

Análise do Nível de Evidenciação Fornecido por Empresas Listadas nos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

AUTORES

RODRIGO FERNANDES MALAQUIAS

Universidade Federal de Uberlândia

rodrigofmalaquias@yahoo.com.br

SIRLEI LEMES

sirlemes@uol.com.br

Resumo

Tem-se que o objetivo principal da contabilidade é prover seus usuários com informações úteis para tomadas de decisões econômicas, ação que também contribui com mitigação da assimetria informacional. Em se tratando de assimetria informacional, aborda-se o tema sobre governança corporativa, sendo um de seus pilares o princípio da transparência, em que a administração da empresa deve cultivar o desejo de informar, não apenas observando a obrigação de fornecer informações, uma vez que a comunicação interna e externa, principalmente quando espontânea, franca e rápida, resulta em um clima de confiança entre os *stakeholders* da empresa. Neste contexto, este artigo apresentou como objetivo geral analisar se as empresas brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa fornecem maiores índices de evidenciação em seus relatórios contábeis, quando comparadas com empresas não listadas nos níveis diferenciados. Para a mensuração do nível de evidenciação utilizou-se de um índice que quantifica a evidenciação de instrumentos financeiros com base em um instrumento de coleta de dados composto por 45 itens. Os resultados obtidos não se mostraram alinhados com a literatura existente sobre o assunto, pois as empresas participantes dos níveis de governança corporativa no Brasil foram as que apresentaram menores índices de evidenciação de instrumentos financeiros.

Abstract

The main purpose of accounting is to provide its users with useful information for economic decision making, action that also contributes to mitigating the informational asymmetry. In the case of informational asymmetry, it addresses the issue of corporate governance, and one of its pillars is the principle of transparency; according it, the administration of the company must cultivate the desire to inform, not just observing the obligation to provide information, once that the internal and external communication, especially when spontaneous, honest and quick results in a climate of trust between the stakeholders of the company. In this context, the aim of this research was to examine whether Brazilian companies listed in different levels of corporate governance provide higher levels of accounting disclosure in their reports, when compared to companies not listed in different levels. To measure the level of disclosure it was used an index that quantifies the disclosure of financial instruments based on a data collection instrument composed of 45 items. The results were not aligned with the existing literature on the subject, because the companies participating in the levels of corporate governance in Brazil showed lower rates of disclosure of financial instruments.

Palavras chave: Evidenciação Contábil; Governança Corporativa; Contabilidade.

1 Introdução

A contabilidade financeira, com base na evidenciação contábil, possui um papel fundamental na mitigação da assimetria informacional. Segundo Lopes e Lima (1998, p. 9), quando a empresa promove a evidenciação em seus relatórios de forma incompleta, as informações que chegam ao conhecimento dos usuários externos podem mostrar, dentre outros fatores, um risco menor do que aquele ao qual a entidade realmente está exposta; como consequência, “a relação risco-retorno, que é componente-chave de todo o processo de movimentação de recursos na economia, fica sensivelmente prejudicada”.

Desta forma, alinhado com o cumprimento dos objetivos da contabilidade, está um dos quatro pilares da governança corporativa, que é o princípio da transparência. Tal princípio refere-se não somente à obrigação de informar, mas também ressalta que a administração da empresa deve cultivar o desejo de informar, uma vez que a comunicação interna e externa, principalmente quando espontânea, franca e rápida, resulta em um clima de confiança entre os *stakeholders* da empresa.

No mercado de capitais brasileiro, as empresas podem aderir a diferentes níveis de governança corporativa e, neste contexto se insere esta pesquisa, buscando responder ao seguinte problema de pesquisa: empresas brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa fornecem maiores índices de evidenciação em seus relatórios contábeis, quando comparadas com empresas não listadas nos níveis diferenciados? Para a observação do índice de evidenciação, delimitou-se a análise de tal índice no tocante a operações com instrumentos financeiros, pois outras pesquisas já mostraram que a evidenciação desses tipos de operações é relevante para as empresas (como: COSTA JÚNIOR, 2003; DARÓS e BORBA, 2005; DARÓS, BORBA e ABREU, 2005).

O restante do artigo divide-se em uma revisão da literatura abordando a evidenciação contábil e a governança corporativa; os aspectos metodológicos na terceira seção; aos resultados obtidos com o estudo empírico na quarta seção e as considerações finais apresentadas na última seção.

2 Contabilidade e a governança corporativa

O objetivo da contabilidade é o de fornecer informações úteis para as tomadas de decisões econômicas pelos seus diferentes tipos de usuários. Mas, além disso, os relatórios elaborados e publicados pelas empresas devem ser transparentes e, desde que a empresa não promova a divulgação de determinadas notícias, pressupõe-se que somente alguns usuários da contabilidade terão seu conhecimento (os gestores da empresa, por exemplo). Com isso, configura-se a ocorrência de assimetria informacional. A contabilidade financeira possui um papel fundamental na mitigação da assimetria informacional, com base na evidenciação contábil.

Nesse contexto, quando a empresa promove a evidenciação em seus relatórios de forma incompleta, as informações que chegam ao conhecimento dos usuários externos podem mostrar, dentre outros fatores, um risco menor do que aquele ao qual a entidade realmente está exposta; como consequência, “a relação risco-retorno, que é componente-chave de todo o processo de movimentação de recursos na economia, fica sensivelmente prejudicada” (LOPES e LIMA, 1998, p. 9).

A assimetria informacional “pode ser reduzida pelo *disclosure* de informações internas em relatórios financeiros regulares e anúncios ocasionais” (AMIHUD e MENDELSON, 1991, p. 62). Segundo ainda os citados autores, o nível de *disclosure* apresenta reflexos inclusive na liquidez das ações das empresas, em decorrência de que se recomenda que elas se engajem nas práticas de evidenciação.

Entende-se, assim, que o próprio cumprimento do objetivo básico da contabilidade vai de encontro à assimetria informacional, por meio das práticas de evidenciação, estando este

raciocínio em linha com as considerações de Aquino e Santana (1992, p. 14) e Iudícibus, Martins e Gelbcke (2006, p. 411). Isso tende a favorecer desde o usuário externo, na obtenção de suas informações, até o processo de movimentação de recursos na economia, que não apresentaria barreiras relacionadas com fatos que ocorreram e estão ocultos nos relatórios financeiros.

Em linha com essas considerações, elaborou-se o Quadro 1, apresentado a seguir, que possui como objetivo sintetizar as vantagens relacionadas com a evidenciação contábil.

Autor (es)	Vantagem relacionada com a evidenciação contábil
Glosten e Milgrom (1985).	Redução do desequilíbrio entre os preços de compra e de venda de um determinado ativo negociado em uma bolsa de valores.
Amihud e Mendelson (1991).	O nível de <i>disclosure</i> apresenta reflexos inclusive na liquidez das ações das empresas, recomendando-se assim que elas se engajem nas práticas de evidenciação.
Aquino e Santana (1992); Iudícibus, Martins e Carvalho (2005); Iudícibus, Martins e Gelbcke (2006).	A evidenciação contribui com a mitigação da assimetria informacional.
Handa e Linn (1993).	Investidores atribuem maior risco sistemático para um ativo com poucas informações que para um ativo com muitas informações.
Lopes e Lima (1998).	Ausência de um nível de evidenciação adequado prejudica a relação risco e retorno, componente-chave para o processo de movimentação de recursos na economia.
Healy e Palepu (2001).	O <i>disclosure</i> corporativo é crucial para o funcionamento de um mercado de capitais eficiente.
Young e Guenter (2003).	A mobilidade internacional de capitais é facilitada em razão de níveis de <i>disclosure</i> mais completos.
Buschman, Piotroski e Smith (2004).	A disponibilização de informações é alegada como sendo a chave determinante para a eficiência nas decisões de alocação de recursos e crescimento na economia.
Bauman e Nier (2004); Alencar e Lopes (2005).	Maiores níveis de evidenciação podem resultar em menores custos de capital.
Quinteiro e Medeiros (2005); Malacrída e Yamamoto (2006).	Maiores níveis de evidenciação resultam em menor volatilidade no preço das ações das empresas.

Fonte: Elaborado pelo Autor.

Quadro 1: Vantagens da evidenciação contábil

Entendendo que, ao se falar em evidenciação e transparência no ambiente contábil deve-se, também, abordar o tema governança corporativa, inserem-se nesse tópico as considerações sobre esse assunto. O termo governança corporativa é uma tradução da expressão *corporate governance* e trata da administração dos conflitos existentes entre os interesses dos proprietários e os dos gestores. De fato, conforme Bushman e Smith (2001, p. 244), essa teoria deriva dos estudos sobre os conflitos de agência.

A teoria sobre governança reflete uma preocupação com a relação existente entre os gestores e os investidores nas empresas, tal como o nível de informações que circula entre esses dois tipos distintos de *stakeholders*. Algumas definições, tanto da literatura (HO e WONG, 2001; BUSHMAN e SMITH, 2001; SILVEIRA, 2002; CUSTODIO *et. al.*, 2006; MALACRIDA e YAMAMOTO, 2006), quanto de órgãos reguladores brasileiros (CVM,

2002; IBGC, 2003; BOVESPA, 2008a), sobre o que vem a ser governança corporativa, embora diferentes, possuem conteúdos equivalentes, indicando que ela pode ser vista como um conjunto de práticas, que, ao ser adotado pelas empresas, tem por objetivo alinhar os direitos e responsabilidades de cada uma de suas partes interessadas.

No Brasil, o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) destina-se a “colaborar com a qualidade da alta gestão das organizações brasileiras” e é reconhecido nacional e internacionalmente como a principal referência de difusão das melhores práticas nessa área na América Latina (IBGC, 2008b). Seu objetivo é “ser referência em governança corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes da sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade” (IBGC, 2008c).

Em 1999, o IBGC lançou o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa, que, em sua atual terceira edição, apresenta os quatro objetivos e princípios básicos que sustentam as boas práticas de governança corporativa. Esses são: i) transparência; ii) equidade; iii) prestação de contas; e iv) responsabilidade corporativa.

O princípio da transparência (IBGC, 2003, p. 9) refere-se não somente à obrigação de informar, mas também ressalta que a administração da empresa deve cultivar o desejo de informar, uma vez que a comunicação interna e externa, principalmente quando espontânea, franca e rápida, resulta em um clima de confiança entre os *stakeholders* da empresa.

A equidade (IBGC, 2003, p. 10) “caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam de capital ou das demais ‘partes interessadas’ (*stakeholders*)”. Em relação à prestação de contas (*accountability*), “os agentes da governança corporativa devem prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos” (IBGC, 2003, p. 10).

Por fim, o princípio da responsabilidade corporativa remete à função social da empresa, sua sustentabilidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e das operações. Por exemplo, “inclui-se neste princípio a contratação preferencial de recursos (trabalho e insumos) oferecidos pela própria comunidade” (IBGC, 2003, p. 10).

De acordo com Coffee (1999, p. 19) e Andrade e Rossetti (2004, p. 365), existe uma tendência para a criação de uma estrutura de governança relativamente uniforme, a ser adotada mundialmente pelas empresas. Essa estrutura se fundamenta pelas orientações convergentes que, segundo os citados autores, dividem-se em dois grupos: i) convergências legais (por exemplo, exigindo-se mais rigor na aplicação das normas legais); e ii) convergências funcionais (por exemplo, exigindo-se a adoção dos princípios contábeis recomendados pelo IASB).

Conforme pode ser conferido em Vieira (2007, p. 32-33) e IBGC (2008a), a BOVESPA, buscando o aperfeiçoamento e o fortalecimento do mercado de ações, instituiu, em dezembro de 2000, o Novo Mercado e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa (Níveis 1 e 2). Estas classificações referem-se a categorias nas quais as empresas podem se apresentar listadas, mostrando o nível de boas práticas de governança por elas adotado.

O Nível 1 de governança corporativa indica a adoção voluntária, pela empresa, das práticas que se referem, basicamente, às regras de transparência e dispersão acionária. O Nível 2, além das regras exigidas no Nível 1, enumera as exigências de equilíbrio de direitos entre acionistas controladores e minoritários. O Novo Mercado é representado por um amplo conjunto de práticas de governança, cuja grande diferença, em relação aos outros níveis, está na proibição de emissão de ações preferenciais; assim, no citado nível, as empresas devem possuir somente ações ordinárias (BOVESPA, 2006a).

2.1 Governança corporativa e a evidência contábil

Conforme já apresentado anteriormente, o cumprimento do objetivo básico da contabilidade vai de encontro à assimetria informacional, por meio das práticas de evidência, estando essas práticas ligadas também à existência de transparência nos relatórios contábeis. Bushman, Piotroski e Smith (2004, p. 210) destacam que, para as companhias listadas em bolsas de valores, a transparência diz respeito à disponibilização comum de informações específicas sobre tais empresas. Lima *et. al.* (2006, p. 548) lembram que “o acionista espera da diretoria a elaboração de demonstrações contábeis as mais transparentes possível”.

A complexidade da realidade econômica juntamente com a ocorrência de diversas fraudes utilizando a contabilidade deram origem a uma crescente necessidade e exigência de transparência (SZÜSTER, SZÜSTER e SZÜSTER, 2005). Nesta mesma linha, Vieira (2007) acentua que as companhias vencedoras de hoje se mostram cada vez mais transparentes para alcançar o sucesso.

Observando-se o que foi apresentado na seção anterior, a transparência, de acordo com as melhores práticas de governança corporativa, refere-se não somente à obrigação de informar, mas também ressalta que a administração da empresa deve cultivar o desejo de informar (IBGC, 2003, p. 9). Juntamente com o que se foi definido sobre a evidência contábil, torna-se possível perceber a relação de complementação existente entre esses dois temas. “O uso da informação contábil/financeira nos mecanismos de governança corporativa é um canal pelo qual a informação contábil/financeira potencialmente eleva as decisões de investimento e a produtividade das empresas” (BUSHMAN e SMITH, 2001, p. 293).

Para Malacrida e Yamamoto (2006, p. 69), a transparência e, conseqüentemente, a evidência, “consustanciam-se em um dos principais pilares da governança corporativa, de grande ênfase em todas as reflexões sobre o assunto e também presente na maioria dos códigos existentes na atualidade”.

Nessa mesma linha, Ho e Wong (2001, p. 142) consideram que a “transparência é o maior indicador do padrão de governança corporativa na economia”. Dado esse destaque à transparência das informações contábeis, que é possível por meio da evidência, mostra-se a relevância de seu estudo no ambiente das empresas de capital aberto. Carvalho, Lemes e Costa (2006, p. 14) enfatizam, ainda, que “não há mercados de capitais fortes sem transparência e sem divulgação, e o mecanismo por excelência da transparência e da divulgação nesses mercados é o do conjunto das demonstrações ditas financeiras ou contábeis”.

Klapper e Love (2002, p. 15) destacam a existência de uma relação entre a emissão de ADR (*American Depositary Receipts*) por uma empresa e seu nível de governança corporativa. Para empresas situadas em países com exigências contábeis mais frágeis que os do mercado norte-americano, uma empresa emissora de ADR necessitaria fazer mudanças em seu nível de governança para atender a tais exigências. Isso sugere que o incremento no índice de governança para empresas emissoras de ADR será maior em países que apresentem uma frágil normatização contábil. Coffee (1999, p. 98) também menciona que as exigências para que a empresa esteja listada em mercados de capitais como o norte-americano contém provisões que contemplam um aprimoramento no nível de governança corporativa.

Pesquisas já realizadas no contexto brasileiro mostram a relação existente entre o nível de evidência e a governança corporativa. Por exemplo, Lanzana (2004, p. 112) encontrou evidências demonstrando que quanto maior a diferença entre direitos de controle e direitos sobre o fluxo de caixa do acionista controlador, maiores são os níveis de *disclosure* encontrados, no contexto brasileiro. Gallon (2006, p. 136), observando o nível de evidência dos relatórios da administração, encontrou resultados que apontam uma

associação entre o nível de *disclosure* e o nível de governança das empresas participantes dos níveis diferenciados da BOVESPA.

Em relação a instituições financeiras, Costa *et. al.* (2007, p. 10) encontraram que, dentre outros fatores, a participação nos níveis diferenciados de governança corporativa da BOVESPA é um fator que influencia no nível de *disclosure* dos maiores bancos brasileiros. Ponte, Oliveira e Moura (2007a, p. 13) mostraram que, para as sociedades anônimas brasileiras, do período de 2002 para o período de 2005, encontrou-se um avanço em suas práticas de *disclosure*, em relação às informações contábeis de natureza avançadas e não-obrigatórias, promulgadas pelas práticas de governança corporativa sugeridas pelo IBGC.

3 Aspectos metodológicos

De acordo com Lakatos e Marconi (2000, p. 45), “não há conhecimento válido (verdade) sem procedimentos ordenados e racionais”. Ou seja, para a concretização de um trabalho científico de investigação, fazem-se necessários procedimentos organizados e que mostrem racionalidade em sua aplicação; desta forma, esta seção apresenta os procedimentos metodológicos utilizados para a condução do estudo empírico do presente artigo.

Conforme apresentado na introdução, o problema de pesquisa que norteia esse estudo é o seguinte: empresas brasileiras listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa fornecem maiores índices de evidenciação em seus relatórios contábeis, quando comparadas com empresas não listadas nos níveis diferenciados? Com base neste problema, estabeleceu-se a seguinte hipótese a ser testada.

Hipótese 1 (H1): empresas que aderem a algum dos níveis de governança corporativa da BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) apresentam maiores índices de evidenciação, em virtude das práticas de transparência, um dos pilares que sustentam as boas práticas de governança. Gallon (2006) encontrou uma associação positiva entre as práticas de *disclosure* presentes nos relatórios da administração e a participação das empresas em níveis diferenciados de governança corporativa. Para as instituições bancárias brasileiras, Costa, Goldner e Galdi (2007) mostram que a participação nos níveis diferenciados de governança é um dos fatores que influenciam seus níveis de evidenciação.

Para este trabalho, selecionaram-se as empresas brasileiras de capital aberto não financeiras e que estivessem listadas tanto na BOVESPA quanto na NYSE (*New York Stock Exchange*). Isso se deu pelo interesse em pesquisar tanto o nível de evidenciação fornecido ao mercado de capitais brasileiro quanto o nível de evidenciação fornecido ao mercado de capitais norte-americano, já que as normas de contabilidade existentes em cada um desses países (Brasil e Estados Unidos) são diferentes. Assim, tais empresas fornecem um tipo de relatório para o Brasil (que são as Demonstrações Financeiras Padronizadas) e outro tipo de relatório para os Estados Unidos (que são os Form_20F).

Antes de coletar os relatórios contábeis a serem analisados, fez-se necessária a seleção específica de quais empresas deveriam compor a base de dados para a consulta dos relatórios. O procedimento inicial utilizado foi o de selecionar as empresas brasileiras que emitissem algum tipo de ADR, para chegar àquelas que negociassem ADR níveis II e III na NYSE. Partiu-se, então, para uma pesquisa no cadastro da CVM (2008b), em que se identificou a existência de 102 registros de empresas brasileiras que emitiam algum tipo de título no mercado americano. Esses registros são apresentados quantitativamente na Tabela 1, a seguir.

Tabela 1: Títulos emitidos pelas empresas brasileiras no mercado norte-americano

Tipo de ADR	Qtd. Empresas	% do total
REG "S"	1	0,98
REG "S" e 144-A	14	13,73
144-A	5	4,90
144-A e Nível I	1	0,98
Nível I	42	41,18
Nível II	25	24,51
Nível III	14	13,73
Total	102	100,00

Fonte: CVM (2008b), com adaptações.

A Tabela 1, que mostra a quantidade de empresas brasileiras com títulos negociados no mercado norte-americano, evidencia tais quantidades de registro segregadas por tipo de ADR. Um filtro nestes 102 registros compreendeu as três seguintes etapas:

i) exclusão das empresas financeiras, cuja análise não faz parte dos objetivos deste trabalho. Conforme descrito na introdução desta pesquisa, as características dos relatórios financeiros apresentados por instituições financeiras são diferentes daquelas adotadas por empresas não-financeiras (ALSAEED, 2006, p. 484). As próprias exigências normativas provêm de órgãos reguladores diferentes (MOREIRA, NIYAMA e SANTANA, 2006, p. 2). Esse procedimento de seleção está em linha também com outros estudos, como: Naser e Nuseibeh (2003, p. 47), Cahan, Rahman e Perera (2005, p. 76), Akhtaruddin (2005, p. 406), Mazer (2007, p. 66);

ii) exclusão de empresas que não negociassem ADR níveis II ou III. Só é exigida a emissão dos relatórios contábeis seguindo as normas em USGAAP (princípios de contabilidade geralmente aceitos nos Estados Unidos) para as empresas que negociem esses dois tipos de títulos na NYSE;

iii) exclusão de empresas que não estivessem obrigadas à emissão dos Form_20F para os exercícios de 2002 a 2006, sendo esta última verificação complementada por uma análise junto ao sítio da NYSE (2008). As empresas que passaram a emitir ADR nos níveis II ou III após o exercício contábil de 2002, conseqüentemente, não apresentariam os Form_20F referentes a esse exercício, prejudicando a obtenção dos índices, por empresa, em todos os períodos selecionados.

Esse filtro resultou na seleção de 24 empresas, que estão relacionadas no Quadro 2, a seguir.

nº	Nome da Empresa	ADR - Nível	Setor da Economia	Abreviação	P.L. 31/12/07 (R\$ Mil)
1	Aracruz Celulose S.A.	III	Papel e Celulose	ARACR	5.361.020
2	Brasil Telecom Part. S.A.	II	Telecomunicações	BRTPR	5.246.513
3	Brasil Telecom S.A.	II	Telecomunicações	BRTEL	5.575.891
4	Braskem S.A.	II	Química	BRASK	5.757.019
5	Cia. Brasileira de Distribuição	II	Comércio	CBDIS	5.011.992
6	Cia. de Bebidas das Américas	II	Alimentos e Bebidas	AMBEV	17.419.950
7	Cia. Energética de Minas Gerais	II	Energia Elétrica	CEMIG	8.390.177

8	Cia. Paranaense de Energia	III	Energia Elétrica	COPEL	7.236.177
9	Cia. Saneam. Básico São Paulo	III	Outros	SBESP	9.784.006
10	Cia. Siderúrgica Nacional	II	Sider. E Metalurgia	SDNAC	7.542.261
11	Cia. Vale do Rio Doce	II e III	Mineração	VRIOD	57.029.465
12	Empresa Bras. de Aeronáutica	III	Veículos e Peças	EMBRR	5.262.315
13	Gerdau S.A.	II	Sider. E Metalurgia	GRDAU	11.420.008
14	Perdigão S.A.	III	Alimentos e Bebidas	PERDG	3.225.979
15	Petróleo Brasileiro S.A.	II e III	Petróleo e Gás	PETRO	113.854.127
16	Sadia S.A.	II	Alimentos e Bebidas	SADIA	2.910.520
17	Tele Norte Celular Part. S.A.	II	Telecomunicações	TNCEL	88.129
18	Tele Norte Leste Part. S.A.	II	Telecomunicações	TNLES	10.664.759
19	Telecomunic. de São Paulo	II	Telecomunicações	TELSP	9.905.242
20	Telemig Celular Part. S.A.	II	Telecomunicações	TLMIG	1.229.819
21	Tim Part. S.A.	II	Telecomunicações	TIMPR	7.750.486
22	Ultrapar Part. S.A.	III	Química	ULTRA	4.600.785
23	Vivo Part. S.A.	II	Telecomunicações	VIVOP	8.297.577
24	Votorantim Celulose e Papel S.A.	III	Papel e Celulose	VOTOT	5.632.179

Fonte: Economática, 2008 (para as colunas 4 e 6); CVM ,2008b (para a coluna 3).

Quadro 2: Amostra da pesquisa

Selecionadas as empresas, partiu-se para a obtenção dos relatórios. Destaca-se que existe a possibilidade de os relatórios enviados pelas empresas, tanto para o mercado brasileiro quanto para o norte-americano, serem, posteriormente, retificados, o que implica o envio de um novo relatório. No entanto o relatório primeiramente enviado continua disponível e, para empresas que reenviaram algum (ou alguns) relatório(s), tem-se a opção de qual relatório se quer acessar: o originalmente submetido ou o retificador. Padronizou-se, então, por analisar os relatórios que foram originalmente submetidos, considerando-se serem estes aqueles a que os usuários externos da informação contábil teriam um primeiro acesso para suas tomadas de decisões.

Os Form_20F das empresas selecionadas encontram-se disponíveis em três fontes: NYSE (2008), SEC (2008) e sítio eletrônico de cada uma das empresas selecionadas. Assim, coletaram-se os demonstrativos em USGAAP disponíveis na NYSE, e os que não estavam disponíveis nessa base foram buscados na SEC (2008). Já as DFP encontram-se também disponíveis em três diferentes tipos de fontes: BOVESPA (2008b), CVM (2008a) e sítio eletrônico das empresas. A obtenção dos relatórios priorizou o sítio das empresas inicialmente. Na inexistência das DFP em tais sítios, buscou-se tais relatórios no sítio da CVM.

Esses procedimentos resultaram na coleta de 240 relatórios, assim distribuídos: cinco relatórios (um para cada um dos cinco exercícios contábeis) de acordo com as normas brasileiras, para cada uma das 24 empresas selecionadas; e cinco relatórios (novamente um para cada um dos cinco exercícios contábeis) de acordo com as normas americanas, para cada

uma das 24 empresas selecionadas. Conseqüentemente, foram obtidos 240 índices de evidênciação.

Para a mensuração do nível de *disclosure*, utilizou-se de um instrumento para coleta de dados que representa uma adaptação do instrumento anteriormente utilizado e validado por Lopes e Rodrigues (2007), e que quantifica o nível de evidênciação de instrumentos financeiros segundo as normas emitidas pelo IASB. As citadas autoras recorreram a esse instrumento para uma pesquisa no contexto de empresas portuguesas, listadas na bolsa de valores de Lisboa. A adaptação do instrumento foi realizada no sentido de atualizar o instrumento, pois suas questões se baseavam nas normas do ano de 2000 (IAS 32 e 39 - *International Accounting Standards* nº 32 e nº 39; atualmente, o *disclosure* de instrumentos financeiros é regulado pela IFRS 7). O instrumento de coleta de dados adaptado consta de 45 questões dicotômicas.

A árdua tarefa de análise de conteúdo dos relatórios se dá por meio dos seguintes passos: i) verifica-se se no relatório analisado foram divulgados cada um dos itens presentes no questionário, tratando tais itens como variáveis dicotômicas (atribui-se a pontuação 1 se o item foi evidenciado, e 0 se não foi); ii) anota-se em uma planilha impressa a pontuação referente a cada questão, para cada relatório contábil; iii) transferem-se os dados coletados (números 1 e 0) para uma planilha eletrônica, para o cálculo dos índices. O cálculo de tais índices é realizado de acordo com as equações presentes no Quadro 3, a seguir.

$$S = \sum_{i=1}^n d_i \qquad T = \sum_{i=1}^n q_i \qquad \text{Índice} = \frac{S}{T} \times 100$$

Onde:

S: score total para cada empresa, de acordo com o relatório analisado;

i: número de início para as questões do instrumento a serem verificadas;

n: número limite (45, para este caso) para a variação do somatório;

d_i: o disclosure de cada item do instrumento (1, se evidenciado; 0, se não evidenciado);

T: total do número de questões aplicáveis a cada empresa;

q_i: cada pergunta que deverá ser aplicada (1, se a variável for aplicável; 0, se não);

Índice: índice de disclosure apresentado pela empresa em determinado período.

Fonte: Baseado em Lopes e Rodrigues (2007).

Quadro 3: Equações para o cálculo do nível de *disclosure*

O citado Quadro 3 apresenta as equações necessárias para o cálculo do índice de evidênciação. Estas equações são aplicadas adotando-se as mesmas premissas que Lopes e Rodrigues (2007) adotaram em seu estudo para o cálculo de tal índice: i) todas as variáveis são dicotômicas; ii) o peso de todas as variáveis é o mesmo (em linha também com KHANNA, PALEPU e SRINIVASAN, 2004); e iii) ajusta-se o índice por itens não aplicáveis (este ajuste é feito por meio da redução do denominador da equação no caso de um item não ser aplicável ao relatório contábil analisado; seu objetivo é não prejudicar a obtenção dos índices, não penalizando a empresa pela não divulgação de algum item que não seria a ela aplicável).

A aplicação do instrumento de coleta de dados aos relatórios das empresas forneceu o índice de *disclosure*, que foi a variável tratada no decorrer do trabalho. Observou-se um período de cinco exercícios contábeis; outras pesquisas (por exemplo: WALLACE, 1988; COY e DIXON, 2004; EIJJFINGER e GERAATS, 2006; AGUIAR *et. al.*, 2007; LUCENA, CAVALCANTE e SALES, 2007; MENDES-DA-SILVA, FAMÁ e MARTELANC, 2007; SANTOS, CIA e CIA, 2007) também realizaram uma análise temporal envolvendo cinco anos.

Para testar H1, procedeu-se ao cálculo de diferença entre as médias dos níveis de evidenciação fornecidos pelas empresas em seus relatórios contábeis, em que as empresas da amostra foram segregadas em dois grupos: as que participam de algum dos níveis diferenciados de mercado da BOVESPA (GovCorpSim), e as que não participam (GovCorpNão). Assim, comparou-se se as empresas do grupo “GovCorpSim” mostravam médias superiores às médias das empresas do outro grupo. Os dados referentes à participação ou não em algum nível de governança foram obtidos na BOVESPA (2008a). Todos os resultados foram testados considerando-se um nível de significância de 5%.

4 Análise dos Resultados

Primeiramente foram medidos os índices de evidenciação, conforme especificado na seção anterior. Os índices obtidos estão disponíveis no Apêndice A. Para dar continuidade à pesquisa e se testar H1, separou-se as empresas estudadas em dois grupos, conforme descrito nos aspectos metodológicos: grupo GovCorpSim (com empresas participantes de algum dos níveis diferenciados de governança corporativa) e o grupo GovCorpNão (com empresas não participantes de algum dos níveis diferenciados de governança corporativa). As informações necessárias para essa segregação foram obtidas junto à base de dados da BOVESPA (2008a).

Com base nos grupos criados, calculou-se a média do nível de evidenciação de cada um dos dois grupos, segregando-se esses resultados por tipo de relatório analisado (Form_20F ou DFP) e, para se testar a citada hipótese, procedeu-se ao cálculo de diferença entre as médias (em relação aos grupos GovCorpSim e GovCorpNão) dos índices obtidos. A Tabela 2, a seguir, mostra os resultados obtidos com tais cálculos.

Tabela 2: Médias dos níveis de evidenciação das empresas segregadas pela participação nos níveis diferenciados da BOVESPA

Variável	Nível de Governança	N	Média	Desvio Padrão	P-Value
Disclosure DFP	GovCorpSim	71	37,41	9,77	0,423
	GovCorpNão	49	38,73	7,20	
Disclosure Form_20F	GovCorpSim	71	51,76	8,22	0,116
	GovCorpNão	49	53,95	6,20	

Fonte: Elaborado pelo autor.

Conforme se pode verificar na Tabela 2, tanto para os Form_20F quanto para as DFP existe uma diferença entre as médias dos níveis de evidenciação das empresas em relação à sua aderência ou não às práticas de governança corporativa. Os resultados apontam contrariamente à hipótese estabelecida, pois empresas não participantes de algum nível de governança possuíam suas médias de nível de evidenciação superiores àquelas que aderem a tais práticas. No entanto essas diferenças podem ser tomadas como fruto do acaso, pois, estatisticamente, não são significantes (observe-se o valor do *p-value*). Com isso, os resultados indicam a rejeição de H1, pois, para se aceitar H1, os resultados deveriam apontar para uma diferença entre as médias estatisticamente significativa em que o índice médio do grupo GovCorpSim deveria ser superior ao índice médio do grupo GovCorpNão.

5 Considerações Finais

Tem-se que um dos quatro pilares que sustentam as boas práticas de governança corporativa é o princípio da transparência, determinando que a administração das empresas deve, além da obrigação de informar, cultivar o desejo de informar, dado que a comunicação, quando espontânea, franca e rápida, resulta em um clima de confiança entre os usuários da

informação contábil. Com isso, buscou-se verificar com o presente artigo se a adesão das empresas às boas práticas de governança esteve relacionada com o nível de evidenciação.

Diferentemente do esperado, os resultados mostraram que essa relação não existiu, fato que contraria a literatura existente sobre o assunto. A consideração de que existe uma tendência para a criação de uma estrutura de governança mundialmente uniforme, no tocante à convergência funcional, que exige, por exemplo, a adoção dos princípios de contabilidade recomendados pelo IASB, não se mostrou existente, pois as próprias empresas participantes dos níveis de governança corporativa no Brasil foram as que apresentaram menores índices de evidenciação de instrumentos financeiros.

Finalmente, recomenda-se a realização de pesquisas futuras envolvendo a análise dos fatores que levaram empresas que adotam boas práticas de governança corporativa a apresentarem baixos índices de evidenciação de instrumentos financeiros em relação a empresas não participantes em níveis diferenciados de governança. Ressalta-se que este trabalho fez parte de um estudo mais abrangente, que levou em conta também outras variáveis, como o tempo de listagem das empresas na NYSE (empresas listadas a mais tempo na NYSE forneceram índices de evidenciação médios inferiores àquelas empresas já listadas na NYSE a mais tempo; para os Form_20F essa diferença foi estatisticamente significativa; já para as DFP, tal diferença não foi estatisticamente significativa) e o tamanho das empresas (empresas grandes apresentaram maiores níveis de evidenciação que empresas menores).

Referências

- AGUIAR, A. B.; PIMENTEL, R. C.; REZENDE, A. J.; CORRAR, L. J. Criação de Valor para o Acionista: uma análise dos direcionadores de valor em empresas brasileiras. In: XXXI ENANPAD, 2007, Rio de Janeiro - RJ. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD-ROM.
- AKHTARUDDIN, M. Corporate Mandatory Disclosure Practices in Bangladesh. **The International Journal of Accounting**. v. 40. p. 399-422. 2005.
- ALENCAR, R. C.; LOPES, A. B. Custo do Capital Próprio e Nível de *Disclosure* nas Empresas Brasileiras. In: V CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2005, São Paulo – SP. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: USP, 2005.
- ALSAEED, K. The Association Between Firm-Specific Characteristics And Disclosure: the case of Saudi Arabia. **Managerial Auditing Journal**. vol. 21. n. 5. p. 476-496. 2006.
- AMIHUD, Y.; MENDELSON, H. Liquidily, Asset Prices and Financial Policy. **Financial Analysis Journal**. v. 47. n. 6. p. 56-66. Nov./Dec. 1991.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- AQUINO, W.; SANTANA, A. C. Evidenciação. **Caderno de Estudos**. FIPECAFI. n. 5. jun. 1992.
- BAUMANN, U.; NIER, E. Disclosure, Volatility, and Transparency: an empirical investigation into the value of bank disclosure. **Economic Policy Review** – Federal Reserve Bank of New York. vol. 10. n. 2. p. 31-45. sep. 2004.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Empresas: governança corporativa. Disponível em www.bovespa.com.br/Home/redirect.asp?end=/Empresas/GovernancaCorporativa.asp. Acesso em 01 de maio de 2008a.
- BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Empresas / Para Investidores / Empresas Listadas. Disponível em www.bovespa.com.br. Acesso em 01 de maio de 2008b.
- BUSHMAN, R. M.; PIOTROSKI, J. D.; SMITH, A. J. What Determines Corporate Transparency? **Journal of Accounting Research**. vol. 42. n. 2. p. 207-252. may. 2004.

- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial Accounting Information and Corporate Governance. **Journal of Accounting and Economics**. v. 32. p. 237-333. 2001.
- CAHAN, S. F.; RAHMAN, A.; PERERA, H. Global Diversification and Corporate Disclosure. **Journal of International Accounting Research**. vol. 4. n. 1. p. 73-93. 2005.
- CARVALHO, L. N. G.; LEMES, S.; COSTA, F. M. **Contabilidade Internacional: aplicação das IFRS 2005**. São Paulo: Atlas, 2006.
- COFFEE, J. C. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications. The Social Science Research Network Electronic Paper Collection. 1999. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/>>. Acesso em 30 de agosto de 2008.
- COSTA, F. M.; GOLDNER, F.; GALDI, F. C. Análise dos Fatores que Influenciam no *Disclosure* dos Maiores Bancos Brasileiros. In: VII CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2007, São Paulo – SP. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: USP, 2007.
- COSTA JÚNIOR, J. V. Uma Avaliação do Nível de Evidenciação das Companhias Abertas, no Brasil, no Tocante aos Instrumentos Financeiros. **Revista Contabilidade & Finanças**. n. 32. p. 23-39. mai./ago. 2003.
- COY, D.; DIXON, K. The Public Accountability Index: crafting a parametric disclosure index for annual reports. **The British Accounting Review**. vol. 36. p. 79-106. 2004.
- CUSTODIO, M. A.; TOLEDO FILHO, J. R.; TINOCO, J. E. P.; ELIAS, P. R. Caracterização da Governança Corporativa no Brasil e a Importância da Evidenciação nos Informes Contábeis. In: VI CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2006, São Paulo – SP. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: USP, 2006.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. ITR, DFP, IAN, IPE e Outras Informações / Consultas / ITR, DFP, IAN, IPE e Outras Informações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 01 de março de 2008a.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. ITR, DFP, IAN, IPE e Outras Informações / Programas de DR Aprovados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 01 de março de 2008b.
- CVM – Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações da CVM Sobre a Governança Corporativa**. Dados e Publicações CVM / Cartilha / Cartilha de Governança Corporativa. junho de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em 01 de março de 2008.
- DARÓS, L. L.; BORBA, J. A. Evidenciação de Instrumentos Financeiros Derivativos nas Demonstrações Contábeis: uma análise das empresas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças**. n. 39. p. 68-80. set./dez. 2005.
- DARÓS, L. L.; BORBA, J. A.; ABREU, A. F. Evidenciação de instrumentos financeiros derivativos nas demonstrações contábeis: uma comparação entre as informações divulgadas no Brasil e nos Estados Unidos pelas empresas brasileiras emittentes de *American Depositary Receipts* – ADR's. In: XXIX ENANPAD, 2005, Brasília - DF. **Anais do XXIX ENANPAD**. Brasília: ANPAD, 2005. 1 CD-ROM.
- ECONOMÁTICA - BANCO DE DADOS ECONOMÁTICA. **Economática: tools for investment analysis**. Número de série: 8900510565. Versão: 2007Apr03. Acesso em 01 de março de 2008.
- EIJFFINGER, S. C. W.; GERAATS, P. M. How Transparent Are Central Banks? **European Journal of Political Economy**. vol. 22. p. 1-21. 2006.
- GALLON, A. V. **Evidenciação Contábil nos Relatórios da Administração das Empresas Participantes dos Níveis de Governança da BOVESPA**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Blumenau: FURB. 2006.

- GLOSTEN, L.; MILGROM, P. Bid-ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders. **Journal of Financial Economics**. v. 14. n. 1, p. 71-100. 1985.
- HANDA, P.; LINN, S. C. Arbitrage Pricing with Estimation Risk. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**. v. 28. n. 1. p. 81-100. Mar. 1993.
- HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information Asymmetry, Corporate Disclosure, And The Capital Markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**. vol. 31. p. 405-440. 2001.
- HO, S. S. M.; WONG, K. S. A Study of The Relationship Between Corporate Governance Structures and The Extent of Voluntary Disclosure. **Journal of International Accounting, Auditing & Taxation**. vol. 10. p. 139-156. 2001.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Governança Corporativa / **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**, 2003. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em 01 de março de 2008.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **O IBGC / Histórico**. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em 01 de março de 2008b.
- IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **O IBGC / Propósitos e Valores**. Disponível em: <www.ibgc.org.br>. Acesso em 01 de março de 2008c.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; CARVALHO, L. N. Contabilidade: aspectos relevantes da epopéia de sua evolução. **Revista Contabilidade e Finanças**. nº 38. p. 7-19. Mai/Ago. 2005.
- IUDÍCIBUS, S.; MARTINS, E.; GELBCKE, E. R. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 6. ed. rev. e atual. 9. reimp. São Paulo: Atlas, 2006.
- KHANNA, T.; PALEPU, K. G.; SRINIVASAN, S. Disclosure Practices of Foreign Companies Interacting With U.S. Markets. **Journal of Accounting Research**. v. 42. n. 2. may, 2004.
- KLAPPER, L. F.; LOVE, I. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. World Bank Policy Research Working Paper 2818. April, 2002. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=303979>>. Acesso em 30 de agosto de 2008.
- LANZANA, A. P. **Relação Entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras**. Dissertação (Mestrado em Administração). São Paulo: FEA/USP, 2004.
- LIMA, G. A. S. F.; SALOTTI, B. M.; CARVALHO, L. N. G.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa. In: LIMA, I. S.; LIMA, G. A. S. F.; PIMENTEL, R. C. **Curso de Mercado Financeiro: tópicos especiais**. São Paulo: Atlas, 2006. Cap. 16. p. 536-551.
- LOPES, A. B.; LIMA, I. S. *Disclosure* de Operações com Derivativos: panorama internacional. **Caderno de Estudos FIPECAFI**. v. 10. n. 18. mai/ago. 1998.
- LOPES, P. T.; RODRIGUES, L. L. Accounting for Financial Instruments: an analysis of the determinants of disclosure in the Portuguese stock exchange. **The Journal of Accounting**. v. 42. p. 25-56. 2007.
- LUCENA, W. G. L.; CAVALCANTE, P. R. N.; SALES, L. B. O Perfil das Dissertações do Programa Multi-institucional e Inter-regional de Pós-Graduação em Ciências Contábeis UnB/UFPB/UFRN/UFPE. In: XXXI ENANPAD, 2007, Rio de Janeiro – RJ. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD-ROM.
- MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança Corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**. Edição Comemorativa. p. 65-79. set. 2006.
- MAZER, L. P. **O Impacto do Nível de Transparência no Custo de Capital Próprio das Empresas do Ibovespa**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade). Ribeirão Preto: FEARP/USP, 2007.

- MENDES-DA-SILVA, W.; FAMÁ, R.; MARTELANC, R. Governança Corporativa e Decisões de Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras Listadas. In: XXXI ENANPAD, 2007, Rio de Janeiro – RJ. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD-ROM.
- MOREIRA, C. A. S.; NIYAMA, J. K.; SANTANA, C. M. Avaliação do Nível de Evidenciação Contábil de Operações com Derivativos: uma comparação entre as informações enviadas à CVM e à SEC pelas companhias abertas brasileiras emissoras de ADR. In: VI CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2006, São Paulo – SP. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: USP, 2006.
- NASER, K.; NUSEIBEH, R. Quality of Financial Reporting: evidence from the listed Saudi nonfinancial companies. **The International Journal of Accounting**. vol. 38. p. 41-69. 2003.
- NYSE – New York Stock Exchange. Listings Directory / Latin America / Brazil. Disponível em <<http://www.nyse.com/>>. Acesso em 01 de março de 2008.
- PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C.; MOURA, H. J. Análise das Práticas de Evidenciação de Informações Avançadas e Não-Obrigatórias nas Demonstrações Contábeis das Empresas Brasileiras: um estudo comparativo dos exercícios de 2002 a 2005. In: VII CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 2007, São Paulo – SP. **Anais Eletrônicos...** São Paulo: USP, 2007a.
- QUINTEIRO, L. G. L.; MEDEIROS, O. R. Evidenciação Contábil e Volatilidade dos Retornos das Ações no Brasil. In: XXIX ENANPAD, 2005, Brasília - DF. **Anais do XXIX ENANPAD**. Brasília: ANPAD, 2005. 1 CD-ROM.
- SANTOS, E. S.; CIA, J. N. S.; CIA, J. C. US GAAP x Normas Brasileiras: há diferenças significativas no valor do lucro reportado pelas empresas brasileiras com ADR na NYSE? In: XXXI ENANPAD, 2007, Rio de Janeiro – RJ. **Anais do XXXI ENANPAD**. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD-ROM.
- SEC – Securities and Exchange Commission. Filings & Forms (EDGAR) / Search for Company Filings / Companies & Other Filers. Disponível em <www.sec.gov>. Acesso em 01 de março de 2008.
- SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração). São Paulo: FEA/USP, 2002.
- SZÜSTER, N.; SZÜSTER, F. R.; SZÜSTER, F. R. Contabilidade: atuais desafios e alternativas para seu melhor desempenho. **Revista Contabilidade e Finanças**. n. 38. p. 20-30. mai./ago. 2005.
- VIEIRA, S. A. **Governança Corporativa em Instituições Financeiras**: análise comparativa entre as normas nacionais e internacionais. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Brasília: UNB/UFPB/UFPE/UFRN, 2007.
- WALLACE, R. S. O. Corporate Financial Reporting in Nigeria. **Accounting and Business Research**. v. 18. n. 72. p. 352-362. 1988.
- YOUNG, D.; GUENTHER, D. A. Financial Reporting Environments and International Capital Mobility. **Journal of Accounting Research**. v. 41. n. 3. p. 553-579. Jun. 2003.

Apêndice A: Índices de evidenciação por empresa, período e tipo de relatório contábil

nº	Empresas	2002		2003		2004		2005		2006		Média	
		DFP	20F										
1	AMBEV	24,44	47,73	37,78	56,82	40,00	61,36	40,00	61,36	40,00	61,36	36,44	57,73
2	ARACR	20,00	31,82	20,00	29,55	26,67	38,64	28,89	38,64	31,11	36,36	25,33	35,00
3	BRASK	26,67	37,78	37,78	46,67	37,78	44,44	37,78	51,11	44,44	55,56	36,89	47,11
4	BRTTEL	44,44	48,89	48,89	56,82	48,89	61,36	48,89	61,36	48,89	56,82	48,00	57,05
5	BRTPR	42,22	48,89	48,89	54,55	48,89	61,36	48,89	61,36	48,89	54,55	47,56	56,14
6	CBDIS	22,22	43,18	22,22	43,18	26,67	47,73	31,11	52,27	37,78	56,82	28,00	48,64
7	CEMIG	35,56	51,11	51,11	59,09	48,89	59,09	46,67	59,09	53,33	63,64	47,11	58,40
8	COPEL	36,11	50,00	28,89	54,55	26,67	56,82	24,44	56,82	38,10	53,49	30,84	54,33
9	EMBRR	46,67	52,27	46,67	61,36	48,89	59,09	48,89	59,09	48,89	56,82	48,00	57,73
10	GRDAU	40,00	43,18	44,44	48,89	44,44	48,89	44,44	48,89	46,67	48,89	44,00	47,75
11	PERDG	26,67	36,36	28,89	38,64	26,67	54,55	40,00	52,27	40,00	54,55	32,44	47,27
12	PETRO	33,33	47,73	35,56	48,89	40,00	55,56	40,00	55,56	37,78	55,56	37,33	52,66
13	SADIA	31,11	53,33	37,78	44,44	44,44	70,45	53,33	65,91	53,33	65,91	44,00	60,01
14	SBESP	22,22	52,78	41,67	58,33	44,44	58,33	44,44	58,33	47,22	55,56	40,00	56,67
15	SDNAC	35,56	52,27	40,00	52,27	40,00	52,27	42,22	54,55	42,22	61,36	40,00	54,55
16	TELSA	33,33	54,55	37,78	57,78	37,78	57,78	37,78	57,78	37,78	57,78	36,89	57,13
17	TIMPR	33,33	44,44	33,33	48,89	33,33	48,89	33,33	48,89	40,00	53,49	34,67	48,92
18	TLMIG	24,44	42,22	28,89	42,22	33,33	45,45	42,22	50,00	40,00	52,27	33,78	46,43
19	TNCEL	20,00	42,22	31,11	44,44	33,33	45,45	37,78	50,00	40,00	52,27	32,44	46,88
20	TNLES	51,11	61,36	53,33	61,36	53,33	63,64	53,33	61,36	48,89	68,18	52,00	63,18
21	ULTRA	17,78	46,67	24,44	51,11	26,67	53,33	28,89	57,78	26,67	57,78	24,89	53,33
22	VIVOP	33,33	52,27	40,00	55,56	37,78	55,56	37,78	55,56	40,00	55,56	37,78	54,90
23	VOTOT	44,44	57,78	40,00	55,56	42,22	55,56	40,00	57,78	40,00	55,56	41,33	56,44
24	VRIOD	31,11	40,91	31,11	45,45	31,11	45,45	26,67	47,73	35,56	47,73	31,11	45,45
-	Média	32,34	47,49	37,11	50,68	38,43	54,21	39,91	55,15	41,98	55,74	37,95	52,65

Fonte: Elaborado pelo autor.