....	9
1. INTRODUÇÃO	9
Capítulo 2.....	14
2. REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
2.1. DISCLOSURE VOLUNTÁRIO E VALOR DE MERCADO	14
2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE MERCADO	21
Capítulo 3.....	29
3. METODOLOGIA	29
3.1. ESTRUTURA DE PESQUISA E AMOSTRA	29
3.2. CÁLCULO DOS RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS	33
3.2.1. Cálculo do CAR Obrigatório	35
3.2.2. Cálculo do CAR Voluntário	35
3.3. VARIÁVEIS DE CONTROLE.....	36
3.3.1. Retorno sobre o Ativo – ROA - (Rentabilidade)	37
3.3.2. Negociação em Bolsa (Liquidez Acionária).....	38
3.3.3. Total do Ativo (Tamanho).....	39
3.3.4. Grau de Alavancagem Financeira (Endividamento)	39
3.3.5. <i>Book-to-Market</i> (Oportunidade de Crescimento)	40
3.3.6. Volatilidade (Risco).....	40
3.4. TRATAMENTO DOS DADOS	41
Capítulo 4.....	42
4. RESULTADOS.....	42
4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA.....	42
4.2. ANÁLISE DE CORRELAÇÃO	47
4.3. RESULTADO DA REGRESSÃO	49
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	53
REFERÊNCIAS	56

Capítulo 1

1. INTRODUÇÃO

Este estudo aborda como ocorre a relação da GC e o *DV* com o retorno anormal.

Diversos autores estudaram assuntos como Governança Corporativa (GC), *Disclosure* Voluntário (DV) e o Retorno Anormal (RA), porém, de forma independente. Ou seja, há estudos sobre a relação de cada uma dessas variáveis separadas. Dentre os estudos, destacam-se os de Verrecchia (2001), Gelb e Zarowin (2002), Cohen, Krishnamoorthy e Wright (2004), Haggard, Martin, e Pereira (2008), Cheung, Jiang e Tan (2010), Tihanyi, Graffin e George (2014), Guay, Samuels e Taylor (2016) e Dayanandan, Donker e Karahan (2017), que encontraram indícios de que o conteúdo informacional divulgado pelas companhias, por meio do DV, é influenciado pelo nível de GC das empresas, e com isso, promove efeitos na variação dos valores das companhias.

De forma geral, entende-se por GC como sendo um sistema, no qual exerce o monitoramento das ações das companhias, bem como do controle de suas decisões (Rabelo & Silveira, 1998). De forma específica, verifica-se que a GC realiza ações com o intuito de promover a proteção dos investidores externos da companhia das decisões tomadas pelos agentes internos da mesma, tais como: gestores, acionistas e controladores (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 2000).

No ano de 2000, no mercado brasileiro, a GC é representada pela criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores e dos diferenciados níveis diferenciados de GC – Nível 1 e Nível 2. Esses níveis são considerados diferentes e distinguem-se do

mercado tradicional Bovespa Mais, também chamado de Nível Básico. Nesse sentido, a GC no Brasil representa a criação de um ambiente de negócios que estimula o interesse do investidor, por meio da transparência, criando uma espécie de selo de qualidade para as companhias que desenvolvem boas práticas de gestão e transparência de suas ações para com o mercado (Albuquerque & Alabanez, 2019).

Sobre o DV, é feito pela companhia envolvida, e pode ser definido como a divulgação de conteúdo informacional de forma discricionária, ou seja, sem nenhuma condição pré-estabelecida (Skillius & Wennberg, 1998), e considera a relação custo e benefício para a divulgação do conteúdo informacional da empresa (Mapurunga, Ponte & Holanda, 2014). Partindo dessa mesma premissa, Dye (2001) complementa que o DV pode ser considerado um caso particular que envolve a Teoria dos Jogos, em outras palavras, o autor verificou que as empresas divulgam o seu conteúdo informacional de forma voluntária, e são baseadas em condições benéficas para a empresa, e que promova um melhor resultado.

Os estudos de Malacrida e Yamamoto (2006), Murcia, Souza, Dill e Costa Junior (2010), Lima, Rodrigues, Silva e Silva (2012), Frino, Palumbo, Capalbo, Gerace e Mollica (2013) e Sousa, Silva, Ribeiro e Werffort (2014) apontam que o *DV* está associado à volatilidade do valor das ações e ao valor de mercado das companhias. Malacrida e Yamamoto (2006) identificaram que o nível de *disclosure* de companhias que compõem a base de empresas listadas na bolsa de valores brasileira, possuem uma relação com o retorno das ações. E de acordo com Gallon, Beuren e Hein (2007), há uma relação complementar entre o *DV* e a GC, uma vez que a GC é implementada em uma companhia com o intuito de manter o mesmo nível de informações relevantes para todos os gestores e proprietários, e assim possam tomar decisões acertadas sobre o negócio.

Considera-se como *DV* o comunicado feito pelas companhias de capital aberto para o mercado, com informações qualitativas e quantitativas relevantes, por meio dos seus canais de comunicação (Locatelli, Nossa & Ferreira, 2020). A pesquisa de Alves Junior e Galdi (2020) envolve o estudo da categoria Comunicado ao Mercado, por se tratar da divulgação de informações relevantes ao mercado feita pelos administradores das companhias, tais como, aquisições feitas pelas companhias, esclarecimentos prestados pelas companhias sobre consultas formuladas pela CVM, materiais divulgados de reuniões de diretoria, etc. Assim, elevam-se os níveis de transparência e boas práticas de GC das companhias que compõem o mercado de capitais brasileiro.

O conteúdo informacional do *DV* promove um efeito no valor de mercado de uma companhia, e o *disclosure* é influenciado pelos níveis de GC das companhias listadas. Os estudos apresentados até o momento mostram que há uma lacuna, já que no mercado brasileiro, ainda não foram analisados os efeitos moderados dos diferenciados níveis de GC na relação do *DV* das companhias abertas com o RA de empresas listadas na B3.

Partindo do contexto apresentado, este trabalho pretende-se resolver a seguinte questão problema: Qual o efeito do *DV* moderado pelos níveis diferenciados de GC no retorno de ações das empresas listadas na B3?

Para responder essa pergunta, este trabalho possui como objetivo verificar a reação do mercado quanto a relevância do conteúdo informacional que o *DV* (especificamente para a categoria Comunicado ao Mercado) produz, por meio do RA acumulado das ações das companhias brasileiras listadas na B3 e segmentadas nos níveis diferenciadas de GC.

Apesar do contexto exposto acima, percebe-se que o efeito dos níveis de GC na divulgação voluntária de informações, especialmente nas companhias abertas listadas na B3, ainda não foram definitivamente exploradas pela literatura, especialmente no caso do Brasil. Desta forma, este estudo contribuirá com a ampliação dos estudos sobre a relação da GC e o DV com o RA, no contexto das empresas brasileiras listadas na B3, desenvolvendo assim, a teoria sobre esses assuntos.

De forma prática, os resultados desta pesquisa pretendem contribuir com o mercado de capitais brasileiros, em específico com a identificação da relevância do conteúdo informacional das companhias com diferenciados níveis de GC em períodos de DV, por meio do seu RA acumulado (Ball & Shivakumar, 2008; Locatelli et al., 2020.; Alves Junior & Galdi, 2020). O que diferencia esta pesquisa dos demais estudos é o efeito moderador da GC na relação do *disclosure* e o RA das ações das empresas listadas na B3.

Sobre a justificativa da pesquisa, foi baseada na identificação da necessidade apontada no estudo de Dye (2001), onde aborda a importância de ampliar os estudos relacionados ao tema *disclosure*, e por Ball e Shivakumar (2008) e Consoni e Douglas Colauto (2016), que abordam a importância de verificar se empresas com níveis diferenciados de GC promovem a divulgação de conteúdo informacional com maior relevância, visto a importância que companhias bem estruturadas, sob o ponto de vista das boas práticas de gestão, possuem para o mercado acionário.

Sobre o aspecto metodológico, a pesquisa em questão fez a utilização da metodologia de estudo de eventos, considerou a janela do dia da divulgação voluntária da companhia e comparou o resultado com os valores médios dos retornos das companhias dos demais dias, para assim verificar de forma específica, a influência do

DV na performance do valor de mercado das companhias listadas. Neste estudo, representou-se o RA por meio do RA acumulado.

O efeito moderador da relação entre o *disclosure* e o RA é capturado pela interação entre o nível diferenciado de governança com o RA. Considerou-se como nível diferenciado de governança, as categorias criadas pela Bolsa de Valores nos anos 2000, tais como: Bovespa Mais, Nível I, Nível II e Novo Mercado. Neste estudo, considera-se como o *DV*, as informações de natureza qualitativa e quantitativa, m especial a categoria Comunicado ao Mercado, divulgada de maneira voluntária pelas companhias, em seus canais de comunicação.

Por fim, utilizou-se a amostra de 867 empresas, durante o período de 2010 a 2019, e os dados foram extraídos da *Economatica* e Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A escolha do método utilizado, estudo de eventos, tem como base a adaptação dos estudos realizados por Ball e Shivakumar (2008), Locatelli et al. (2020) e Alves Junior e Galdi (2020).

Capítulo 2

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. *DISCLOSURE* VOLUNTÁRIO E VALOR DE MERCADO

Segundo Skillius e Wennberg (1998), o *DV* pode ser definido com o processo de divulgação de informações por parte da empresa, livre de condições pré-estabelecidas, comunica ao mercado informações relevantes, considera o seu custo benefício no processo de divulgação e auxilia os investidores a tomarem decisões que possam maximizar o valor das companhias (Sousa et al., 2014). Nesse sentido, Dye (2001) complementa sobre o *DV* como um caso particular de divulgação, em que a empresa avalia a divulgação de informações importantes para o mercado, de acordo com os benefícios que ela poderá trazer para a própria companhia (Mapurunga et al., 2014).

Segundo Nunes, Santos e da Costa Marques (2020), a teoria da divulgação consiste em uma linha de pesquisa cujo objetivo é o estudo das particularidades das divulgações de informações econômicas e financeiras, por parte das companhias abertas listadas nas bolsas de valores.

Nesse contexto, Verrecchia (2001) desenvolveu um estudo teórico sobre a divulgação, afirmou que até aquele presente momento não se tinha uma teoria capaz de abranger e unificar os aspectos relacionados a divulgação de informações consideradas relevantes para as companhias, e assim criou a teoria da divulgação. Nesse sentido, o autor verificou que a divulgação de informações exteriores estava relacionada com as variáveis de mercado, como a variação do preço das ações das companhias abertas, bem como, o volume de ações negociadas.

Dye (2001) criticou o estudo de Verrecchia (2001), alegou que concordava, em parte, sobre não haver um modelo padrão de divulgação, e por isso não considerava a ideia como uma teoria para a divulgação de informações voluntárias. Entretanto, o autor concordou que tal teoria poderia servir muito bem para a divulgação de informações obrigatórias.

O DV de informações sobre as operações das companhias podem influenciar no preço de suas ações no mercado (Bourveau & Schoenfeld, 2017). Nesse sentido, Veldkamp (2006) complementa que o movimento do preço das ações de uma companhia pode ser impulsionado pelas informações por elas divulgadas, sejam elas boas ou ruins. Envolve informações financeiras, estratégicas, ambientais, sociais, dentre outras naturezas, considerando o seu conteúdo informacional, sob o ponto de vista da relevância do seu valor.

Estudos de Verrecchia (1983) e Dye (1985), informaram que desde a década de 80 já se estudava em contabilidade a Teoria da Divulgação (em inglês, *Theory of Disclosure*). Os objetivos das pesquisas relacionadas a esse tema, tinham o foco de explicar o fenômeno da disponibilização das informações financeiras para o mercado, por meio da divulgação, sob diversos aspectos, como por exemplo, verificar o efeito causado pela divulgação das demonstrações contábeis das companhias.

Nesse sentido, percebe-se que a teoria da divulgação argumenta que no mercado de capitais, a divulgação de um ato pode impactar no preço das ações das empresas, considerando a assimetria informacional relacionado a liquidez dessas ações (Schoenfeld, 2017). Ou seja, a teoria explicaria os motivos econômicos para que determinadas informações fossem divulgadas, voluntariamente, pelas companhias abertas listadas nas bolsas de valores (Schoenfeld, 2017).

Dessa forma, a relevância do conteúdo informacional divulgado pelas companhias para o mercado consegue influenciar o RA acumulado, a partir da informação divulgada. Quando ela trás um conteúdo relevante para precificação, causa uma reação no mercado, que após receber a notícia, atualiza suas expectativas, e isso é capturado pelo retorno anormal. Isso ocorre porque o *disclosure* gera aumento da credibilidade de informações divulgadas. Nesse sentido, as companhias que divulgaram voluntariamente informações contábeis, econômicas e financeiras, garantiram ao investidor uma maior credibilidade em seus relatórios, que gera uma relevância para o conteúdo divulgado (Chung, Go, Ng & Yong, 2017; Allee & DeAngelis, 2015; Gong, Li & Zhou, 2013).

Partindo dessa premissa, Li e Yang (2016) e Consoni e Douglas Colauto (2016) comentaram que a partir da adoção do *International Financial Reporting Standards* (IFRS), ocorreu um aumento no volume de divulgação de informações voluntárias, disponibilizadas pelas companhias. Apresentaram melhores conteúdos informacionais, sobre o ponto de vista da relevância de valor, uma vez que o mercado percebe essa relevância informacional, reage de forma diferente, quando comparado com as divulgações obrigatórias divulgadas.

Wen (2013) comenta que a transmissão de informações relevantes de caráter voluntário para o mercado, precifica melhor as informações e de forma mais precisa. Ou seja, o DV causa um efeito no valor de mercado das companhias e gera um RA sobre os retornos de suas ações. Principalmente em cenários econômicos constantes, uma vez que o DV é capaz de valorizar o valor de mercado das companhias pelo preço das suas ações, e considera as informações relevantes divulgadas sobre suas operações (Zarb, 2015).

Shi, Kim e Magnan (2014) e Dayanandan et al., (2017) identificaram em seus estudos que a reversão de más notícias pode influenciar positivamente no mercado. Os autores destacaram que ao divulgar voluntariamente, como por exemplo, orientações de ganhos negativos, as empresas apresentam uma melhora significativa da sua liquidez no mercado, ocasionada por uma redução do custo de informações para seus investidores, que é fortalecido pela transparência. Ou talvez, porque a companhia fez a divulgação da pior forma inicialmente, mas quando divulgada oficialmente, o mercado reagiu de forma diferenciada, e ajustou-se as expectativas negativas.

Dessa forma, Jin e Myers (2006) complementaram que a falta de informações específicas sobre as operações da companhia ou a divulgação de informações com ausência de conteúdos relevantes, podem conduzir a companhia a um menor movimento no preço de suas ações. Nesse sentido, embora a divulgação voluntária de informações seja menos onerosa para os investidores, os mesmos as utilizam para embasar as suas decisões de investimentos na companhia e, conseqüentemente, contribuem para mensurar um valor mais preciso do preço de suas ações. Tais informações são categorizadas sob o ponto de vista da relevância de valor do conteúdo informacional divulgado, e faz com que o mercado reaja de forma diferente (Haggard et al., 2008; Wen, 2013; Guay et al., 2016; Dayanandan et al., 2017).

As informações como: projeções de lucros futuros, estrutura de GC, liquidez, rentabilidade, estratégias e etc, são consideradas relevantes. O mercado é capaz de saber o benefício promovidos por elas, avaliam a sua qualidade e podem elevar a precificação das ações das companhias que as divulgam, pelo RA acumulado de suas ações listadas na bolsa de valores em períodos específicos (Veldkamp, 2006).

Percebe-se que o efeito das informações divulgadas pelas companhias (*DV*) promove uma influência na precificação do seu valor de mercado, a partir da relevância do seu conteúdo informacional, por contribuírem na redução da assimetria informacional, ou seja, reduzem a incerteza dos investidores (Shroff, Sun, White & Zang, 2013; Shi et al., 2014; Balakrishnan, Billings, Kelly & Ljungqvist, 2014; Chung et al., 2017). Os autores concordaram que por meio do *DV*, na medida em que a companhia divulga suas informações e o seu conteúdo é avaliado como relevante sob o ponto de vista de valor, aumenta a transparência com o mercado e, com isso, reduz o custo da informação. Consequentemente, por meio do *disclosure*, a empresa consegue promover um aumento ou redução no valor da companhia junto ao mercado, a partir da reação que o mesmo tiver, em um período determinado (Haggard et al., 2008).

Para Wen (2013), as empresas com maiores níveis de *DV*, tendem a ser precificadas pelo mercado, de modo a gerar maior riqueza para os acionistas, ocasionado pela menor assimetria informacional. Nessa mesma linha, Murcia e Santos (2012) complementaram que uma companhia bem estruturada, com informações de qualidade, possui um nível de *DV* maior.

Corroborando com esse cenário, Haggard et al. (2008) e Lundholm e Myers (2002) evidenciaram que as companhias que apresentaram melhores valores de mercado, desenvolveram um nível maior de *DV*. Dessa forma, observa-se que as informações divulgadas pelas companhias influenciaram na sua precificação, uma vez que apresentaram uma relevância de valor no seu conteúdo informacional divulgado. Entretanto, cabe a mesma filtrar e trabalhar as informações corretas para divulgação. Pois, uma informação mal divulgada (informação ruim), pode comprometer o

desempenho da companhia no mercado, o que favorece, inclusive, no gerenciamento de resultados (Karajeh, Ibrahim, Yussoff & Lode, 2017).

Autores como Marinovic e Varas (2016) apresentaram em seus estudos que nos países onde as leis são mais rigorosas pode-se verificar maiores divulgações de informações voluntárias para o mercado. Os autores afirmaram que, por meio do *DV*, uma companhia pode afetar o seu preço de mercado em seu favor, divulgando ou deixando de divulgar determinadas informações relevantes (Wen, 2013).

Baseados nos autores citados anteriormente, percebe-se que o mercado precifica melhor as informações relevantes que são divulgadas pelas companhias. Assim, o *DV* poderá influenciar o preço das ações de uma companhia tanto de forma negativa, quanto positiva.

O conceito de *DV* se refere a divulgação de informações em caráter voluntário por parte das companhias (Skillius & Wennberg, 1998; Mapurunga et al., 2014; Sousa et al., 2014; Dye, 2001), e considera a categoria de divulgação comunicada ao mercado, no qual envolve a divulgação de conteúdos informacionais relevantes como aquisições feitas pelas companhias e esclarecimentos prestados pelas companhias sobre consultas formuladas pela CVM. Além disso, considera que essas informações divulgadas promovem uma reação diferenciada pelo mercado. A partir desse conceito comentado, tem-se a primeira hipótese deste estudo.

H1: Quanto maior a relevância do conteúdo informacional do *DV*, de comunicados ao mercado, maior o RA acumulado das companhias listadas na B3.

Sobre o desenvolvimento da hipótese acima, Elfeky (2017) e Consoni e Douglas Colauto (2016) informaram sobre a existência de uma correlação positiva entre *DV* e o tamanho da empresa. Ou seja, uma empresa de maior porte tende a

gerir melhor a divulgação voluntária de informações contábeis, financeiras e gerenciais, para o mercado. Nesse sentido, quanto maior for o tamanho da empresa, mais relevante é o conteúdo informacional divulgado, e o mercado, consequentemente, reage de forma anormal (Wen, 2013).

Nesse sentido, percebe-se também que empresas que apresentaram uma maior rentabilidade, divulgaram um número maior de informações relevantes para o mercado. Por isso, espera-se que empresas com maior rentabilidade (retorno sobre os seus ativos) apresentem um maior número de divulgações voluntárias de informações financeiras e não financeiras para o mercado, e assim, faça com que o mesmo reaja de forma diferenciada ou anormal (Haniffa & Cooke, 2005).

Seguindo nessa mesma linha de pensamento, Consoni e Douglas Colauto (2016) ressaltaram que o nível de liquidez acionária das companhias abertas está relacionado com o índice de divulgações voluntárias (Rody, 2018). Desse modo, sob o ponto de vista do volume de ações negociadas no mercado, espera-se que as companhias com maior volume de divulgação voluntária de informações relevantes para o mercado apresentem maior liquidez acionária em suas operações.

Há também uma influência positiva entre a alavancagem financeira e o *DV*, segundo Elfeky (2017) e Lan, Wang e Zhang (2013). Para esses autores, quanto maior for a alavancagem financeira das companhias abertas, maior será a influência positiva do volume do *DV* de informações liberadas pelas companhias listadas no mercado, fazendo com que ele reaja de forma anormal (Consoni e Douglas Colauto, 2016; Murcia & Santos, 2012).

Sobre o risco e a volatilidade das ações, Malacrida e Yamamoto (2006) revelaram em seus estudos que empresas com maior nível de *disclosure* de informações complementares, possuem uma menor volatilidade, uma vez que o

mercado considera relevante a assimetria informacional reagindo de forma diferenciada com o retorno das ações das companhias listadas. Entretanto, de Araújo, dos Santos Rodrigues, Monte-Mor e Correia (2018) apresentaram como resultado de sua pesquisa que o *DV* de informações relevantes de um evento, em uma determinada janela de divulgação, pode estar relacionado com a uma maior volatilidade das ações, e com o retorno dos ativos listados na bolsa (Fonseca & Silveira, 2016; Cook, Moser & Omer, 2017).

A partir do contexto apresentado pelos autores acima, não há uma definição exata se o *DV* provoca alterações na volatilidade das ações das companhias, sob o ponto de vista do risco. Visto que essa variável depende da relevância do conteúdo informacional apresentado pela companhia listada, e da forma como o mercado reage a informação após fazer a sua análise.

2.2. GOVERNANÇA CORPORATIVA E VALOR DE MERCADO

Ohlson (1995) elaborou um estudo sobre os aspectos do valor de mercado de uma companhia, no qual apresentou um modelo de valorização, capaz de identificar se o valor de mercado de uma companhia está ligado ao seu valor contábil, seus dividendos, seus lucros presentes e às expectativas de lucros futuros.

Ao analisar a relação entre GC e o valor de mercado das companhias, La Porta, Lopez-de-Sinales, Shleifer e Vishny (1998) identificaram em seu estudo que essa relação tem conexão com relevância do papel da contabilidade em relação a divulgação de informações necessárias e importantes.

Dessa forma, é possível que como instrumento para a tomada de decisões, os investidores utilizem as informações dos relatórios financeiros que são divulgadas

pelas empresas nas quais possuem interesse de investir (Lee, Han, Wu & Chow, 2005). As evidências encontradas por Lee et al. (2005) são de que o mercado reage melhor com as ações de GC das companhias.

A literatura internacional aponta que problemas de agência e gerenciamento de resultados foram os precursores para demandar o desenvolvimento da GC, dentre eles, se destacam os casos de Enron e WorldCom, que foram responsáveis por reformas e aprimoramentos da governança em todo o mundo (Tihanyi et al, 2014; Cohen et al., 2004).

Para Bar-Yosef e Prencipe (2013), quando o resultado de uma companhia é afetado pela assimetria informacional, esse fato é observado pelo investidor. Dessa forma, esse investidor tende a olhar para a qualidade da GC da companhia como um fator de risco que influencia no seu valor de mercado. Nesse sentido, Dechow, Ge e Schrand (2010) e Cheng, Lee e Shevlin (2016), encontraram indícios em seus estudos de que os níveis de GC praticados pelas companhias podem influenciar nos seus ganhos, gerenciamento de resultados e, conseqüentemente, no seu valor de mercado.

Diante disso, Malik (2015) destacou que a GC promove ganhos para as companhias, uma vez que contribui para garantir a confiança na divulgação das informações das empresas aos investidores no mercado. Nesse sentido, empresas com políticas transparentes de gestão, conseguem atrair a atenção do investidor. Ou seja, o mercado reage melhor quanto à valorização da companhia no mercado de capitais, uma vez que a mesma apresenta uma melhor transparência de suas ações e um menor risco para o seu investidor (Kitagawa, 2007).

Pace, Basso e Silva (2003) verificaram que a divulgação obrigatória de informações financeiras, devido a sua facilidade de obtenção pelos investidores,

influência de forma direta no valor das companhias. Entretanto, segundo os mesmos autores, devido a sua falta de política de divulgação, informações de origem não financeira, por serem de acesso mais restrito e terem um custo para a sua obtenção, tendem a diminuir ou comprometer o valor de mercado de uma companhia.

No Brasil, Kitagawa (2007) destacou em seu estudo que a GC passou a se desenvolver a partir da década de 90, quando ocorreu um crescimento econômico do mercado acionário. A década de 1990 também coincidiu com o período em que houve a queda na taxa de juros, o que aumentou as oportunidades no mercado acionário.

No início dos anos 2000 no mercado acionário brasileiro foram criados os níveis de GC, com a intenção de promover o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, foram baseados em mercados internacionais e alinhados aos objetivos almejados pelos administradores com os mesmos interesses dos acionistas das companhias (Nascimento, 2003).

Sob a mesma ótica, Sayogo (2006) informa que se tornou elemento essencial para a GC compreender a administração da empresa. Por meio da veracidade das informações divulgadas, a intenção é melhorar a confiança dos investidores, para que os mesmos possam tomar decisões favoráveis e sem comprometer seus agentes, que auxiliam no financiamento de seus negócios no mercado de capitais, e favorecem com a valorização da companhia.

Em outras palavras, nesse período foram implementados os níveis diferenciados de GC, e tiveram como o objetivo, o desenvolvimento do ambiente de negócios brasileiro e das companhias abertas. Além de estimularem os investimentos dos acionistas e a valorização das companhias listadas (Silva & da Costa, 2016).

Sobre os diferenciados níveis e características de GC no mercado de capitais brasileiro, na Figura 01 destacou-se um comparativo de cada segmento, conforme os níveis: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Bovespa Mais.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Somente ações ON podem ser negociadas e emitidas, mas é permitida a existência de PN
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			25% de free float até o 7º ano de listagem, ou condições mínimas de liquidez
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"		Não há regra	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN 100% para ações ON e 80% para PN (até 09/05/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento		Conforme legislação	Obrigatoriedade em caso de fechamento de capital ou saída do segmento

Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Facultativo	Obrigatório
--	-------------	-------------	-------------

Figura 1- Comparativo dos Segmentos de Listagem Bovespa.

Fonte: Adaptado de Brasil Bolsa Balcão – B3 (2020).

Dessa forma, considera-se a classificação da Brasil Bolsa Balcão(B3) (2020), resumem-se as características de cada nível diferenciado e básico da GC no mercado de capitais brasileiro da seguinte forma:

Novo Mercado: esse nível faz a condução das empresas com maior nível padrão de GC, faz a emissão de ações com direito a voto, denominadas ações Ordinárias (ON).

Nível 2: as empresas listadas nesse nível possuem o direito de manter as ações Preferenciais (PN). Nesse sentido, caso a empresa opte por vender o seu controle, são assegurados aos acionistas com ON e PN, o mesmo tratamento dos acionistas controladores.

Nível 1: constam nele as empresas listadas que devem adotar em sua rotina, práticas que favoreçam aos investidores a transparência e o acesso as informações. Assim, devem prezar por divulgação de informações adicionais às exigidas em lei societária.

Bovespa Mais: esse nível se diferencia dos demais níveis pelo fato de atender pequenas e médias empresas listadas e que desejam entrar no mercado de forma gradual. Nesse sentido, para serem listadas nesse segmento, não há necessidade de oferta pública de ações, por parte das empresas, podendo fazer em até 7 anos.

De acordo com as características detalhadas acima, percebe-se que todos os segmentos de listagem da B3 levam em consideração as regras de diferenciação, que são informações que vão além das orientações contidas na Lei das Sociedades

Anônimas (Aguiar, 2018). Tais regras de diferenciação visam melhorar a avaliação das empresas que optam por aderir os níveis diferenciados perante seus investidores e o seu mercado de atuação, ou seja, o menor nível de GC (Bovespa Mais). Esse nível possui características de incentivo às companhias menores e às recém chegadas no mercado de capitais, assim promovem melhorias e novas implementações nos seus processos de gestão, para que possam evoluir e avançar para outros níveis diferenciados de GC (Aguiar, 2018).

Segundo Silva. De Andrade Silveira, De Corso e Stadler (2011), o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro teve a finalidade de promover um novo ambiente de negócios que fosse confiável para os investidores que nele operavam, houve uma melhora em sua regulamentação, bem como a adoção de algumas medidas essenciais, como as alterações da legislação societária, e a criação e implantação dos níveis diferenciados de GC, fazendo com que o mercado reagisse melhor a partir dessas mudanças e valorizasse mais as companhias com níveis diferenciados de GC

De maneira considerável, Oliveira et al. (2004) informam que a GC no Brasil surgiu diante da necessidade das empresas captarem novos recursos, bem como de manterem um bom relacionamento com os financiadores desses recursos, ou seja, os acionistas. Dessa forma, essas empresas se viram obrigadas a diminuir a assimetria informacional, bem como divulgarem as informações relevantes de caráter financeiro e não financeiro sobre suas operações. Para que assim, o mercado pudesse observar a sua relevância e, com isso, precificasse melhor as companhias com níveis diferenciados de GC (Bekiris & Doukakis, 2011).

Menezes (2009) verificou em sua pesquisa que a qualidade da GC em uma companhia é um fator que pode influenciar seu valor de mercado. Ou seja, uma

companhia pode se tornar diferenciada no mercado, caso apresente boas práticas de GC para os seus investidores e que trabalhe na diminuição da assimetria informacional entre acionistas e demais interessados nas operações da empresa, os *stakeholders* (Healy & Palepu, 2001).

O cumprimento de obrigações das empresas no mercado de capitais brasileiro está relacionado aos níveis diferenciados de GC das companhias listadas, e às informações divulgadas (financeiras e não financeiras) por elas. Essas informações favorecem o ambiente de negócios e faz com que o mercado reaja de forma diferente às informações divulgadas pelas companhias com níveis diferenciados de GC (Lanzana, Silveira & Famá, 2006). Considerando a relevância do conteúdo informacional divulgado, formula-se a Hipótese 2:

H2: Companhias listadas nos níveis diferenciados de GC possuem um maior RA acumulado.

Sobre as características dos níveis de GC, segundo Brasil Bolsa Balcão – B3 (2020), considera-se como níveis diferenciados os três primeiros níveis (Nível I, Nível II e Novo Mercado). No Novo Mercado, encontram-se empresas com regras de listagem diferenciada, descritas na Figura 01, ou seja, as empresas listadas nesse nível apresentam a adoção de práticas mais estáveis de GC (B3, 2020). Já os Níveis I e II, foram criados para estimular e preparar as companhias abertas a aderirem o Novo Mercado (B3, 2020).

Portanto, esta pesquisa tem por finalidade verificar o efeito dos níveis diferenciados de governança com a divulgação de informações voluntárias e o valor de mercado das companhias listadas. Neste estudo o valor de mercado é representado pelo RA acumulado, e assim formula-se a Hipótese 3:

H3: O RA acumulado aumenta na medida em que a empresa que divulga informações voluntárias é uma empresa de nível diferenciado de governança.

Capítulo 3

3. METODOLOGIA

3.1. ESTRUTURA DE PESQUISA E AMOSTRA

Este trabalho tem por abordagem realizar uma pesquisa quantitativa, descritiva, com bases em dados secundários. Optou-se pela pesquisa quantitativa como forma de utilizar dados numéricos, para realizar uma análise estatística e descritiva, por meio de uma regressão linear simples, para avaliar o RA acumulado causado pelo *DV* de empresas com níveis diferenciados de GC no mercado de ações brasileiro (Hair, Babin, Money & Samouel, 2005; Raupp & Beuren, 2006).

Esta pesquisa é uma pesquisa quantitativa que teve como propósito, avaliar a reação do mercado sobre a relevância do conteúdo informacional que o *DV* (especificamente para a categoria Comunicado ao Mercado) produz por meio do RA acumulado das ações das companhias brasileiras listadas na B3 e segmentadas nos níveis diferenciadas de GC. Para tal, realizou-se o levantamento de dados secundários obtidos na base de dados *Economatica*, considerou-se todos os tipos de classe de ações das companhias abertas listadas como ativas na B3, abrangeu-se o período de 01/01/2010 a 31/12/2019.

Nesse sentido, de forma mais específica, o objetivo deste estudo é analisar o efeito da relevância do conteúdo informacional que o *DV* promove sobre o RA acumulado, e se os níveis diferenciados de GC influenciam o *DV* das companhias brasileiras listadas na B3.

Para alcançar tal objetivo, a amostra desta pesquisa foi composta por todas as empresas listadas na B3 (5.240 empresas), no período de 2010 a 2019. Para a

obtenção do resultado, utilizou-se o *Software Stata*, no qual foram excluídos o quantitativo de 4.373 empresas, por possuírem ausência de valores (*missing values*), ou seja, empresas que deixaram de divulgar informações dentro do período analisado, restando um total de 867 observações sobre as empresa que fizeram a divulgação de informações correspondentes a categoria Comunicado ao Mercado.

O Comunicado ao Mercado, trata-se de uma categoria de divulgação voluntária padronizada pela Comissão de Valores Mobiliário – CVM, por meio do Formulário de Referência. Nesse documento são divulgados atos ou fatos relevantes que as companhias julgam necessárias divulgá-los, porém não são exigidas pela CVM. Tais documentos, envolvem informações periódicas e não periódicas, com o intuito de repassar ao mercado de investidores conteúdos pontuais que a companhia deseja tornar público, tais como: as aquisições feitas pelas companhias, esclarecimentos prestados pelas companhias sobre consultas formuladas pela CVM, materiais divulgados de reuniões de diretoria e etc.

Partindo do pressuposto acima, foram identificadas na base de dados da CVM todas as datas de divulgação dessa categoria pelas companhias listadas, no período de 2010 a 2019. A partir da identificação dessas datas, organizaram-se os eventos necessários para a identificação dos retornos anormais, e identificaram-se os efeitos da divulgação e o RA acumulado das companhias abertas analisadas.

Optou-se por uma amostra que possuisse dados disponíveis e que permitisse uma análise em painel, que viabiliza um estudo mais detalhado acerca do assunto, e eleva o nível de inferência estatística sobre os resultados encontrados.

Nesse contexto, utilizou-se de uma pesquisa quantitativa, fazendo-se um levantamento de todas os preços das ações das companhias ativas e listadas na B3 e as datas de todos os eventos de divulgação, comparando o seu resultado com os

valores médios dos retornos das companhias nos demais dias, sejam eles de divulgação obrigatórios ou voluntários. Os dados utilizados foram secundários, retirados da base de dados *Economatica*, no sítio da CVM e na B3, para os períodos de 2010 até 2019.

Utilizou-se o exercício de 2010 como ano inicial da pesquisa, pelo fato do mesmo ter sido o primeiro ano de divulgação do Formulário de Referência de Divulgação Voluntária. O exercício de 2019 foi selecionado por ser o ano mais recente. O Formulário de Referência é exigido pela CVM, e tem o intuito de uniformizar as divulgações de informações voluntárias de natureza não contábil das companhias. Apesar desse formulário estar disponível desde o ano de 2005, o mesmo possuía uma padronização na divulgação de informações obrigatórias. Já no ano de 2010, a CVM optou por promover melhorias nesse documento, por meio de normas padronizadas de divulgações voluntárias das companhias abertas listadas na B3.

A literatura que envolve a teoria do *disclosure* separa os tipos de divulgações em duas categorias: divulgação de informações obrigatórias e voluntárias. Sobre as divulgações obrigatórias, as mesmas são regulamentadas por normas, que obrigam as companhias abertas a divulgarem determinados fatos ao mercado, como por exemplo, as demonstrações financeiras e as mudanças de diretoria executiva. Já as divulgações voluntárias estão relacionadas às informações que a companhia julga ter necessidade de divulgá-las, porém, sem a exigência de procedimentos normativos.

Diante do exposto, apresenta-se a equação de regressão, por meio da qual estimou-se a relação estudada e os testes das 3 hipóteses:

H1: Quanto maior a relevância do conteúdo informacional do DV, maior o RA acumulado das companhias listadas na B3.

H2: Companhias listadas nos níveis diferenciados de GC possuem um maior RA acumulado.

H3: O RA acumulado aumenta na medida que a empresa divulga informações voluntárias é uma empresa do nível diferenciado de governança.

Por meio do modelo estatístico proposto, pretende-se identificar o quanto de novas informações relevantes de caráter voluntário as companhias estão divulgando. Verificar se empresas com níveis diferenciados de GC entregam, voluntariamente, um maior conjunto de informações, sob o ponto de vista da relevância de valor e o efeito dessas variáveis nos retornos anormais acumulados das companhias listadas na B3.

$$CAR_{ano} = \beta_0 + \beta_1 CAR_{Voluntário}_{it} + \beta_2 Governança_{it} + \beta_3 CAR_{Voluntário} \cdot Governança + \beta_4 CAR_{Obrigatório}_{it} + \sum Controles + \varepsilon \quad (1)$$

O modelo da equação 1, tem como objetivo analisar a relevância do conteúdo informacional divulgado de forma voluntária pelas companhias listadas, durante determinada janela de divulgação e identificar o efeito que o $CAR_{Voluntário}$ (β_1) tem sobre a variável dependente CAR_{Ano} em determinado período, o que permite responder a primeira hipótese da pesquisa. Especificamente o coeficiente β_1 indica o efeito da relevância informacional que a divulgação voluntária ($CAR_{Voluntário}$) promove no RA acumulado das companhias. Para essa variável independente, levou-se em consideração a categoria Comunicado ao Mercado, considerada de caráter voluntário pela Comissão de Valores Mobiliários. Considera-se que essa categoria pode apresentar um impacto maior na reação do mercado na valorização das companhias abertas listadas na B3.

A *Governança* (β_2) visa analisar os níveis diferenciados de GC e o seu efeito sobre *CAR_Voluntário* (β_1) e, conseqüentemente, o *CAR_{Ano}* também. Assim, identifica-se o β_2 como uma *Dummy*, considera-se 1 para as empresas com os níveis diferenciados de GC (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) e 0 para as empresas enquadradas no nível Bovespa Mais, no qual foi possível responder a segunda hipótese da pesquisa.

O coeficiente β_3 (*CAR_Voluntário . Governança*) permite diferenciar o quanto de conteúdo informacional relevante é gerado na janela de divulgação voluntária com fins de comparação do retorno acumulado anormal, para empresas específicas, que possuem níveis diferenciados de governanças corporativa. Essa diferenciação é feita por meio da interação entre o *CAR_Voluntário* e *Governança*, e permite responder a terceira hipótese da pesquisa.

3.2. CÁLCULO DOS RETORNOS ANORMAIS ACUMULADOS

Para o cálculo e identificação dos RA, considerou-se o modelo estatístico (Equação 2), sendo o mesmo ajustado às características do mercado brasileiro, fazendo-se a utilização de cálculos dos RA em estudos de evento (Brown & Warner, 1980; Locatelli et al., 2020; Alves Junior & Galdi, 2020).

$$AR_{it} = R_{it} - Rm_t \quad (2)$$

Onde:

AR_{it} = RA da Ação i na data t .

R_{it} = Retorno da Ação i na data t .

Rm_t = Retorno Médio de Mercado na data t .

Em seguida, calculou-se o retorno das ações de todas as companhias listadas na B3, e utilizou-se como referência todos os dias do período base dessa pesquisa, pelo método logaritmo, por meio da Equação 3:

$$R_{it} = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) \quad (3)$$

Onde R_{it} é a taxa de retorno da ação i na data t , para todos os períodos que houveram a abertura da bolsa de valores nos anos de 2010 até 2019. O P_t é o preço da ação i na data t e o P_{t-1} é o preço da ação na data $t-1$.

Em seguida, calculou-se o Retorno Médio do Mercado na data t , por meio do método *Market Value-Weight Return* (Equação 4), somando-se o retorno de toda a carteira de ativos ponderado pelo seu respectivo volume de negociações na data t em reais W_{it} considerando o valor total de uma companhia no mercado de capitais na data t em reais R_t .

$$RM_t = \sum_{t=t_1}^T R_t \cdot W_{it} \quad (4)$$

Como forma de padronizar os retornos anormais sobre os diferentes ativos das companhias brasileiras listadas na B3, dividiu-se o retorno em quantidade expressiva da ação por um desvio padrão, que criou um Coeficiente de RA (SAR) (Equação 5), semelhante ao utilizado nos estudos de McWilliams e Siegel, (1997), Locatelli et al. (2020) e Alves Junior e Galdi (2020):

$$\text{Standardized Abnormal Return: } SAR = \frac{AR_{it}}{\sigma_{it}} \quad (5)$$

Onde AR_{it} = RA da Ação i na data t e o σ_i = Desvio Padrão da Ação i na data do evento, considerou-se para o cálculo os 365 dias anteriores.

Por fim, calculou-se o RA acumulado da ação, considerou-se a janela do evento por meio do *CAR* (*Cumulative Abnormal Return*) (Equação 6) pelo somatório dos retornos anormais padronizados, semelhante aos estudos de Beyer, Cohen, Lys e Walther (2010), Locatelli et al. (2020) e Alves Junior e Galdi (2020):

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{t=1}^{T2} SAR_{it} \quad (6)$$

Onde CAR_{it} é o RAdo ativo, t_1 é o primeiro dia da janela do evento, t_2 é o último dia da janela do evento e SAR_{it} é o coeficiente de retorno anormal.

3.2.1. Cálculo do CAR Obrigatório

Para essa variável, foram levantados dados diariamente durante o ano em que as companhias realizaram a divulgação de informação obrigatória ao mercado, e está relacionada a apresentação e reapresentação dos balanços trimestrais. Nesse sentido, caso ocorresse de alguma data não ser em dia útil, considerou-se o próximo dia útil, ou seja, o dia em que o mercado apresentou uma reação diferenciadas sobre as informações divulgadas. Assim, de posse das datas de divulgação de informações obrigatórias disponibilizadas pela CVM, calculou-se o CAR da janela de evento para cada divulgação e, na sequência, foram somados todos os CAR_Obrigatório das referidas janelas, semelhante ao utilizado nos estudos de Locatelli et al. (2020).

3.2.2. Cálculo do CAR Voluntário

Para a categoria de divulgação voluntária divulgadas pela Comissão de Valores Imobiliários, foram levantados dados diariamente durante o ano em que as companhias realizaram a divulgação de informação voluntária ao mercado, porém, especificamente para a categoria Comunicado ao Mercado, espera-se impactar de forma mais expressiva o mercado financeiro.

Nesse sentido, caso ocorresse de alguma data não ser um dia útil, considerou-se o próximo dia útil, ou seja, o momento em que o mercado apresentou uma reação diferenciada sobre as informações divulgadas.

Assim, de posse das datas de divulgação das informações voluntárias divulgadas referente a categoria Comunicado ao Mercado, calculou-se o **CAR_{Ano}** para cada janela do evento de divulgação, comparando o seu resultado com os valores médios dos retornos das companhias nos demais dias, para que assim seja possível analisar os **CAR** das referidas janelas, para se tornarem a variável **CAR_Voluntário**, semelhante ao utilizado nos estudos de Locatelli et al. (2020).

3.3. VARIÁVEIS DE CONTROLE

Considerando que o modelo estatístico proposto possui fragilidades, foram consideradas variáveis de controles, com a intenção de minimizar os possíveis efeitos destoantes, considerando o estudo de Locatelli et al. (2020).

Por meio das variáveis de controle listadas abaixo (Figura 2), optou-se pela utilização de indicadores baseados em informações contábeis e que possuem relevância para os acionistas, investidores e o mercado com um todo (Kumar & Sopariwala, 1992; Hitt, Hoskisson, Johnson & Moesel, 1996; Gompers, Ishii & Metrick, 2003):

Variável	Tipo de Análise	Fórmula	Literatura
Retorno sobre o Ativo (ROA)	Rentabilidade	Lucro Líquido/Total do Ativo	Haniffa e Cooke(2005); Lee e Ng (2009); Fonseca Minardi, Sanvicente e Monteiro (2006).
Negociações em Bolsa	Liquidez Acionária	$LIQ = 100 \times \left(\frac{Z}{P}\right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N}\right) \times \left(\frac{Y}{V}\right)}$	Consoni e Douglas Colauto (2016)
Total do Ativo	Tamanho	Ln Ativo Total	Costa, Goldner e Galdi, (2007), Consoni e Douglas Colauto (2016); Elfeky (2017).
Grau de Alavancagem Financeira	Endividamento	PC + PNC / Ativo Total	Lan et al. (2013); Elfeky (2017).
<i>Book to Market (BtM)</i>	Oportunidade de Crescimento	Valor de Mercado do PL/Valor Contábil do PL	Chen e Zhao (2006); Bastos, Nakamura e Basso (2009).
Volatilidade	Risco	EBITIDA / Ativo Total	Fonseca e Silveira (2016); Cook et al. (2017).

Figura 02: Variáveis de Controle
Fonte: Elaborado pelo autor.

Considerando que outros fatores, além do *DV* e a *GC* podem influenciar o *RA* acumulado das empresas listadas na B3, foram inseridas no modelo econométrico deste estudo seis variáveis de controle, empregando-as em outras literaturas, com o objetivo de não viesar a amostra utilizada, bem como garantir a robustez das análises realizadas nos resultados da pesquisa.

3.3.1. Retorno sobre o Ativo – ROA - (Rentabilidade)

Para o cálculo da variável de rentabilidade utilizou-se como métrica o Retorno sobre o Ativo (ROA), no qual espera-se que companhias com maior rentabilidade apresente um volume maior de divulgações voluntárias de conteúdos relevantes para o mercado e, conseqüentemente apresentam um *RA* acumulado maior (Haniffa &

Cooke, 2005; Lee & Ng, 2009; Fonseca Minardi et al., 2006). A fonte de coleta de dados para essa variável de controle foi a base de dados *Economatica*, calculada por meio da utilização da razão entre o lucro líquido sobre o ativo total.

3.3.2. Negociação em Bolsa (Liquidez Acionária)

Considerando os estudos de Consoni e Douglas Colauto (2016), verificou-se que uma companhia que apresenta uma maior liquidez acionária, sinaliza para os seus investidores uma maior capacidade de retorno positivo. Dessa forma, espera-se neste estudo que empresas com maior liquidez acionária apresenta um maior volume de divulgações voluntárias de conteúdos relevantes para o mercado, e consequentemente, apresentam um maior RA acumulado. A fonte de coleta de dados para essa variável de controle foi a base de dados *Economatica*, no qual foi calculado por meio da equação 7:

$$LIQ = 100 \times \left(\frac{Z}{P} \right) \times \sqrt{\left(\frac{n}{N} \right) \times \left(\frac{Y}{V} \right)}$$

(7)

Onde:

Z = número de dias em que ocorreu pelo menos uma negociação de ação em um período analisado;

P = número total de dias do período analisado;

n = número de negócios envolvendo a ação da companhia no período analisado;

N = número de negócios com todas as ações da companhia no período analisado;

Y = volume de recursos financeiros de negociações com a ação no período analisado;

V = volume de recursos financeiros de negociações com todas as ações no período analisado.

3.3.3. Total do Ativo (Tamanho)

Uma das variáveis de controle utilizada neste estudo foi a métrica Tamanho. Nesse sentido, tem-se a expectativa que quanto maior for o volume de divulgações voluntárias relevantes, maior será o porte da empresa e consequentemente, maior será o RA acumulado (Costa, Goldner & Galdi, 2007; Consoni & Douglas Colauto, 2016; Elfeky, 2017). A fonte de coleta de dados para essa variável de controle foi a base de dados *Economatica*, no qual foi calculado considerando o Logaritmo Natural (Ln) do Ativo Total das companhias listadas.

3.3.4. Grau de Alavancagem Financeira (Endividamento)

A variável de controle Endividamento foi inserida no modelo econométrico, por meio da Alavancagem Financeira, na qual representa um risco adicional para o beta das ações das companhias listadas. Uma vez que espera-se um sinal positivo para empresas com maior grau de Alavancagem Financeira, aumenta a rentabilidade por meio do endividamento, tendem a apresentar um maior volume de volume de divulgações voluntárias relevantes e assim, promovem maior RA acumulado nas companhias abertas (Lan et al., 2013; Elfeky, 2017). A fonte de coleta de dados para essa variável de controle foi a base de dados *Economatica*, no qual foi calculado por meio da divisão da soma do Passivo Circulante e Não Circulante pelo Ativo Total das companhias listadas.

3.3.5. *Book-to-Market* (Oportunidade de Crescimento)

Utilizando como base os estudos de Chen e Zhao (2006) e Bastos et al. (2009), verificou-se que a variável Oportunidade de Crescimento está relacionada ao fato de que as companhias que apresentam uma melhor e maior oportunidade de crescimento no mercado, desenvolvem um maior volume de divulgação voluntária de conteúdos relevantes e assim, um maior RA acumulado. A fonte de coleta de dados para essa variável de controle foi a base de dados *Economatica*, no qual foi calculado por meio da divisão do Valor de mercado do Patrimônio Líquido e o Valor de Mercado das companhias listadas.

3.3.6. Volatilidade (Risco)

A variável Volatilidade é uma métrica de risco que visa avaliar a periodicidade da variação do valor de um ativo à medida que uma companhia realiza a divulgação voluntária de suas informações, consideradas relevantes, quando promovem um RA acumulado maior (Fonseca & Silveira, 2016; Cook et al., 2017). A fonte de coleta de dados para essa variável de controle foi a base de dados *Economatica*, no qual foi calculado por meio da divisão do Desvio Padrão do EBITIDA sobre o Ativo Total das companhias listadas.

3.4 TRATAMENTO DOS DADOS

Nesta pesquisa, foram realizados os seguintes procedimentos metodológicos para o tratamento dos dados: iniciou-se a amostra com 5.240 observações, no qual houve, primeiramente, a exclusão de 1.790 observações por representarem empresas com ausência de classes de ações ordinárias. Seguindo com o tratamento dos dados, utilizou-se o resultado de 3.450 da amostragem anterior e excluiu-se mais 2.583 observações por apresentarem variações *missing values*, ou seja, informações incompletas que poderiam comprometer a geração dos resultados. Restando assim, uma base final de dados com 867 observações a serem utilizadas, sendo essa base winsorizada em 1% (retirados os *outliers*) para melhor qualidade das análises.

Capítulo 4

4. RESULTADOS

Este trabalho tem como objetivo verificar a reação do mercado quanto a relevância do conteúdo informacional que o *DV* (especificamente para a categoria Comunicado ao Mercado) produz por meio do RA acumulado das ações das companhias brasileiras listadas na B3 e segmentadas nos níveis diferenciadas de GC, uma vez que essas publicações correspondem às aquisições de empresas, matérias de reuniões, tomadas de decisões e demais informações de caráter relevante para os acionistas ou mercado.

Para essa categoria, espera-se um maior impacto nos resultados para analisar a reação do mercado no período base, por meio do RA acumulado das companhias brasileiras segmentadas nos níveis diferenciados de GC das companhias listadas na B3, no período de 2010 a 2019.

4.1. ESTATÍSTICA DESCRITIVA

Analisando a Tabela 1, que representa a estatística descritiva da regressão, observa-se que o evento *CAR_Voluntário* possui resultados positivos e simétricos a sua mediana, quando comparado, por exemplo com o *CAR_Obrigatório*. O que sugere que em média os acontecimentos relacionados às divulgações de conteúdo informacional relevante e não obrigatórios de informações, em específico a categoria Comunicado ao Mercado, podem estar relacionados à volatilidade dos ativos listados na bolsa, uma vez que o RA acumulado médio apresentou resultados de média e mediana superior a 1.

Ainda sobre a Tabela 1, percebeu-se que na amostra das 867 empresas analisadas e que promoveram o *DV* de informações no período base, 85% são companhias que estão nos níveis diferenciados de GC, ou seja, estão entre os Níveis 1, 2 e o Novo Mercado. Logo, são companhias que apresentam boas práticas de gestão e se diferenciam das demais empresas segmentadas no Nível Bovespa Mais, em termos de cumprimento de obrigações e transparência na divulgação de informações para seus acionistas no mercado de capitais brasileiro (Silva & da Costa, 2016; Aguiar, 2018).

Tabela 1: Estatística Descritiva das Variáveis.

A presente tabela apresenta a descrição estatística das variáveis que foram utilizadas neste estudo, a partir de um modelo, identificando as suas medidas de posição e dispersão, relacionando as informações das ações das companhias aberturas brasileiras listadas na B3 no período de 2010 a 2019.

Variável	N	Média	Mediana	Desvio Padrão	1º Quartil	3º Quartil	Mínimo	Máximo
CAR_Ano	867	2,73	2,32	11,89	-5,26	10,25	-25,41	37,40
CAR_Voluntário	867	0,02	0,02	1,71	-1,00	1,18	-4,62	4,29
Governança	867	0,85	1,00	0,36	1,00	1,00	0,00	1,00
CAR_Vol. Gov	867	0,01	0,00	1,55	-0,81	0,93	-4,62	4,29
CAR_Obrigatório	867	-0,00	0,03	1,06	-0,65	0,69	-2,78	2,93
Liquidez	867	0,29	0,09	0,45	0,01	0,37	0,00	2,27
Rentabilidade - ROA	867	0,01	0,03	0,18	-0,01	0,08	-1,17	0,35
Endividamento	867	0,71	0,59	0,68	0,46	0,74	0,11	5,45
Tamanho	867	15,05	15,05	1,75	13,97	16,96	8,81	19,18
Book-to-Market	867	2,30	1,46	2,83	0,74	3,01	-4,57	15,53
Volatilidade	867	0,07	0,10	0,15	0,04	0,15	0,04	0,34

Fonte: Elaborado pelo autor.

A partir dos resultados apresentados na Tabela 1, verificou-se que a média da estatística descritiva acima demonstra que tanto o CAR_Voluntário, quanto a Governança interagiram entre si, e apresentaram em média, valores positivos de resultado, já o CAR_Obrigatório apresentou valores negativos (Tabela 1).

Nesse sentido, percebeu-se que o CAR_Ano, possui um retorno médio positivo e acima de 1. Isso sugere uma reação diferenciada pelo mercado em relação aos *DV* de conteúdo informacional divulgado pelas companhias da categoria Comunicado a Mercado. Assim, sob o ponto de vista da relevância de valor, com níveis diferenciados

de GC, promovem um RA acumulado no valor de mercado das companhias listadas na B3, de uma maneira geral no período base (Tabela 1).

Os resultados consolidados sugerem que os retornos anormais, de forma geral, foram positivos para os anos bases pesquisados. Nesse sentido, verificou-se que o conteúdo informacional divulgado, por meio do *DV* das empresas, trouxe informações relevantes e promoveram alterações nos preços das ações das companhias listadas e, conseqüentemente, no seu valor de mercado, consideradas as companhias com níveis diferenciados de GC. Esses resultados são específicos para a divulgação de informações voluntárias relacionadas a categoria de Comunicado ao Mercado (Tabela 1).

Entretanto, em média esse resultado não se mantiveram nas divulgações obrigatórias, as quais não promoveram anormalidade no valor de mercado das companhias após a divulgação de informações obrigatórias, principalmente quando comparado com as divulgações voluntárias de companhias com níveis diferenciados de GC. Sugere-se que as divulgações obrigatórias não trouxeram relevância expressiva no seu conteúdo informacional, uma vez que o *DV* já havia provocado reações por parte do mercado, em períodos anteriores (Tabela 1).

A partir da observação da dispersão do indicador de Liquidez das companhias, verificou-se que o fato da mediana estar acima do primeiro quartil e abaixo da média, e que um grupo de determinadas empresas localizadas acima do terceiro quartil possuem boa liquidez acionária de seus ativos na bolsa de valores. Dessa forma, os resultados sugerem que 29% das empresas com níveis diferenciados de GC e que apresentaram a divulgação de informações voluntárias durante o período de 2010 e 2019, possuem boa liquidez acionária de seus ativos na B3 (Tabela 1)

Já a variável Rentabilidade - ROA apresentou valor de média abaixo da mediana, porém o seu valor de média está entre o primeiro e o terceiro quartil, e pode-se dizer por meio dos resultados, que em média as companhias apresentam um retorno médio de 1% sobre os seus ativos totais quando divulgam conteúdo informacional de caráter voluntário. Observou-se ainda, que algumas companhias apresentaram resultados negativos, sugerindo que na amostra utilizada nesta pesquisa existem empresas com prejuízos operacionais ou com ativos totais negativos (Tabela 1).

Com relação ao indicador de Endividamento, verificou-se por meio da análise estatística descritiva que o seu valor de mediana encontra-se entre o primeiro e o terceiro quartil, possibilitando verificar que em média as companhias listadas pesquisadas possuem endividamentos de curto e longo prazos de mais de 70% sobre os seus ativos totais (Tabela 1).

Consolidando os resultados das variáveis de controle Rentabilidade - ROA e Endividamento, os resultados para essas duas variáveis de controle sugerem que as companhias que realizaram a divulgação voluntária de conteúdo informacional relevante, a partir da categoria Comunicado ao Mercado, durante o período base e que possuem níveis diferenciados de GC, apresentaram boa rentabilidade de seus ativos, porém com elevados níveis de endividamentos de curto e longo prazo, quando comparados com os seus ativos totais (Tabela 1).

O indicador de Tamanho, que envolve o ativo total das empresas, apresentou distribuições mais simétricas de seus resultados, informando que em média o tamanho do ativo total das empresas é de 15,05 (em milhões) e o desvio padrão em torno da média é de 1,75 (em milhões). Esses resultados sugerem uma heterogeneidade nas informações acima apresentadas como resultado, em relação

ao tamanho das companhias que realizam a divulgação voluntária de conteúdo informacional relevante para o mercado e que possui níveis diferenciados de GC, uma vez que o tamanho mínimo dos ativos totais das companhias é de 8,81 (em milhões) e o tamanho máximo é de 19,18 (em milhões), conforme demonstrado na Tabela 1.

Analizado o indicador *Book-to-Market*, sob o ponto de vista das oportunidades de crescimento nos seus mercados de atuação, identificou-se que a dispersão da mediana esta significativamente acima de 1, o que sugere que há um equilíbrio entre a distribuição das observações que medem à proximidade entre o valor contábil e o valor de mercado das companhias listadas na B3, que durante o período base, realizaram a divulgação de conteúdo informacional de forma voluntária e que apresentaram níveis diferenciados de GC (Tabela 1).

Por fim, ao analisar a variável de controle Volatilidade, verificou-se que a periodicidade da variação de risco de um ativo das companhias com níveis diferenciados de GC e que realizaram a divulgação de conteúdo informacional relevante em caráter voluntário, por meio da categoria Comunicado ao Mercado. listadas na bolsa de valores foi em média 7%, com desvio padrão de 15%. Dessa forma, sugere-se que o valor anormal do preço das ações das companhias que divulgaram de forma voluntária informações relevantes para o mercado, apresentaram baixos riscos na variação dos valores de seus ativos durante o período base (Tabela 1).

4.2. ANÁLISE DE CORRELAÇÃO

Com o intuito de realizar uma análise da correlação das variáveis da Tabela 1, apresenta-se a seguir na Tabela 2 os resultados da Correlação Linear de Pearson após *Winsorização* de 1%. Nesse sentido, ressalta-se que esse método não possui a finalidade de identificar a relação de causalidade e sim, identificar a intensidade da correlação, verificando o sinal do P-Valor para identificar a relação estatística entre a variável dependente com as variáveis independentes de interesse e de controle apresentadas no modelo econométrico.

Tabela 2: Matriz de Correlação entre as Variáveis.

Variáveis	(01)	(02)	(03)	(04)	(05)	(05)	(06)	(07)	(08)	(09)	(10)
CAR_Ano (01)	1,0000										
CAR_Vol (02)	0,2005*	1,0000									
CAR_Vol. Gov (03)	0,1695*	0,9033*	1,0000								
Governança (04)	0,0548	-0,0180	0,0016	1,0000							
CAR_Obrig (05)	0,2183*	0,4239*	0,3691*	-0,0308	1,0000						
Liquidez (06)	0,0538	-0,0429	-0,0461	0,1292*	0,0019	1,0000					
Rentabilidade (06)	0,0868*	0,0188	0,0283	0,2444*	0,0384	0,1679*	1,0000				
<i>Book-to-Market</i> (07)	0,1202*	-0,0216	-0,0051	0,0671*	-0,0173	0,2543*	0,3379*	1,0000			
Tamanho (08)	0,0724*	-0,0395	-0,0541	0,4006*	0,0081	0,5935*	0,3206*	0,0525	1,0000		
Endividamento (09)	0,0633	0,0119	0,0131	0,2770*	-0,0372	-0,0956*	-0,6946*	-0,1888*	-0,3293*	1,0000	
Volatilidade (10)	0,1017*	0,0370	0,0614	0,2076*	0,0498	0,1902*	0,8958*	0,3880*	0,3242*	-0,5931*	1,0000

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota: *Significativo ao nível de 5%

Ao observar os resultados apresentados na Tabela 2, verificou-se que a variável independente *Car_Vol*, representada pela relevância do conteúdo informacional divulgado pelas companhias abertas no período base na categoria Comunicado ao Mercado, apresentou resultado positivo e significativo para a variável dependente *Car_Ano*. Na qual pode-se deduzir que o *DV* divulgado pelas companhias abertas trouxeram algum tipo de conteúdo informacional relevante no período base, pois o mercado reagiu de forma anormal para o preço das ações das companhias listadas, o que corrobora com os estudos anteriores de Sousa et al. (2014), Dye (2001) e Mapurunga et al. (2014).

A interação entre as variáveis independentes *DV* e *GC* (*CAR_Vol. Gov*) apresentou resultado positivo e significativo para a variável dependente *CAR_Ano*, ou seja, as empresas nos níveis diferenciados de *GC* e que divulgaram informações em caráter voluntário, durante o período base, provocaram uma reação diferenciada no mercado, que causou um *RA* das ações das companhias listadas (Tabela 2), conforme os resultados encontrados nas pesquisas de Healy e Palepu (2001), Lanzana et al. (2006) e Menezes (2009).

A variável independente *CAR_Obrig* representada pelas divulgações obrigatórias de informações, apresentou resultado positivo e significativo durante o período base, no qual pode-se considerar que as divulgações dos balanços e reapresentação dos mesmos, também promoveram algum tipo de reação diferenciada por parte do mercado e, conseqüentemente, no valor das ações das companhias listadas na B3 (Tabela 2).

As variáveis de controle *Rentabilidade*, *Book-to-Market*, *Tamanho* e *Volatilidade*, apresentaram valores positivos e significativos para a variável dependente *CAR_Ano*, inferindo-se que as empresas que apresentaram um *RA* de

suas ações, no período base, são empresas com melhores indicadores de rentabilidade, oportunidades de crescimento, tamanho e riscos sobre os seus ativos totais. As demais variáveis de interesse e controle não apresentaram correlação significativas (Tabela 2).

No entanto, os resultados da correlação *Pearson* são limitados por se tratarem de uma análise univariada. Os resultados da Correlação *Pearson* nos leva a tomar mais atenção às variáveis com correlação superior a 70%, e faz-se necessário o Teste de Multicolinearidade (VIF).

4.3. RESULTADO DA REGRESSÃO

A partir da Tabela 3, apresentou-se os resultados da regressão, no qual considera o efeito da relevância do conteúdo informacional da divulgação voluntária referente a categoria Comunicado ao Mercado sobre o valor de mercado no RA acumulado ao longo do ano (CAR_Ano) das companhias brasileiras listadas, considerou-se a variação ocorrida entre o período de 2010 a 2019.

Sobre os critérios dos segmentos dos níveis diferenciados de GC e com a intenção de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, a B3 classificou a GC em diferentes perfis de empresa, como os segmentos Bovespa Mais, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

O segmento Bovespa Mais é o menor nível de GC, pois foi criado para atender as pequenas e médias empresas que desejam entrar no mercado de capitais de forma gradual. No nível 1, tem-se o menor nível de exigência para as empresas, sendo seu único requisito a necessidade de apresentar algumas informações adicionais exigidas em lei e garantir o percentual mínimo de 25% de suas ações em circulação. Já os

segmentos Nível 2 e Novo Mercado, são segmentos parecidos, sua principal diferença é a necessidade das empresas ofertarem as suas ações preferenciais, com poder de voto em situações de maior complexidade, como no caso de fusões e aquisições.

Tabela 3: Resultados da Regressão.

Esta tabela apresenta os resultados do modelo:

$$CAR_{ano} = \beta_0 + \beta_1 CAR_{Voluntário}_{it} + \beta_2 Governança_{it} + \beta_3 CAR_{Voluntário} \cdot Governança + \beta_4 CAR_{Obrigatório}_{it} + \sum Controles + \varepsilon$$

CAR_Ano	Coeficiente	P> t
CAR_Voluntário	1,15	**0,03
Governança	3,05	**0,02
CAR_Vol.Gov	-0,38	0,49
CAR_Obrigatório	1,72	*0,00
Liquidez	0,38	0,79
Rentabilidade	-3,0	0,61
Endividamento	-0,51	0,72
Tamanho	0,02	0,97
Book-to-Market	0,43	0,01**
Volatilidade	4,17	0,52
Observações	867	
Prob > chi2	0,000	
R2	20%	
VIF	5	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Nota 1: A Tabela faz uma apresentação do coeficiente, P-Valor e a sua significância, considerando os níveis de 10% (***), de 5% (**) e de 1% (*). Nesse sentido, para as variáveis que apresentaram p-valor maior que 0,1, não foram consideradas significativas.

Nota 2: O CAR_Ano (RAAcumulado) foi testado nas janelas de divulgações dos *disclosures* voluntários, especificamente para a categoria comunicado ao mercado e posteriormente, comparado com o retorno médio das ações nos demais dias do período base, utilizando a média das ações por empresa/ano (rangestart), no intervalo das janelas/datas (-1 e +1), por meio do método *Market Value-Weight Return*. Os resultados foram estatisticamente significativos para os dias em que ocorreram os *disclosures* voluntários e consequentemente, as empresas apresentaram um retorno médio anormal no preço de suas ações.

Com base na análise da Tabela 3, verificou-se um P-Valor de 0,03 para o coeficiente beta da variável independente CAR_Voluntário, com resultado inferior de 5% de significância, porém com um nível de confiança médio de 95%. Dessa forma, verificou-se que os conteúdos informacionais divulgados pelas companhias listadas no período base, especificamente para a categoria Comunicado ao Mercado, trouxeram informações relevantes para o mercado e o mesmo reagiu de forma diferenciada, e assim apresentou um RA para as ações das companhias abertas. Logo, para cada 1% de DV divulgado, há um retorno médio anormal nos preços das

ações das companhias listadas de 1,15, o que indica a não rejeição da hipótese 01 da pesquisa.

Esse resultado corrobora com os resultados das pesquisas de Shroff et al. (2013), Shi et al. (2014), Balakrishnan et al. (2014) e Chung et al. (2017), no qual destacaram que o *DV* promove um efeito na reação do mercado, a partir da relevância do conteúdo informacional, sobre o preço das ações das companhias listadas. Isso, pelo fato do *DV* contribuir para a diminuição da assimetria informacional, o que reduz possíveis incertezas dos investidores.

Sobre a variável independente GC, verificou-se um P-Valor de 0,02, ou seja, com nível de significância de 5% e dentro uma média de 95% do nível de confiança dos resultados. Dessa forma, os resultados indicam que as companhias listadas nos níveis diferenciados de GC obtiveram retorno anormais acumulados no preço de suas ações durante o período base. Isso ocorreu, devido os níveis diferenciados de GC promoverem melhores técnicas de gestão, maior transparência com seus acionistas, além de cumprirem com obrigações que vão além das recomendações contidas na legislação societária brasileira, o que corrobora com os resultados das pesquisas de Lanzana et al. (2006). Esse resultado valida a hipótese 02 da pesquisa.

Entretanto, os resultados apontaram um P-Valor de 0,49 para a variável independente *CAR_Vol.Gov*, com ausência de níveis de significância e confiança nos resultados, e com coeficiente negativo. Sob o ponto de vista da relevância do conteúdo informacional, durante o período base, conclui-se que empresas listadas nos níveis diferenciados de GC não estão relacionados na essência com as companhias que promovem os DV. Esse resultado rejeita a hipótese 03 da pesquisa.

Com relação a análise das variáveis de controle, verificou-se que somente as variáveis *CAR_Obrigatório* refere-se a apresentação dos balanços com as

informações patrimoniais, econômicas e financeiras das companhias listadas, além da reapresentação dos balanços. Após os ajustes que resultam na aprovação e emissão de uma nova apresentação, com P-Valor de 0,00 e nível de significância acima de 5%. Assim como a variável *Book-to-Market*, que representa as oportunidades de crescimento da companhia no seu segmento de atuação e considerou a relação do seu valor de mercado com o seu valor contábil, no qual apresentou P-Valor de 0,01, ou seja, nível de significância de 1% e nível de confiança de 99%.

Esses resultados deduzem que as apresentações dos relatórios e divulgação de informações obrigatórias por parte das companhias listadas, promovem também uma reação diferenciada pelo mercado e, conseqüentemente contribuíram para o RA do preço das ações das companhias durante o período base. Nesse sentido, os resultados apresentados nessa pesquisa, estão de acordo com os resultados encontrados na pesquisa de Pace et al. (2003). Os autores também verificaram que as informações obrigatórias divulgadas pelas companhias, a partir da facilidade de acesso por parte dos investidores, influenciam de forma positiva e direta no valor das ações das companhias. Com relação a variável *Book-to-Market*, verificou-se por meio dos resultados que as companhias que obtiveram um RA das suas ações, tiveram maiores oportunidades de crescimento durante o período base analisado, conforme os resultados das pesquisas de Chen e Zhao (2006) e Bastos et al. (2009).

Por fim, as demais variáveis (Liquidez, Rentabilidade, Endividamento, Tamanho e Volatilidade) não apresentaram resultados estatisticamente significativos, uma vez que os seus P-Valores foram de 0,79; 0,61; 0,72; 0,97 e 0,52, respectivamente.

Capítulo 5

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa teve como objetivo analisar a reação do mercado quanto a relevância do conteúdo informacional que o *DV* (especificamente para a categoria Comunicado ao Mercado) produz por meio do RA acumulado das ações das companhias brasileiras listadas na B3 e segmentadas nos níveis diferenciadas de GC.

Nesse sentido, a partir dos resultados sobre a relevância do conteúdo informacional divulgado, influenciados pelos níveis diferenciados de GC das companhias listadas na bolsa de valores brasileiras durante o período de 2010 a 2019. Verificou-se por meio dos resultados que os retornos anormais acumulados, possuem relação com a divulgação voluntária de conteúdo informacional promovidos pelas companhias listadas, conforme demonstrado na Tabela 1. No qual há evidências de uma reação diferenciada do mercado, pois as companhias estudadas nesta pesquisa apresentaram um RA acumulado no preço médio de suas ações.

Porém, seu efeito possui influência explicativa estatisticamente próximas ao evento de divulgação obrigatória, uma vez que os resultados dos retornos anormais acumulados nas janelas de divulgação voluntária (para a categoria Comunicado ao Mercado) e obrigatória (apresentação e reapresentação de balanços trimestrais) são próximos. Onde o *DV* apresenta volume significância de 5% e a divulgação obrigatória de informações com 1%, e ambos em um nível de confiança de 95% e 99% em seus resultados, respectivamente. Ou seja, o conteúdo informacional divulgado de forma voluntária e obrigatória, possui de certa forma, relevância informacional, sob o ponto de vista de valor de mercado das companhias, uma vez que o mercado reage de forma

diferenciada sobre essas duas variáveis, e precifica as ações das companhias de forma anormal, quando comparado com as médias de mercado.

Nesse sentido, de acordo com os resultados apontados, verificou-se também a influência dos níveis diferenciados de GC nos eventos de divulgação voluntária, onde faz-se a interação entre as duas variáveis, Observou-se um coeficiente negativo e com P-Valor sem significância, para as janelas em que ocorreram a divulgação de conteúdo informacional relevante, e sugere-se dizer que a realização de *DV* é pouco influenciado pelos níveis diferenciados de GC.

Em suma, os resultados neste trabalho apresentaram que a divulgação voluntária de informações relevantes afeta de forma positiva o retorno anormal acumulado do preço das ações e modificam a percepção dos investidores sobre o valor de mercado das companhias listadas na bolsa de valores brasileiras. Juntamente com a divulgação obrigatória de informações, complementa-se os resultados dos trabalhos já citados (La Porta et al., 1998; Dechow et al., 2010; Cheng et al., 2016). Isso, pois promovem uma redução da assimetria informacional, reduz os riscos das operações, e gera maior transparência para os investidores das companhias segmentadas nos níveis diferenciados de governança corporativa da bolsa de valores brasileira (Lanzana, et al., 2006; Shroff et al., 2013; Shi et al., 2014; Balakrishnan et al., 2014; Chung et al., 2017).

Os resultados desta pesquisa se tornam relevantes para a literatura ao trazerem evidências empíricas sobre o efeito positivo que o *DV* causa sobre o RA das companhias segmentadas nos níveis diferenciados de GC. Como contribuição prática, esta pesquisa interessa ao mercado de capitais brasileiro, um vez que evidência de forma empírica a percepção dos investidores no mercado, ao reagirem de forma diferenciada sobre a divulgação de um conteúdo informacional relevante, por meio do

DV, relacionado a categoria comunicado ao mercado, que evidencia o seu efeito no RA acumulado das ações das companhias brasileiras listadas na B3 e segmentadas nos níveis diferenciadas de GC.

Por fim, ao considerar que este estudo fez a utilização da variável *DV* sob o ponto de vista da relevância do conteúdo informacional, especificamente apenas para a categoria comunicada ao mercado. Sugere-se que para as próximas pesquisa sejam feitas com a utilização das demais categorias, para verificação dos sinais de relevância do conteúdo informacional divulgado pelas companhias abertas e com níveis diferenciados de GC, identificando se as mesmas promovem um RA no preço de suas ações, podendo os resultados serem confrontados com as evidências desta pesquisa.

REFERÊNCIAS

- Aguiar, M. B. (2018) *GC e a probabilidade de reconhecimento de perda por redução ao valor recuperável de ativos* (Dissertação de mestrado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas - FUCAPE, Vitória, ES, Brasil. 2018. Recuperado 6 de janeiro, 2020, de http://legado.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Marisa%20Brito%20Aguiar.pdf
- Albuquerque, L. M., & Alabanez, T. (2019). GC: os Níveis Diferenciados da B3 e sua relação com o Desempenho das Ações frente ao Impeachment em 2016. XVI Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado 6 de janeiro, 2020, de https://congress USP.fipecafi.org/anais/Anais2019_NEW/ArtigosDownload/1435.pdf
- Allee, K. D., & DeAngelis, M. D. (2015). The structure of voluntary disclosure narratives: Evidence from tone dispersion. *Journal of Accounting Research*, 53(2), 241-274. Doi: 10.1111/1475-679X.12072.
- Alves Júnior, E. D., & Galdi, F. C. (2020). Relevância informacional dos principais assuntos de auditoria. *Revista Contabilidade & Finanças*, 31(82), 67-83.
- de Araújo, E. C. C., dos Santos Rodrigues, V. R., Monte-Mor, D. S., & Correia, R. D. (2018). Corrupção e valor de mercado: os efeitos da Operação Lava Jato sobre o mercado de ações no Brasil. *Revista Catarinense da Ciência Contábil*, 17(51). Doi: 10.16930/2237-7662
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). How much new information is there in earnings? *Journal of Accounting Research*, 46(5), 975-1016. Doi: 10.1111/j.1475-679X.2008.00299.x
- Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., & Ljungqvist, A. (2014). Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure. *the Journal of Finance*, 69(5), 2237-2278. Doi: 10.1111/jofi.12180
- Bar-Yosef, S., & Prencipe, A. (2013). The impact of corporate governance and earnings management on stock market liquidity in a highly concentrated ownership capital market. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 28(3), 292-316. Doi: 10.1177/0148558X13492591.
- Bastos, D. D., Nakamura, W. T., & Basso, L. F. C. (2009). Determinantes da estrutura de capital das companhias abertas na América Latina: um estudo empírico considerando fatores macroeconômicos e institucionais. *RAM. Revista de Administração Mackenzie*, 10(6), 47-77. Doi: 10.1590/S1678-69712009000600005.

- Bekiris, F. V., & Doukakis, L. C. (2011). Corporate governance and accruals earnings management. *Managerial and Decision Economics*, 32(7), 439-456. Doi: 10.1002/mde.1541.
- Beyer, A., Cohen, D. A., Lys, T. Z., & Walther, B. R. (2010). The financial reporting environment: Review of the recent literature. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 296-343. Doi: 10.1016/j.jacceco.2010.10.003.
- Brown, S. J., & Warner, J. B. (1980). Measuring security price performance. *Journal of financial economics*, 8(3), 205-258. Doi: 10.1016/0304-405X(80)90002-1.
- Bourveau, T., & Schoenfeld, J. (2017). Shareholder activism and voluntary disclosure. *Review of Accounting Studies*, 22(3), 1307-1339. Doi: 10.2139/ssrn.2668304.
- Brasil Bolsa Balcão (B3). (2020). Segmentos de Listagem. Recuperado em 30 de junho, 2020, de <www.b3.com.br
- Chen, L., & Zhao, X. (2006). On the relation between the market-to-book ratio, growth opportunity, and leverage ratio. *Finance Research Letters*, 3(4), 253-266. Doi: 10.1016/j.frl.2006.06.003.
- Cheng, Q., Lee, J., & Shevlin, T. (2016). Internal governance and real earnings management. *The accounting review*, 91(4), 1051-1085.
- Cheung, Y. L., Jiang, P., & Tan, W. (2010). A transparency disclosure index measuring disclosures: Chinese listed companies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 29(3), 259-280. Doi: 10.2308/accr-51275.
- Chung, S. G., Goh, B. W., Ng, J., & Yong, K. O. (2017). Voluntary fair value disclosures beyond SFAS 157's three-level estimates. *Review of accounting studies*, 22(1), 430-468. Doi: 10.2139/ssrn.1335848.
- Cohen, J. R., Krishnamoorthy, G., & Wright, A. (2004). The corporate governance mosaic and financial reporting quality. *Journal of accounting literature*, 87-152.
- Cook, K. A., Moser, W. J., & Omer, T. C. (2017). Tax avoidance and ex ante cost of capital. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(7-8), 1109-1136. Doi: 10.1111/jbfa.12258.
- Consoni, S., & Douglas Colauto, R. (2016). Voluntary disclosure in the context of convergence with International Accounting Standards in Brazil. *Revista brasileira de gestão de negócios*, 18(62). Doi: 10.7819/rbgn.v18i62.2242.
- Costa, F. M. D., Goldner, F., & Galdi, F. C. (2007). Análise dos fatores que influenciam no disclosure dos maiores bancos brasileiros. In *Congresso USP de Contabilidade e Controladoria* (Vol. 7).

- Dayanandan, A., Donker, H., & Karahan, G. (2017). Do voluntary disclosures of bad news improve liquidity? *The North American Journal of Economics and Finance*, 40, 16-29. Doi: 10.1016/j.najef.2017.01.002.
- Dechow, P., Ge, W., & Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of accounting and economics*, 50(2-3), 344-401. Doi: 10.1016/j.jacceco.2010.09.001
- Dye, R. A. (1985). Disclosure of nonproprietary information. *Journal of accounting research*, 123-145. Doi: 10.2307/2490910.
- Dye, R. A. (2001). An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 181-235. Doi: 10.1016/S0165-4101(01)00024-6
- Elfeky, M. I. (2017). The extent of voluntary disclosure and its determinants in emerging markets: Evidence from Egypt. *The Journal of Finance and Data Science*, 3(1-4), 45-59. Doi: 10.1016/j.jfds.2017.09.005.
- Frino, A., Palumbo, R., Capalbo, F., Gerace, D., & Mollica, V. (2013). Information Disclosure and Stock Liquidity: Evidence from Borsa Italiana. *Abacus*, 49(4), 423-440. Doi: 10.1111/abac.12014
- Fonseca, C. V. C., & Silveira, R. L. F. D. (2016). GC e custo de capital de terceiros: evidências entre empresas brasileiras de capital aberto. *REAd. Revista Eletrônica de Administração (Porto Alegre)*, 22(1), 106-133. Doi: 10.1590/1413-2311.016162016.62739.
- Fonseca Minardi, A. M. A., Sanvicente, A. Z., & Monteiro, R. D. C. (2006). Bid-ask spreads in a stock exchange without market specialists. *Latin American Business Review*, 7(2), 19-39.
- Gallon, A. V., Beuren, I. M., & Hein, N. (2007). Análise da relação entre evidenciação nos relatórios da administração e o nível de governança das empresas na Bovespa. *Revista de Informação Contábil*, 1(2), 18-41. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-fica-0550.pdf>>. Acesso em: 23/01/2019.
- Gelb, D. S., & Zarowin, P. (2002). Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices. *Review of accounting studies*, 7(1), 33-52. Doi: 10.1023/A:1017927530007.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The quarterly journal of economics*, 118(1), 107-156. Doi: 10.1162/00335530360535162.
- Gong, G., Li, L. Y., & Zhou, L. (2013). Earnings non-synchronicity and voluntary disclosure. *Contemporary Accounting Research*, 30(4), 1560-1589. Doi: 10.1111/1911-3846.12007.

- Guay, W., Samuels, D., & Taylor, D. (2016). Guiding through the fog: Financial statement complexity and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 62(2-3), 234-269. Doi: 10.1016/j.jacceco.2016.09.001.
- Haggard, K. S., Martin, X., & Pereira, R. (2008). Does voluntary disclosure improve stock price informativeness? *Financial Management*, 37(4), 747-768. Doi: 10.1111/j.1755-053X.2008.00033.x
- Hair, J., Babin, B., Money, A., & Samouel, P. (2005). *Fundamentos de métodos de pesquisa em administração*. Bookman Companhia Ed.
- Haniffa, R. M., & Cooke, T. E. (2005). The impact of culture and governance on corporate social reporting. *Journal of accounting and public policy*, 24(5), 391-430. Doi: 10.1016/j.jaccpubpol.2005.06.001.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of accounting and economics*, 31(1-3), 405-440. Doi: 10.1016/S0165-4101(01)00018-0
- Hitt, M. A., Hoskisson, R. E., Johnson, R. A., & Moesel, D. D. (1996). The market for corporate control and firm innovation. *Academy of management journal*, 39(5), 1084-1119. Doi: 10.2307/256993.
- Jin, L., & Myers, S. C. (2006). R2 around the world: New theory and new tests. *Journal of financial Economics*, 79(2), 257-292. Doi: 10.1016/j.jfineco.2004.11.003
- Karajeh, A. I., Ibrahim, M., Yussoff, B., & Bt Lode, N. A. (2017). Impact of Shareholder Structure on Voluntary Disclosure in Malaysian Companies. *Global Business & Management Research*, 9.
- Kitagawa, C. H. (2007). *Nível de adesão de empresas latino-americanas aos princípios de GC recomendados pela Oecd* (Doctoral dissertation, Universidade de São Paulo).
- Kumar, R., & Sopariwala, P. R. (1992). The effect of adoption of long-term performance plans on stock prices and accounting numbers. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 561-573. Doi: 10.2307/2331140.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and finance. *Journal of political economy*, 106(6), 1113-1155. Doi: 10.1086/250042.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, 58(1-2), 3-27. Doi: 10.1016/S0304-405X(00)00065-9.
- Lanzana, A. P., Silveira, A. M., & Famá, R. (2006). Existe relação entre disclosure e GC no Brasil. *Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração*, Salvador, BA, Brasil, 30.

- Lan, Y., Wang, L., & Zhang, X. (2013). Determinants and features of voluntary disclosure in the Chinese stock market. *China Journal of Accounting Research*, 6(4), 265-285. Doi: 10.1016/j.cjar.2013.04.001.
- Lee, D. S. Y., Han, J., Wu, W., & Chow, C. W. (2005). Corporate governance and investor reaction to reported earnings: An exploratory study of listed Chinese companies. *Advances in International Accounting*, 18, 1-25. Doi: 10.1016/S0897-3660(05)18001-5.
- Lee, C. M., & Ng, D. (2009). Corruption and international valuation: does virtue pay?. *The Journal of Investing*, 18(4), 23-41. Doi: 10.3905/JOI.2009.18.4.023.
- Li, X., & Yang, H. I. (2016). Mandatory financial reporting and voluntary disclosure: The effect of mandatory IFRS adoption on management forecasts. *The Accounting Review*, 91(3), 933-953. Doi: 10.2139/ssrn.2172014.
- Lima, D. H. S. D., Rodrigues, J. M., Silva, C. A. T., & Silva, J. D. G. D. (2012). Impacto do nível de evidenciação de informações contábeis sobre a precificação de ações no contexto de seleção adversa: uma pesquisa experimental. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 14(43), 159-175. Doi: 10.7819/rbgn.v14i43.748.
- Locatelli, O., Nossa, V., & Ferreira, F. R. (2020). Impacto da evidenciação de informações no valor das ações das sociedades de economia mista. *Revista de Contabilidade e Organizações*, 14.
- Lundholm, R., & Myers, L. A. (2002). Bringing the future forward: the effect of disclosure on the returns-earnings relation. *Journal of accounting research*, 40(3), 809-839. Doi: 10.1111/1475-679X.00072.
- Malacrida, M. J. C., & Yamamoto, M. M. (2006). GC: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 17(SPE), 65-79. Doi: 10.1590/S1519-70772006000400006.
- Malik, M. (2015). Corporate Governance and Real Earnings Management: The Role of the Board and Institutional Investors. *Journal of Knowledge Globalization*, 8(1).
- Mapurunga, P. V. R., Ponte, V. M. R., & Holanda, A. P. (2014). Fatores explicativos da aderência das firmas brasileiras ao disclosure relativo às informações por segmento. *Enfoque: Reflexão Contábil*, 33(1), 53-69. Doi: 10.4025/enfoque.v33i1.20743.
- Marinovic, I., & Varas, F. (2016). No news is good news: Voluntary disclosure in the face of litigation. *The RAND Journal of Economics*, 47(4), 822-856. Doi: 10.2139/ssrn.2380457.
- McWilliams, A., & Siegel, D. (1997). Event studies in management research: Theoretical and empirical issues. *Academy of management journal*, 40(3), 626-657. Doi: 10.2307/257056.

- Menezes, R. M. A. (2009). *Estrutura de propriedade e a GC têm relação com o valor e desempenho das empresas no novo cenário de mercado de capitais brasileiro* (Doctoral dissertation, Dissertação (Mestrado em Administração), Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas em Contabilidade, Economia e Finanças (FUCAPE), Vitória).
- Murcia, F. D. R., & Santos, A. D. (2012). Discretionary-based disclosure: Evidence from the Brazilian market. *BAR-Brazilian Administration Review*, 9(1), 88-109. Doi: 10.1590/S1807-76922012000100006.
- Murcia, F. D., Souza, F. D., Dill, R. P., & Costa Junior, N. C. A. (2010). Impacto do nível de disclosure corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. In *Congresso USP de controladoria e Contabilidade* (Vol. 10).. DOI: 10.11132/rea.2011.487.
- Nascimento, L. C. D. (2003). *GC: um estudo do efeito da adesão das empresas de capital aberto às práticas de governança da Bovespa sobre o valor de suas ações. São Paulo: FEA/USP, 2003* (Doctoral dissertation, Dissertação (Mestrado em Administração), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo).
- Nunes, P. P., dos Santos, O. M., & da Costa Marques, J. A. V. (2020). Determinantes do nível de divulgação das informações por segmento (CPC 22) das empresas brasileiras de capital aberto listadas no IBrX-50. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 17(42), 3-25. Doi: 10.5007/2175-8069.2020v17n42p3.
- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary accounting research*, 11(2), 661-687. DOI: 10.1111/j.1911-3846.1995.tb00461.x.
- Oliveira, M. C., Ribeiro, M. D. S., Sampaio, M. S. A., Carvalho, F. A., DO, C. D. P. D. F., & DO NORDESTE-CAPEF, B. A. N. C. O. (2004). Os efeitos da adoção dos conceitos e das práticas de GC na transparência das informações evidenciadas por empresas brasileiras do setor de papel e celulose. In *Congresso USP de Controladoria e Contabilidade* (Vol. 4, p. 2004).
- Pace, E. S. U., Basso, L. F. C., & Silva, M. A. D. (2003). Indicadores de desempenho como direcionadores de valor. *Revista de Administração Contemporânea*, 7(1), 37-65. Doi: 10.1590/S1415-6552003000100003.
- Rabelo, Flávio e Silveira, José M. “*Estruturas de governança e governança corporativa: avançando na direção da integração entre as dimensões competitivas e financeiras*”. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, Campinas, n. 77, jul. 1999. Recuperado em 23 de fevereiro, 2020, de www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto77.pdf

- Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2006). Metodologia da Pesquisa Aplicável às Ciências. *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 76-97.
- Rody, P. H. A. (2018). *DV e captação de financiamentos via emissão de ações* (Dissertação de mestrado). Fundação Instituto Capixaba de Pesquisas – FUCAPE, Vitória, ES, Brasil. Recuperado em 30 de janeiro, 2020, de http://legado.fucape.br/_public/producao_cientifica/8/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20-%20Paulo%20Henrique%20Amaral%20Rody.pdf
- Sayogo, D. S. (2006). The determinants of corporate governance disclosure through internet for companies listing in Jakarta Stock Exchange. *Simposium Nasional Akuntansi*, 9.
- Schoenfeld, J. (2017). The effect of voluntary disclosure on stock liquidity: New evidence from index funds. *Journal of Accounting and Economics*, 63(1), 51-74. Doi: 10.2139/ssrn.2350181.
- Shi, Y., Kim, J. B., & Magnan, M. L. (2014). Voluntary disclosure, legal institutions, and firm valuation: Evidence from US cross-listed foreign firms. *Journal of International Accounting Research*, 13(2), 57-85. Doi: 10.2308/jiar-50842.
- Shroff, N., Sun, A. X., White, H. D., & Zhang, W. (2013). Voluntary disclosure and information asymmetry: Evidence from the 2005 securities offering reform. *Journal of Accounting Research*, 51(5), 1299-1345. Doi: 10.1111/1475-679X.12022.
- Skillius, A., & Wennberg, U. (1998). *Continuity, credibility and comparability: key challenges for corporate environmental performance measurement and communication*. Intenational Institute for Industrial Environmental Economics, Lund University. Disponível em: <www.eea.europa.eu/publications/ESS09>. Acesso em: 23/02/2020.
- Silva, A. A., & da Costa, F. M. (2016). Nível de disclosure x características das pequenas e médias empresas no processo de convergência. *RAGC*, 4(16).
- Silva, W. V., de Andrade Silveira, S. A., Del Corso, J. M., & Stadler, H. (2011). A influência da adesão às práticas de GC no risco das ações de empresas de capital aberto. *Revista Universo Contábil*, 7(4), 82-97. Doi: 10.4270/ruc.20117
- Sousa, C. B., Silva, A. F. D., Ribeiro, M. D. S., & Weffort, E. F. J. (2014). Valor de mercado e DV: estudo empírico em companhias listadas na BMFBovespa. *REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036*, 6(2), 94-115.DOI: 10.21680/2176-9036
- Tihanyi, L., Graffin, S., & George, G. (2014). Rethinking governance in management research. Doi: 10.5465/amj.2014.4006.
- Veldkamp, L. L. (2006). Information markets and the comovement of asset prices. *The Review of Economic Studies*, 73(3), 823-845. Doi: 10.2139/ssrn.556212.

- Verrecchia, R. E. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of accounting and economics*, 5, 179-194. Doi: 10.1016/0165-4101(83)90011-3.
- Verrecchia, R. E. (2001). Essays on disclosure. *Journal of accounting and economics*, 32(1-3), 97-180. Doi: 10.1016/S0165-4101(01)00025-8.
- Wen, X. (2013). Voluntary disclosure and investment. *Contemporary Accounting Research*, 30(2), 677-696. Doi: 10.1111/j.1911-3846.2012.01169.x.
- Zarb, B. J. (2015). A comparative study of voluntary accounting disclosures between us and non-us airline companies. *International Journal of Business, Accounting, & Finance*, 9(2).