

Niveles de Gobernanza Corporativa de la Bovespa y la Revelación de Informaciones al Mercado: una Comparación de la Divulgación de Combinaciones de Negocios en Notas Explicativas

Resumen

En este trabajo, la revelación de informaciones asociada a la Gobernanza Corporativa, a partir de los segmentos de listado de la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), es abordada por la divulgación de combinaciones de negocios en las demostraciones financieras anuales. Con base en el Pronunciamiento Técnico CPC 15, fueron analizadas las notas explicativas de las demostraciones de 2012 de las empresas listadas en la Bovespa, considerando los segmentos diferenciados de listado, para investigar si los segmentos de mayor nivel de gobernanza presentarían también mayor nivel de divulgación. Las informaciones publicadas fueron analizadas en relación al tipo: simples, descriptivas y detallistas, de manera descriptiva y con confirmación estadística, a través de los tests de Mann-Whitney para comparación entre los segmentos de Nuevo Mercado y Mercado Tradicional y de Wilcoxon, para comparación de los bloques de informaciones. No fueron encontradas diferencias significativas en el nivel de divulgación atribuidas a la gobernanza, sin embargo, fue constatada menor divulgación conforme mayor la complejidad de la información requerida. Los resultados apuntan hacia una mayor sensibilidad al tipo de información relacionada a los segmentos de listado, un abordaje aplicable a otros pronunciamientos normativos u otros indicadores de Gobernanza Corporativa.

Palabras clave: Combinaciones de Negocios; CPC 15; Segmentos de listado

Ana Carolina Kolozsvari

Licenciada en Ciencias Contables –
Facultad Moraes Júnior – Mackenzie Rio y
Cursando Máster en Ciencias Contables en
la Universidad Federal de Rio de Janeiro –
UFRJ. **Contacto:** Av. Pasteur, 250, Urca, Rio
de Janeiro, RJ. CEP.: 22290-250.
E-mail: anacko@gmail.com

Adriano Rodrigues

Doctor en Controladuría y Contabilidad
por la Universidad de São Paulo – USP y
Profesor de la Universidad Federal de Rio
de Janeiro – UFRJ. **Contacto:** Av. Pasteur,
250, sala 250, Urca, Rio de Janeiro, RJ.
CEP.: 22290-250.
E-mail: adriano@facc.ufrj.br

1. Introdução

Operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas motivan pesquisas tanto por la naturaleza de las negociaciones como por la magnitud de las transacciones. Entre las diversas posibilidades jurídicas de restructuración societaria, existen las que provocan alteración en el control de sociedades. Esas, en esencia, son operaciones de combinaciones de negocios, en que hay especial interés de estudio contable. Conforme defienden Iudícibus, Martins, Gelbcke y Santos (2010), “una combinación de negocios es un evento relevante a punto de alterar la base de evaluación de los activos y pasivos de las entidades o negocios adquiridos”. De esa forma, se trata de una operación con consecuencias contables, tanto para la adquirida como para la adquirente del negocio.

La divulgación de las combinaciones de negocios en las informaciones financieras también se torna relevante en relación a la recepción por parte del mercado. En 2012, fueron publicadas más de 400 demostraciones financieras, entre las cuales fueron identificadas casi 100 divulgaciones de combinaciones de negocios. Como son operaciones societarias que promueven alteraciones en la estructura de control de las empresas, se trata de informaciones particularmente útiles en el proceso decisorio de usuarios externos. En compromiso con mayor nivel de transparencia corporativa, la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) posee segmentos especiales de listado, de adhesión voluntaria, adecuados a los diferentes perfiles de empresas, con rígidas reglas de gobernanza, que atraen a los inversores. Así pues, se aseguran derechos y garantías a los accionistas, así como la divulgación de informaciones más completas a los participantes de mercado (Bovespa, 2013b).

En lo referente a los segmentos especiales de listado de la bolsa, Nuevo Mercado, Nivel 2 y Nivel 1; el Nuevo Mercado, según la Bovespa (2013a), es considerado el estándar de transparencia y gobernanza exigido por los inversores, con prácticas de gobernanza adicionales a las exigidas por la legislación brasileña y de divulgación de informaciones más transparentes y de mayor alcance. En contrapartida, conforme cuenta el Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa (IBCG) (2013), es característica del mercado brasileño una alta concentración del control accionario, una baja efectividad de los consejos de administración y alta superposición entre propiedad y gestión, lo que apunta hacia un menor interés de las empresas en proporcionar informaciones al mercado de forma transparente.

En ese contexto, cabe la pregunta de pesquisa: **¿Influencia el nivel de Gobernanza Corporativa representado por la adhesión a los segmentos especiales de listado de la Bovespa, en la divulgación de informaciones estratégicas para el mercado, como combinaciones de negocios?** El objetivo de esta pesquisa consistió en investigar el nivel de divulgación de las informaciones de combinaciones de negocios en las demostraciones financieras de las empresas de capital abierto listadas en la Bovespa, en relación al año 2012, considerando los diferentes segmentos de mercado.

Estudios anteriores muestran que, cuando considerada la evidenciación de informaciones voluntarias por parte de las empresas, los segmentos especiales de listado son factores determinantes en el nivel de divulgación de informaciones, conforme los estudios de Lanzana, Silveira y Famá (2006), Murcia y Santos (2009), Mendes-da-Silva, Ferraz-Andrade, Famá y Maluf (2009). Por otro lado cuando analizada la divulgación de las informaciones relacionada a las combinaciones de negocios en el ámbito de la nueva norma contable CPC 15 – Combinación de Negocios, de carácter obligatorio, tal estratificación no se muestra relevante, de acuerdo con Nakayama (2012), Bachir (2013), Assis, Marinho, Silva y Andrade (2013) y Nakayama y Salotti (2014). No obstante, tales pesquisas comprendieron los años 2010 y 2011 y asociaron a la falta del completo cumplimiento de la norma su novedad, indicando posiblemente una curva de aprendizaje por parte de las empresas, de forma que pasaría a esperarse que, en años siguientes, la maduración de los preparadores de la información promoviese la divulgación de las informaciones completas.

Por ser informaciones de divulgación obligatoria todavía no completamente absorbidas por la práctica contable, y por la norma haber sido adoptada desde hace algunos ejercicios, es pertinente esperar que comiencen a emerger diferencias en el nivel de divulgación entre las empresas. Como reflejo de los compromisos adicionales de divulgación por la adhesión de los segmentos especiales, y, por tanto, mayor interés en la divulgación completa de las informaciones, conforme argumenta la Bovespa (2013c), en comparación al

mercado tradicional brasileño descrito por el IBCG (2013), por la hipótesis principal de esta pesquisa, se espera encontrar un mayor nivel de divulgación de informaciones sobre combinación de negocios de las empresas pertenecientes al Nuevo Mercado en relación a las del Mercado Tradicional.

Actualmente, la norma que reglamenta la divulgación de las combinaciones es el Pronunciamiento Técnico CPC 15 (R1) – Combinación de Negocios, de 2011. Para análisis del nivel de divulgación de las combinaciones de negocios realizadas, fue elaborada una lista con ítems no condicionales a ser informados sobre las operaciones, y observadas las publicaciones en las notas explicativas de las demostraciones financieras anuales. La lista fue elaborada con el propósito de medir diferentes niveles de atendimento al pronunciamiento: informaciones más simples y directas sobre las operaciones; informaciones cualitativas, de carácter descriptivo; e informaciones sobre detalles financieros y contables, consideradas más complejas. En hipótesis adicional a la pesquisa, se espera encontrar un mayor nivel de divulgación de informaciones más simple y menor nivel de divulgación, conforme mayor sea la complejidad de la información requerida.

Por el agrupamiento de las empresas en relación a los segmentos de listado, y de las informaciones en relación al tipo de requisición normativa, fueron encontradas evidencias de sensibilidad con referencia al tipo de información reportada, aunque no se hayan encontrado evidencias significativas de mayor divulgación asociada a los niveles de gobernanza corporativa utilizados en esta pesquisa en carácter general. Con eso, se espera contribuir en la evidenciación de diferentes niveles de divulgación de informaciones por las empresas, asociada al tipo de información requerida por la norma y la divulgada por las empresas.

En la próxima sección son presentados los fundamentos teóricos sobre operaciones de combinación de negocios y divulgación de informaciones asociada a la Gobernanza Corporativa, representada por los segmentos especiales de listado de la bolsa. La metodología aborda la recogida de los datos, con la presentación de los requisitos analizados, y tests estadísticos pertinentes. A continuación es presentado el análisis de los resultados y, finalmente, se concluye.

2. Fundamentación teórica

Combinaciones de negocios son operaciones cuya divulgación es actualmente reglamentada por el Pronunciamiento Técnico CPC 15 (R1) – Combinación de Negocios, de 2011, correspondiente al IFRS 3 – *Business Combinations* (International Accounting Standards Board [IASB], 2011). De acuerdo con el pronunciamiento, una combinación de negocios es “una operación u otro evento por medio del cual un adquirente obtiene el control de uno o más negocios, independientemente de la forma jurídica de la operación”, incluyendo fusiones entre partes independientes. El término “negocio” es definido como “un conjunto integrado de actividades y activos capaz de ser conducido y administrado para generar retorno, en la forma de dividendos, reducción de costes u otros beneficios económicos, directamente a sus inversores u otros propietarios, miembros o participantes”. La definición de control es dada por: “poder para gobernar la política financiera y operacional de la entidad de forma a obtener beneficios de sus actividades”.

La entidad que obtiene el control es tratada por adquirente, y el negocio cuyo control es obtenido, por medio de la operación, es la adquirida. En la presentación del objetivo del pronunciamiento, se observa que cuando el control es compartido, caso de las *joint ventures*, debe ser atendido al Pronunciamiento Técnico CPC 19 (R1) – Inversión en Emprendimiento Controlado en Conjunto, y no se aplica el CPC 15 (R1) – Combinación de Negocios. Es importante destacar que, para ser considerada una combinación de negocios, debe haber transferencia de control. Iudícibus *et al.* (2010) observan que operaciones de restructuración societaria en que las entidades permanecen bajo el mismo control no constituyen combinaciones de negocios para fines contables, una vez que no existe la figura de la transferencia de control.

En conformidad con el CPC 15 (R1), ítems 4 y 5, en la combinación de negocios, el negocio adquirido debe ser evaluado por el método de adquisición. Para su aplicación, debe ser identificado el adquirente del negocio y determinada la fecha de adquisición. También deben ser reconocidos y mensu-

rados: los activos identificables adquiridos, los pasivos asumidos, y las participaciones societarias de no controladores en la adquirida; el interés por expectativa de rentabilidad futura (*goodwill*) o la ganancia por compra ventajosa.

De forma general, las informaciones sobre las combinaciones de negocios a ser divulgadas constan en el ítem B64 del Pronunciamiento Técnico CPC 15 (R1) – Combinación de Negocios (2011). Los requisitos de divulgación son compuestos por ítems incondicionales, que no dependen de factores específicos de la operación, y por ítems condicionales, aplicables únicamente a determinados casos. Así pues, siempre deberán constar informaciones de carácter incondicional como nombre de la empresa adquirida, fecha y motivos de la adquisición. En contrapartida, informaciones como participaciones de no controladores no son pertinentes para casos de adquisición de la totalidad del negocio, en que hay solamente la figura del controlador, y son, por tanto, condicionales.

En Bachir (2013), fueron analizadas las demostraciones de 2010 y 2011, a partir de una lista de requisitos compuesta por siete ítems incondicionales, y una de las constataciones del autor fue la de que hay menor divulgación conforme más compleja la información. Una consideración importante utilizada en la pesquisa fue que la elección de los ítems no condicionales permite un análisis comparativo de frecuencia de las informaciones constantes en las demostraciones analizadas de forma conjunta. Por otro lado, fueron seleccionados ítems directamente del CPC 15, sin segregación de ítems compuestos, de forma que, cuando atendidos solo parcialmente, el juzgamiento del autor fue de considerar el no cumplimiento del requisito.

En Nakayama (2012) y Nakayama y Salotti (2014), fueron analizadas las demostraciones de 2010, para observar cuáles son los factores que influenciaron el nivel de divulgación de las empresas, construyendo un índice de *disclosure* de operación de combinación de negocios, basado en el trabajo de Shalev (2009). Se destaca que los autores entienden ese *disclosure* como un nivel de *compliance* de las empresas con las normas, por tratarse de ítems que son exigidos y, no, de divulgación voluntaria. Entre los factores analizados, se concluyó que eran relevantes para el índice, el porte de la empresa de auditoría y el porte relativo de la empresa adquirida en relación a la adquirente, mientras que el listado en los segmentos Nivel 2 o Nuevo Mercado fue revelado no significativo para el modelo. Assis *et al.* (2013) realizaron una pesquisa en los informes de las empresas solo del Nuevo Mercado, para el año 2011, a partir de la misma lista elaborada por Nakayama (2012), y observaron que no hubo evolución significativa de un año para el otro.

En un estudio en el mercado americano, Shalev (2009) verificó el *disclosure* de las combinaciones con foco sobre el valor *goodwill* en la operación. Los resultados mostraron que el nivel de información divulgada disminuyó conforme mayor el *goodwill*, sugiriendo que las empresas tienden a una menor divulgación conforme la adquisición sea menos favorable. Vale comentar que en Nakayama (2012) y Nakayama y Salotti (2014), para el Brasil, el *goodwill* no se presentó como factor relevante para explicar el índice de *disclosure*.

Bajo la perspectiva de que la divulgación de un mayor nivel de informaciones permite una evaluación más precisa de las empresas, Hodgdon, Tondkar, Harless y Adhikari (2008) miden el cumplimiento de una muestra de empresas, principalmente de Suiza y Alemania, con los requerimientos de los IFRS en relación a las evaluaciones realizadas por analistas del mercado. Los resultados corroboran la importancia del *disclosure* para la exactitud de los análisis, y los autores enfatizan el cumplimiento en la divulgación de las informaciones como tan importante como la propia normatización en sí.

Para el mercado brasileño, Murcia y Santos (2009) analizaron las informaciones financieras de 2007 de las 100 mayores empresas listadas en la Bovespa y observaron que el índice de *disclosure* desarrollado por los autores mostró relación positiva con el sector de actuación, tamaño, presencia en la bolsa de Nueva York y presencia en los segmentos de listado diferenciados de la bolsa. Esos últimos dos factores son asociados a la hipótesis del vínculo (*bonding hypothesis*) por los autores, que considera que empresas localizadas en países con débiles estructuras institucionales son llevadas a buscar mecanismos adicionales para mostrar confianza a los inversores y obtener financiamientos externos, conforme explica Leuz (2006). Por tanto, la adhesión a los segmentos especiales de listado de la Bovespa reflejaría el compromiso de mayor transparencia y mejores prácticas de *disclosure*. Otro trabajo que asocia a la presencia en los

segmentos especiales a un mayor nivel de *disclosure*, fue Mendes-da-Silva *et al.* (2009), con relación a la divulgación de informaciones en *websites*, aunque no existiese estandarización para uso de la internet en la comunicación con inversores.

En relación al nivel de *disclosure* de las empresas relacionado a la Gobernanza Corporativa, Lanza *et al.* (2006) presentan un estudio que apunta hacia una relación de complementariedad: empresas con mejor estructura de gobernanza presentan mayor nivel de *disclosure*. Para la pesquisa, fueron utilizadas cinco variables independientes de gobernanza, relacionadas a la estructura de propiedad y al consejo de administración. El contexto del trabajo de los autores refleja una realidad del mercado brasileño en que hay fuerte concentración de las acciones con derecho a voto, sumado a un alto índice de emisión de acciones sin derecho a voto.

Rabelo, Rogers, Ribeiro y Securato (2007) comprobaron empíricamente los retornos proporcionados para el accionista de dos tipos de carteras de acciones: con empresas listadas y con empresas no listadas en los segmentos especiales. Los autores muestran que hay indicios de que el desempeño de las carteras formadas con empresas de los segmentos especiales es mejor en relación al desempeño de las empresas del mercado tradicional.

En abordaje semejante, Sirqueira, Kalatziz y Toledo (2007) también verificaron mayor retorno en una cartera formada con prácticas de gobernanza diferenciadas, en relación a una cartera con empresas que no adoptan tales prácticas. Conforme argumentan los autores, la Gobernanza Corporativa consiste en, entre otras prácticas, medidas que busquen aumentar la transparencia y prestación de cuentas, que permiten reducción en la asimetría de información. Eso posibilita mayor comparación de las empresas por los inversores, notando que los pequeños “son perjudicados por la falta de transparencia de la divulgación de informaciones”.

El Instituto Brasileño de Gobernanza Corporativa contribuye con su Código de las Mejores Prácticas de Gobernanza Corporativa (IBCG, 2009) en refuerzo para evidenciar la relevancia del tema. Conforme el documento, las buenas prácticas convierten principios en recomendaciones objetivas, de forma a alinear intereses optimizando el valor de la organización, constituidos de transparencia, equidad, prestación de cuentas y responsabilidad corporativa.

Adicionalmente, el IBCG (2013) monta una perspectiva histórica de procesos de globalización, privatización y desreglamentación de la economía que culminan en un escenario de ambiente corporativo competitivo. El Instituto destaca la reformulación de la Ley de las Sociedades por Acciones, la cartilla de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) para orientar el relacionamiento entre administradores, accionistas, auditores; la creación de los segmentos especiales de listado de la Bovespa; y las premiaciones del propio Instituto, como contribuciones para estimular la diseminación y la aplicabilidad de las prácticas de Gobernanza Corporativa. A pesar de la profundización de los debates alcanzados, el Instituto pondera que en el Brasil todavía hay alta concentración de control accionario, baja efectividad de los consejos de administración y alta superposición entre propiedad y gestión y concluye que hay “vasto campo para el incentivo al conocimiento, acciones y divulgación de los preceptos de gobernanza corporativa”. (IBCG, 2013)

Por regla general, estudios sobre *disclosure* tratan de divulgación voluntaria de informaciones realizadas por las empresas. Esta pesquisa trata del atendimiento a los requisitos del CPC 15 (R1) que, entre otros aspectos, normaliza la divulgación obligatoria de informaciones sobre combinaciones de negocios realizadas. Esta diferencia levanta un contra-argumento a la hipótesis de la pesquisa que también la motiva, pues podría considerarse que, como la divulgación de acuerdo con el pronunciamiento técnico es obligatoria, no deberían ser encontradas diferencias entre las empresas en relación al nivel de divulgación.

No obstante, resultados de los estudios anteriores considerados, especialmente Bachir (2013), Nakayama (2012), Nakayama y Salotti (2014) y Assis *et al.* (2013), muestran divulgación incompleta de las informaciones sobre ese pronunciamiento técnico específico. Nakayama (2012) y Nakayama y Salotti (2014) proponen que el nivel de *disclosure* puede ser usado para mostrar el *compliance* de las empresas con las normas, dado que los ítems son de divulgación obligatoria.

Como concluyen los autores de esos trabajos, hay la posibilidad de que una curva de aprendizaje,

debido a la novedad de la norma, promueva un mayor nivel de divulgación, conforme se desarrollen los ejercicios sociales. Frente a esa perspectiva, y por el hecho de que las empresas listadas en los segmentos especiales poseen compromisos adicionales de divulgación de informaciones, es posible argumentar que surjan diferencias en el nivel de divulgación obligatoria de las combinaciones de negocios relacionadas a la presencia en los segmentos especiales de listado. Además de eso, conforme Bachir (2013) observa, los requisitos de divulgación poseen características distintas, lo que permite su agrupamiento. Con eso, tenemos la posibilidad de investigación de diferencias en relación al nivel de divulgación relacionado al tipo de información requerida, algo no identificado en estudios anteriores. Con base en esas ponderaciones, fueron delineados los procedimientos metodológicos, descritos en la próxima sección.

3. Metodología

Conforme la tipología ofrecida por Raupp y Beuren (2010), esta pesquisa puede ser clasificada como descriptiva en relación a los objetivos, por buscar comparar los niveles de divulgación de combinaciones de negocios en las notas explicativas de las empresas en relación a su nivel de Gobernanza Corporativa y complejidad de las informaciones. Como bibliográfica y documental, en relación a los procedimientos, por utilizar referencias ya trabajadas de estudios anteriores buscando organizar informaciones dispersas como las informaciones divulgadas por las empresas. Y como cuantitativa, en relación al abordaje del problema, observando el comportamiento general con empleo de instrumentos estadísticos para mayor fundamentación de las observaciones.

En esta pesquisa, se buscó observar el atendimento a los requisitos del CPC 15 (R1) – Combinación de Negocios de ítems no condicionales, para comparación de la divulgación de las informaciones entre las empresas, asociándolas en relación al segmento de mercado. La lista de las empresas a ser consultadas fue obtenida a partir de la base de datos disponible en el sitio web de la Bovespa, considerándose el nivel de Gobernanza Corporativa, de acuerdo con el segmento de listado. La composición de las empresas cuyas notas explicativas fueron analizadas consistió en: 130 empresas en el Nuevo Mercado; 21 empresas en el Nivel 2 de Gobernanza Corporativa; 32 empresas en el Nivel 1; y 258 empresas en el Mercado Tradicional. En total, fueron analizadas las notas explicativas de 441 empresas.

Como las pesquisas recientes de Nakayama (2012), Assis *et al.* (2013), Bachir (2013) y Nakayama y Salotti (2014) abordaron los años 2010 y 2011, encontrando niveles de divulgación considerados bajos por los autores, al que atribuyeron a la novedad de la norma, se optó por el análisis de informaciones más recientes para la realización de esta pesquisa, el año de 2012. Con eso, se pretendió mantener mayor distanciamiento de este posible factor de influencia sobre la divulgación de informaciones demandadas por la normatización en notas explicativas.

Una de las consideraciones realizadas para la observación de la divulgación de las informaciones fue la de mantener únicamente ítems incondicionales, o sea, que no dependen de factores específicos de operaciones realizadas. Eso permite una posibilidad de comparación entre las prácticas adoptadas por las empresas, por considerar únicamente ítems de divulgación obligatoria en todos los casos, incluso cuando considerados en conjunto, como en el caso del ítem de *goodwill* asociado a la compra ventajosa. Como en algunos casos el pago es el propio valor justo, se estipuló que la empresa debería informar que no fueron apuradas diferencias, de forma a mantener este ítem como único e incondicional.

Otra consideración relevante fue la de individualizar ítems compuestos, para que se permitiese una evaluación de atendimento parcial a determinado ítem del pronunciamiento. Por ejemplo, el ítem B64 (a) del CPC 15 (R1) fue separado en dos: el nombre de la adquirida en un bloque de informaciones más directas sobre la operación, y la descripción de la adquirida, en un bloque sobre informaciones cualitativas, con carácter descriptivo. Esto permitió mensurar que el nombre de la adquirida fue siempre divulgado, aunque no siempre haya sido presentada una descripción sobre el negocio que fue adquirido.

Grupo 1: Informaciones simples y directas sobre la operación	
A	Nombre de la empresa adquirida
B	Fecha de la operación
C	Parcela adquirida, con porcentual del capital
D	Valor justo de la contraprestación total
Grupo 2: Informaciones cualitativas, con carácter descriptivo	
E	Descripción de la empresa adquirida
F	Motivos u objetivos de la adquisición, como ventajas competitivas
G	Descripción del proceso de adquisición del control
H	Fundamentación cualitativa de interés o de la compra ventajosa
Grupo 3: Informações sobre os detalhes financeiros e contábeis das operações	
I	Valor justo de los tipos más relevantes de contraprestación
J	Montante reconocido de las principales clases de activos adquiridos y pasivos asumidos
K	Recaudación y resultado generados por la adquirida desde la adquisición
L	Recaudación y resultado que habrían sido generados por la adquirida desde el inicio del ejercicio

Figura 1. Ítems analizados en la composición de cada grupo

Fuente: elaborado por los autores

Además de la normatización del CPC 15 (R1), fueron considerados los argumentos y los ítems de las listas elaboradas por Nakayama (2012) y Bachir (2013) para determinación de los asuntos a ser evaluados, resultando en un total de 12 ítems, que pueden ser divididos en tres grupos, buscando medir diferentes dimensiones de información. En el Grupo 1, fue observada la divulgación de informaciones simples y directas, relacionadas a un nivel más general sobre la operación. En el Grupo 2, se buscó identificar informaciones cualitativas, con carácter descriptivo. Y en el Grupo 3, fueron ubicadas las informaciones consideradas más complejas, relacionadas a detalles financieros y contables. Los ítems son presentados en la Figura 1.

A partir de la lista de requisitos, fueron analizadas las informaciones divulgadas en las notas explicativas de las demostraciones financieras de 2012, a partir del banco de datos disponible en el sitio web de la CVM. Se buscó identificar la realización de combinaciones de negocios divulgadas en estas notas explicativas, en que se procuró por la utilización de términos como “combinación” o “combinaciones”. Se procuró, también, por términos como “adquisición”, “adquisiciones”, “control”, “controlada” y semejantes. Fueron analizadas descripciones de contexto operacional y de hechos relevantes, presentadas en el inicio de las notas explicativas; proporciones de participación en capital de controladas, cuando son presentadas las bases de consolidación de las demostraciones; e informaciones específicas sobre inversiones, en nota explicativa específica. Por fin, cuando no fueron identificadas combinaciones de negocios de forma explícita, se buscó por medio de la inspección general de las notas explicativas, principalmente cuando divulgadas operaciones de restructuración societaria.

Como fue utilizada la técnica de inspección documental, hay limitaciones inherentes a ese procedimiento. Se observó que no siempre todos los ítems fueron presentados juntos en una nota explicativa separada, lo que requiere una procura por el documento como un todo. Así, hay posibilidad de la combinación de negocios ser informada en diversos puntos separados, por ejemplo: descripción de la adquisición cuando se relatan los hechos relevantes en el inicio de las notas explicativas, alteraciones de participaciones cuando son presentadas las empresas controladas para la consolidación, descripción de las empresas controladas y sus valores en ítem de inversiones y detalle de interés en ítem de intangibles. De esa forma, algún requisito que haya sido divulgado puede venir a haber pasado desapercibido, influenciando en la evaluación de determinada empresa. No obstante, como estándar general, se encontró la divulgación de las informaciones juntas: normalmente aparecen en nota explicativa específica para combinación de negocios, o en conjunto con inversiones, o incluso descritas como acontecimientos relevantes. De esa forma, se considera que posibles situaciones puntuales no vengán a distorsionar de forma relevante los resultados obtenidos y las conclusiones de la pesquisa.

A partir de la identificación de la publicación de combinaciones de negocios, fue posible analizar las informaciones divulgadas en relación a cada ítem. Cuando la información se mostró presente, fue atribuido el valor 1; cuando ausente, se atribuyó el valor 0. Del total de 441 empresas, fueron obtenidas 53 empresas que divulgaron haber realizado combinaciones de negocios en 2012, en 94 operaciones. Los resultados presentados en la próxima sección son analizados en relación al total de operaciones divulgadas.

Conviene acrecentar que, a veces, fueron encontrados niveles diferentes de divulgación sobre operaciones distintas en las notas explicativas de una misma empresa. Además de eso, determinadas operaciones fueron publicadas por más de una empresa, por ejemplo, cuando empresas cuyas controladas también poseían capital abierto y realizaron combinaciones de negocios, la operación fue reportada en ambas las demostraciones. Aunque eso haga que no se refleje la cantidad exacta de operaciones que ocurrieron en el año, el objeto del estudio foca en las publicaciones de las operaciones de las empresas de capital abierto en notas explicativas de las demostraciones de 2012.

En abordaje incremental al análisis descriptivo de la frecuencia de la divulgación de los ítems analizados, fueron realizados tests estadísticos para verificar si las frecuencias serían iguales o diferentes, tanto entre los segmentos de mercado como entre los bloques de informaciones. Por la consideración de la naturaleza de los datos – la frecuencia de divulgación de pocos ítems; y de la baja cantidad de observaciones, se optó por la realización de tests no paramétricos.

Como en la hipótesis principal se espera encontrar que en el Nuevo Mercado la frecuencia de divulgación de las informaciones sea mayor que en el Mercado Tradicional, es pertinente aplicar el test de Mann-Whitney, para dos muestras independientes. De acuerdo con Fávero, Belfiore, Silva y Chan (2009), tests de ese tipo no requieren que las muestras sean del mismo tamaño, y la única exigencia del test de Mann-Whitney es que la variable sea por lo menos ordinal. En la investigación de la hipótesis principal de la pesquisa, un resultado estadístico que apunte hacia el rechazo del test de Mann-Whitney confirma la hipótesis de la pesquisa, cuando indicar una frecuencia estadísticamente superior de las informaciones en el Nuevo Mercado en comparación al Mercado Tradicional. Ese test también fue realizado para comparar los dos segmentos en relación a los bloques de informaciones aislados, como forma de investigar diferencias estadísticas entre los niveles de gobernanza en relación a cada tipo de información.

Ya en la hipótesis adicional, se espera encontrar mayores frecuencias de divulgación para informaciones más simples y menores frecuencias, conforme mayor la complejidad de la información. En ese caso, fue aplicado el test de Wilcoxon, para muestras emparejadas, dado que la comparación es realizada entre los bloques de informaciones de las mismas empresas. De acuerdo con Fávero *et al.* (2009), ese test trabaja con la información sobre la dirección de las diferencias de cada par y la magnitud de la diferencia dentro de los pares, y su hipótesis nula afirma no haber diferencias entre las muestras. O sea, por la aplicación del test Wilcoxon, se busca verificar diferencias estadísticamente significativas entre las frecuencias de divulgación de los bloques de informaciones en el conjunto de las empresas como un todo, y también dentro de cada segmento de mercado.

4. Resultados y análisis

El conjunto de las empresas fue segmentado de acuerdo con los niveles de listado especial de la Bovespa, obteniéndose cuatro grupos. El análisis de las cantidades y proporciones de las operaciones divulgadas de acuerdo con cada segmento de mercado es presentado en la Tabla 1.

Tabla 1

Cantidad de empresas y combinaciones divulgadas en relación al segmento del mercado

Segmento del Mercado	Cantidad de empresas en cada segmento		Empresas que divulgaron la realización de combinaciones de negocios		Cantidad de combinaciones de negocios divulgadas	
	Cantidad	%	Cantidad	%	Cantidad	%
Nuevo Mercado	130	29%	32	60%	56	60%
Nivel 2	21	5%	4	8%	8	9%
Nivel 1	32	7%	8	15%	8	9%
Mercado Tradicional	258	59%	9	17%	22	23%
Total	441	100%	53	100%	94	100%

Fuente: elaborado por los autores.

Una mayor proporción de divulgación de combinaciones es observada en el Nuevo Mercado, aunque la mayor parte de las empresas sea perteneciente al Mercado Tradicional. Los segmentos intermedios, Nivel 1 y Nivel 2, presentan baja cantidad de empresas actuantes en relación al mercado total, y la cantidad de operaciones divulgadas, frente al total de operaciones, también son los menores.

Por el análisis de las notas explicativas de las demostraciones financieras de las empresas, fue posible determinar la presencia, o no, de las informaciones en relación a los criterios de divulgación considerados. Conforme descrito en la metodología, fue utilizada una variable binaria asociada a la presencia, o no, de la información, que permite un análisis de frecuencia de las informaciones divulgadas en cada segmento de mercado. En la Tabla 2, son presentados los valores porcentuales de la frecuencia de divulgación para cada ítem analizado.

Tabla 2

Frecuencia de divulgación – Por requisito (en %)

Segmento del mercado	1. Informaciones Simples y Directas				2. Informaciones Cualitativas				3. Informaciones Detalladas				Media (sgmt)
	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	
Nuevo Mercado	100,0	91,1	100,0	98,2	83,9	58,9	73,2	67,9	96,4	73,2	35,7	35,7	76,2
Nivel 2	100,0	100,0	100,0	100,0	75,0	87,5	100,0	50,0	100,0	87,5	25,0	37,5	80,2
Nivel 1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	37,5	87,5	75,0	75,0	87,5	62,5	25,0	79,2
Tradicional	100,0	100,0	100,0	100,0	68,2	27,3	77,3	59,1	77,3	63,6	50,0	31,8	71,2
Media (requisito)	100,0	97,8	100,0	99,6	81,8	52,8	84,5	63,0	87,2	78,0	43,3	32,5	76,7

Fuente: elaborado por los autores.

La última columna de la Tabla 2 trae las frecuencias medias de divulgación cuando considerado el segmento de mercado, y la última línea trae por requisito. En el primer caso, se observa que las mayores frecuencias medias fueron de los segmentos especiales, mientras que la menor fue del Mercado Tradicional. Aunque con poca diferencia, eso sugiere que las empresas listadas en los segmentos de Gobernanza Corporativa traen para un mayor el nivel de divulgación de las informaciones en notas explicativas. En la divulgación por requisito, se destaca el primer grupo de informaciones con frecuencias medias superiores al 97%, mientras que los dos otros bloques presentan valores inferiores. Eso sugiere que las informaciones más simples o generales tienden a ser más divulgadas que informaciones cualitativas o detalladas.

En el primer bloque, es posible observar un mayor nivel de divulgación de informaciones simples y directas sobre las operaciones, en que: el nombre (A) y la proporción de la empresa adquirida (C) fueron divulgados por todas las empresas; y el valor de la contraprestación total (D) y la fecha (B) muestra-

ron menores frecuencias en el Nuevo Mercado. En ese segmento, ocurrieron cinco casos, siendo cuatro divulgaciones de una misma empresa, en que la fecha fue considerada como no divulgada por no haber sido informado el día de la operación, solamente el mes y año; y un caso, de otra empresa, en que no fue divulgado el valor total de la contraprestación de forma explícita. En los otros segmentos, la divulgación de estos cuatro ítems completos fue realizada por todas las empresas.

En relación al segundo y tercer bloques, las frecuencias medias por requisito de todos los ítems fueron menores que en el primero, como muestra la última línea de la Tabla 2. En el Bloque 2, de informaciones cualitativas, las mayores frecuencias son de las descripciones del proceso de adquisición del control (G) y de la empresa adquirida (E); y las menores son en relación a los motivos u objetivos de la adquisición (F) y en relación a la fundamentación cualitativa del interés o de la compra ventajosa (H). En la descripción de la empresa adquirida, fueron encontradas informaciones principalmente relacionadas a la localización geográfica, actividades operacionales y mercados atendidos. En relación al proceso de adquisición de control, muchas operaciones se dieron por firma de contratos o fueron casos de combinaciones realizadas en etapas. La fundamentación cualitativa del interés fue dada por aspectos relacionados a sinergias operacionales o administrativas, economías de escala, valor del poder de negociación con financiadores, expectativas de posibilidad de lucro futura. La fundamentación de la compra ventajosa fue dada por altos endeudamientos y riesgos de eventuales quiebras de compromisos financieros.

En el Bloque 3, fueron analizadas informaciones de carácter más detallista, relacionado a aspectos contables y financieros de la operación. Se destaca una mayor frecuencia media para divulgación de los valores justos de los tipos más relevantes de contraprestación (I) y el montante reconocido de las principales clases de activos adquiridos y pasivos asumidos (J). Los apartados de recaudaciones y resultados generados por la adquirida desde la adquisición (K) y de estimativa de las recaudaciones y resultados desde el inicio del ejercicio (L) presentaron menor frecuencia media de divulgación, no llegando a la mitad de las observaciones totales.

Para una visión más conjunta sobre los tipos de informaciones y su nivel de divulgación de acuerdo con el segmento de las empresas, es posible analizar las frecuencias de divulgación en bloques, conforme tratado en la Tabla 3. Cuando agrupadas, se observa por la última línea de la tabla que las informaciones simples y directas sobre las operaciones, del Bloque 1, presentan frecuencia media general casi total, y que, conforme es aumentada la complejidad, la divulgación se muestra menor. Nuevamente resultan evidenciados los casos encontrados de no atendimento de los ítems de fecha completa y valor del negocio en las divulgaciones del Nuevo Mercado, mientras que los otros segmentos presentaron total atendimento a estos ítems.

Para las informaciones cualitativas, del Bloque 2, los segmentos especiales muestran frecuencias entre un 70 y un 80% de divulgación, mientras que en el Mercado Tradicional no llega al 60%. Para el grupo de las informaciones más detalladas, representadas en el Bloque 3, los segmentos diferenciados presentan frecuencias medias superiores al 60%, poco por encima del Mercado Tradicional, con 55,7%.

Tabla 3

Frecuencia de divulgación – Por bloque (en %)

Segmento del mercado	1. Informaciones Simples y Directas	2. Informaciones Cualitativas	3. Informaciones Detalladas
Nuevo Mercado	97,3	71,0	60,3
Nivel 2	100,0	78,1	62,5
Nivel 1	100,0	75,0	62,5
Tradicional	100,0	58,0	55,7
Media General	99,3	70,5	60,2

Fuente: elaborado por los autores.

El comportamiento de mayor nivel de divulgación de los segmentos Nivel 1 y Nivel 2, superior al Nuevo Mercado, puede ser consecuencia de motivos no investigados en esta pesquisa, o de la baja cantidad de empresas listadas y de operaciones divulgadas, produciendo un estándar no esperado para segmento. Con eso, como en la investigación de la hipótesis principal de la pesquisa se buscó comparar el Nuevo Mercado en relación al Mercado Tradicional, de forma complementaria, fueron agrupados también los segmentos especiales para comparación con el Mercado Tradicional.

En el análisis de las informaciones agregadas en bloques, se percibe una mayor frecuencia de divulgación en el Nuevo Mercado para las informaciones cualitativas, en el Bloque 2, y detalladas, en el Bloque 3, cuando comparado al nivel de divulgación en el Mercado Tradicional. Ya para el Bloque 1, relacionado a informaciones simples y directas, la frecuencia de divulgación del Nuevo Mercado fue un poco menor que el total en los otros segmentos, reflejando los casos de no divulgación de fecha completa y valor de la contraprestación total mencionados en la análisis de la Tabla 1. Esas consideraciones apuntan para una confirmación de la hipótesis principal de la pesquisa, de que el Nuevo Mercado trae mayor nivel de divulgación de informaciones que el Mercado Tradicional, que se alinea al resultado de Lanzana *et al.* (2006), que apuntan la complementariedad de la estructura de gobernanza y el nivel de *disclosure* de las empresas.

Como complemento a los análisis descriptivos de las frecuencias de divulgación, en abordaje estadístico, fue aplicado el test de Mann-Whitney, no paramétrico para muestras independientes. Con ese test, fueron inicialmente comparadas las frecuencias de divulgación de las informaciones en nivel general y por bloques, entre los segmentos de Nuevo Mercado y Mercado Tradicional, conforme presentado en la Tabla 4. Posteriormente, como complemento, también fueron comparados los tres segmentos de listado especial con el Mercado Tradicional.

Para la frecuencia media general de divulgación, el resultado muestra no haber diferencia entre los segmentos ni al 10% de significancia estadística (p-valor = 0,290). En el análisis por bloques de informaciones, los resultados del test apuntan para una mayor divulgación únicamente para el Bloque 2, de las informaciones cualitativas, al nivel del 5%, pero no al 1% (p-valor = 0,022); y los Bloques 1, de informaciones directas, y 3, de detalles sobre la operación, apuntan hacia un mismo nivel de divulgación entre los segmentos, aun al 10% de significancia estadística (p-valores = 0,112 y 0,868, respectivamente).

Tabla 4

Resultados del Test de Mann-Whitney para los segmentos Nuevo Mercado – NM y Mercado Tradicional – MT

	Bloques de Informaciones			
	Media General	[1]	[2]	
Mean Rank – NM	41,18	38,32	43,00	38,84
Mean Rank – MT	35,23	42,50	30,59	39,76
Sig. Asint.	0,290	0,112	0,022	0,868
Conclusiones (Sig. = 0,05)	NM = MT	NM = MT	NM > MT	NM = MT

Fuente: elaborado por los autores.

Por la última línea de la Tabla 4, se observa que el nivel de divulgación general no es considerado estadísticamente significativo, apuntando hacia una no confirmación de la hipótesis principal de la pesquisa. Es interesante comentar que en el trabajo de Nakayama (2012), que observó las demostraciones financieras de 2010, la presencia de la empresa en el listado diferenciado en los segmentos Nivel 2 o Nuevo Mercado fue tratado como variable binario explicativo para el nivel de *disclosure* del índice elaborado por el pesquisador, y tampoco presentó significancia estadística (p-valor = 0,374).

Una vez que los Niveles 1 y 2 de gobernanza mostraron mayores frecuencias de divulgación que el Nuevo Mercado, como complemento, se realizó el mismo test estadístico, comparando las empresas listadas en los segmentos especiales como un único conjunto en relación al Mercado Tradicional. Para la media general, se encontró un p-valor de 0,185; para el Bloque 1, de 0,164, para el Bloque 2, de 0,009; y para el 3, de 0,853. De esa forma, aun considerando el listado diferenciada como un todo, no se encontraron diferencias estadísticas entre los niveles de divulgación general entre los segmentos. En lo referente a las informaciones separadas por tipo, solamente las del Bloque 2, descriptivas, presentaron diferencia significativa al nivel del 1%, mientras las más simples y las detallistas se mantuvieron iguales entre los segmentos, aun al 10% de significancia. De esa forma, se refuerza la percepción de que no se encuentran evidencias estadísticas significativas del nivel de divulgación de informaciones relacionadas al tipo de listado.

Por tanto, aunque el análisis descriptivo de las frecuencias de divulgación apunte hacia un nivel superior de información relacionado a los segmentos diferenciados, tales resultados no son corroborados por el abordaje estadístico realizado, no confirmando la hipótesis principal de la pesquisa. En última instancia, se concluye que, a pesar de mostrarse superior en niveles absolutos para el año 2012, tales diferencias pueden estar asociadas a factores estocásticos. Bajo estas consideraciones, se concluye que la hipótesis principal de la pesquisa no se confirma, pues no se puede afirmar con seguridad que el nivel de divulgación de las informaciones sobre combinaciones de negocios en el Nuevo Mercado sea superior al Mercado Tradicional.

Ese resultado también puede reflejar que el propio listado en segmentos especiales de la bolsa no sería suficiente para identificar mayor o menor nivel de transparencia de informaciones al mercado, ni la evidenciación de un aprendizaje diferenciado, contrariando el argumento que fundamentó la hipótesis principal y la motivación de la pesquisa. Es posible que empresas del Mercado Tradicional no realicen la adhesión a los segmentos especiales por motivos no relacionados a la transparencia, de forma que adoptan una política de divulgación semejante a la de los segmentos especiales a pesar de no estar listados en ellos. Aun así, vale considerar los resultados de Lanzana *et al.* (2006), que observaron mayor *disclosure* relacionado a la Gobernanza Corporativa, elaborando un índice propio a partir de variables relacionadas a la estructura de propiedad y consejo de administración.

Por otro lado, para las informaciones descriptivas, hubo diferencias significativas en el nivel de divulgación relacionado al listado en segmentos especiales. Esa evidencia puede apuntar que tales informaciones, de carácter más cualitativo, están más alineadas a informaciones voluntarias divulgadas por las empresas, conforme los resultados de estudios anteriores aplicados al mercado brasileño, como Mendes-da-Silva *et al.* (2009) y Murcia y Santos (2009).

Como hipótesis adicional, se consideró que sería encontrado mayor nivel de divulgación de informaciones más simples, y menor conforme más complejos fuesen los requisitos. Como procedimiento semejante, conviene un análisis de los ítems agrupados en sus respectivos bloques representados en la Tabla 3, con un abordaje estadístico complementario, presentada en la Tabla 5.

En la Tabla 3, cuando comparados los bloques horizontalmente, o sea, para cada segmento de mercado, es posible observar que las informaciones del Bloque 1, simples y directas, muestran frecuencias mayores que las del Bloque 2, cualitativas; y que, por su vez, son mayores que las del Bloque 3, sobre los detalles de las operaciones, en todos los cuatro segmentos. El mismo comportamiento es reflejado en la frecuencia media general de los bloques, como resume la última línea de la tabla. Esa observación indica haber un mayor nivel de atendimento a requisitos de divulgación que sean más simples, seguido de informaciones de carácter descriptivo, y menor para detalles sobre la operación, apuntando para la confirmación de la hipótesis adicional.

En abordaje estadístico, fue aplicado el test de Wilcoxon, no paramétrico para muestras emparejadas. Las diferencias de las frecuencias de divulgación se mostraron estadísticamente significativas entre los tres bloques de informaciones analizados, aun al 1% de significancia. Por los resultados presentados en la Tabla 5, es posible observar que las informaciones del Bloque 1 son las más divulgadas y las del Bloque 3, las menos.

Tabla 5

Resultados del Test de Wilcoxon para los bloques de informaciones

	Diferencias entre los Bloques de Informaciones		
	[1] - [2]	[1] - [3]	[2] - [3]
Positive Ranks	71	71	43
Negative Ranks	0	0	22
Ties	23	23	29
Sig. Asint.	0,000	0,000	0,004
Conclusiones (Sig. = 0,05)	[1] > [2]	[1] > [3]	[2] > [3]

Fuente: elaborado por los autores.

De forma general, se observa que las informaciones más simples y directas presentan mayor frecuencia de divulgación y las detalladas, menor nivel. Este efecto es consistente con el que observa Bachir (2013), para los años de 2010 e 2011, “a medida que la complejidad y la relevancia de las informaciones solicitadas aumentan, se reduce el nivel de evidenciación de tales informaciones en notas explicativas”.

En consecuencia, tanto el análisis descriptivo como el estadístico confirman la hipótesis adicional de la pesquisa, de que conforme mayor la complejidad de las informaciones requeridas, menor su nivel de divulgación. Por tanto, se puede afirmar que las informaciones sobre combinaciones de negocios divulgadas en notas explicativas fueron más divulgadas, conforme mayor su simplicidad, en menor nivel, conforme su complejidad.

Bajo el argumento de la curva de aprendizaje, se puede considerar que ítems más complejos demorarían más a ser plenamente divulgados por las empresas y que, conforme se pasen los ejercicios sociales, tales requisitos presentarían mayor nivel de divulgación. Además de eso, cuestiones relacionadas al coste-beneficio de la divulgación de la información pueden ser relevantes para publicación de informaciones de carácter más detallista, de manera que hay posibilidad de que las empresas no dispensen recursos en la captación, elaboración y divulgación de informaciones más complejas.

Esa constatación puede indicar, asimismo, que las empresas evitan publicar informaciones más estratégicas o reveladoras, tal cual observaron Aillón, Silva, Pinzan y Wuerges (2013), en relación a informaciones por segmentos. Los autores analizan las informaciones gerenciales publicadas en notas explicativas, y concluyen que existe una tendencia de ocultarlas, limitando análisis de largo plazo y decisiones de inversión de la compañía. De forma semejante, Shalev (2009) sugiere haber cierta elección en el nivel de divulgación de informaciones conforme los intereses de la compañía, conforme identificó en el mercado americano para combinaciones de negocios.

Como profundización del abordaje estadístico, también fueron comparadas las diferencias entre los bloques, aislando los segmentos de mercado. En estos casos, las informaciones más simples presentaron frecuencias estadísticamente superiores a las de los otros tipos, en todos los segmentos de mercado (p-valores < 0,001). Ya las informaciones descriptivas y detallistas mostraron menores diferencias estadísticas, siendo significativas al 5% en el Nuevo Mercado (p-valor = 0,015), pero no en los segmentos de Nivel 1 y 2 (p-valores = 0,102 y 0,163, respectivamente) y ni para el Mercado Tradicional (p-valor = 0,540). Esos resultados concuerdan con la observación directa de la Tabla 1, de que las informaciones más simples son las más divulgadas en todos los segmentos.

En ese contexto, también es relevante destacar que el listado especial mostró diferencias en la divulgación de las informaciones menos inmediatas. Ese efecto es, especialmente, captado tanto por los resultados de los tests de Mann-Whitney, en la comparación de las frecuencias de divulgación de las informaciones descriptivas del Nuevo Mercado en relación al Mercado Tradicional, como también por el test de Wilcoxon, en las diferencias entre las informaciones descriptivas y detallistas para el Nuevo Mercado, presentando significancia estadística, no obstante, no para el Mercado Tradicional.

Por tanto, aunque no se pueda afirmar que el listado especial promueva un mayor nivel de divulgación de informaciones como un todo, resultó evidenciado que para las informaciones cualitativas las empresas de los segmentos diferenciados presentaron mayor nivel de divulgación que las del Mercado Tradicional. Con eso, se sugiere mayor sensibilidad en relación al tipo de información divulgada relacionada al segmento de mercado.

Bajo el argumento de que las informaciones divulgadas requieren estructura para preparación, y que empresas mayores disponen de mejor estructura y que pueden arcar con los costes de elaboración y captación de las informaciones a ser divulgadas, se buscó en análisis adicional, el estudio del nivel de divulgación relacionado al tamaño de las empresas, medurado por el activo total. Para eso, fueron calculadas las correlaciones entre las frecuencias de divulgación y los activos totales, para el año 2012, tanto en nivel general como para cada bloque de informaciones, así como para la muestra como un todo y estratificada en relación a cada segmento de listado. En la Tabla 6, son presentados los valores calculados de las correlaciones de las frecuencias de divulgación de cada grupo de informaciones, conforme su tipo y segmento de mercado de las empresas, en relación al Activo Total de las empresas, como medida de su tamaño. En relación a las informaciones del Bloque 1, de informaciones directas, para los segmentos de Niveles 1 y 2 y Mercado Tradicional, no se aplica el cálculo de la correlación con el tamaño, pues hubo divulgación plena de los requisitos por las empresas.

Tabla 6

Correlaciones de cada grupo de informaciones en relación al Activo Total de las empresas

Segmento del mercado	1. Informaciones Simples y Directas	2. Informaciones Cualitativas	3. Informaciones Detalladas	Nivel General
Nuevo Mercado	0,046	0,173	0,204	0,245*
Nivel 2	-	-0,218	-0,039	-0,161
Nivel 1	-	-0,471	0,045	-0,311
Tradicional	-	0,085	0,286	0,255
Total de las empresas	0,031	0,140	0,168	0,197*

* Correlación es significativa al nivel de 0,10

Fuente: elaborado por los autores.

Comparadas al valor crítico pertinente, definido por la cantidad de combinaciones totales y para cada segmento de mercado divulgadas, al nivel del 5%, ninguna de las correlaciones se mostró significativa; ya al nivel del 10%, solamente la divulgación general mostró correlación significativa y positiva con el tamaño de las empresas para el grupo total de las empresas y para el segmento del Nuevo Mercado (p -valores = 0,056 y 0,069, respectivamente). Se observa, por tanto, floja evidencia de la relación entre tamaño y nivel de divulgación, concluyéndose que empresas mayores no necesariamente divulgaron más informaciones en el Mercado Tradicional, pero con indicios de mayor sensibilidad al tamaño de las empresas en la divulgación de informaciones en nivel general para el mercado como un todo y en el Nuevo Mercado.

La propia naturaleza de las informaciones analizadas conviene ser discutida. Por tratarse de informaciones de carácter obligatorio, su no divulgación denota un atendimento solamente parcial a la normatización como un todo, independiente de los compromisos adicionales asumidos en los segmentos especiales de listado. Eso refleja una cuestión que puede estar relacionada más a la *compliance* que al *disclosure* de las empresas. Este comportamiento es criticado por Assis *et al.* (2013): “Los preparadores de las demostraciones financieras precisan evidenciar como mínimo lo que está dispuesto en el CPC 15... Es inconcebible que las empresas se omitan en divulgar ítems importantes”, declarando esperar la maduración de los preparadores y auditores, aumentando el nivel de divulgación. En Nakayama (2012) y Nakayama y Salotti (2014), es analizado el primer año de aplicación de la norma, en 2010, y los autores juzgan que el

nivel de divulgación encontrado no fue alto debido a la novedad de la legislación, pero alertan que sin un papel activo por parte de los reguladores, “corre-se el riesgo de no avanzar en la mejoría del nivel de información divulgada, una vez que norma sin *enforcement* puede ser entendida solamente como una sugerencia”. Bachir (2013) también atribuye al bajo atendimento encontrado al hecho de la norma ser reciente, reforzando que “las informaciones divulgadas en las demostraciones financieras por las compañías, referentes a las Combinaciones de Negocios, son muy importantes para que inversores y analistas puedan entender lo que de hecho se puede esperar para el futuro después de la adquisición”.

5. Conclusiones

Esta pesquisa tuvo como objetivo investigar el nivel de divulgación de las informaciones de combinaciones de negocios en las demostraciones financieras de las empresas de capital abierto listadas en la Bovespa, en relación al año 2012, considerando los diferentes segmentos de mercado. Por la metodología aplicada a esta pesquisa, se observó el atendimento a ítems incondicionales del CPC 15 (R1) en relación a la divulgación en notas explicativas. Los ítems verificados fueron elaborados a partir del pronunciamiento técnico, y de consideraciones sobre trabajos semejantes realizados, especialmente los de Bachir (2013) y Nakayama (2012); y fueron agrupados en relación al tipo, en tres bloques de informaciones: simples y directas, cualitativo-descriptivas, y de detalle contable-financiero sobre las operaciones divulgadas.

La motivación de la pesquisa se fundamenta en las conclusiones de estudios anteriores sobre el tema, de que habría cierta curva de aprendizaje. La hipótesis principal se basa, principalmente, en el argumento de que las empresas con niveles diferenciados de Gobernanza Corporativa poseen mayor compromiso con la divulgación de informaciones más transparentes y de mayor alcance, de forma que las divulgaciones en el Nuevo Mercado traerían mayor nivel de información que en el Mercado Tradicional. Adicionalmente, se comprobó la hipótesis de que las informaciones serían más divulgadas, conforme más simples fuese la requisición normativa, y menos, conforme mayor la complejidad.

En el análisis de las informaciones, se percibe una mayor frecuencia de divulgación en el Nuevo Mercado para las informaciones cualitativas cuando comparado al Mercado Tradicional. Ya, para los bloques de informaciones más simples y más detallistas no fueron encontradas diferencias significativas de divulgación entre los segmentos. Ese resultado puede reflejar que el aprendizaje apuntado por Nakayama (2012), Assis *et al.* (2013) y Bachir (2013) y Nakayama y Salotti (2014) pueda ya ser percibido para las informaciones descriptivas. Se puede considerar que, para tales informaciones, que poseen carácter más descriptivo, las empresas mostraron comportamiento semejante a la divulgación voluntaria investigada por estudios de *disclosure*, en comparación a informaciones más directas o más complejas, para las cuales el comportamiento de las empresas no presenta diferenciación asociado al segmento de listado.

Para conclusiones más precisas a respecto de la revelación de informaciones, es posible la observación en painel, conforme transcurran los períodos financieros, o en conjunto con otros ítems publicados, semejante a Hogdon *et al.* (2009). Esa sería una forma de investigar si es el caso de una elección de las empresas en no divulgar informaciones consideradas estratégicas, conforme apuntado por Aillón *et al.* (2013), o confirmar una curva de aprendizaje relacionada al tempo, conforme argumentado en pesquisas anteriores. Otra forma de mejorar esta pesquisa sería trabajar con una relación de variables más elaborada para segregación de las empresas en relación a la gobernanza corporativa o más asociada a factores considerados determinantes de transparencia.

Finalmente, por la profundización de las comparaciones de los bloques de las informaciones y de los segmentos, fueron encontrados indicios de mayor sensibilidad al tipo de información divulgada relacionada al segmento de mercado. Se espera contribuir, apuntando la posibilidad de agrupamiento en relación al tipo de las informaciones requeridas por las normas en general, relacionándolas a los compromisos adicionales asumidos por la adhesión a los segmentos especiales de la Bovespa, o a otros indicadores de transparencia.

6. Referencias

- Aillón, H. S., Silva, J. O., Pinzan, A. F., & Wuerges, A. F. E. (2013). Análise das informações por segmento: divulgação de informações gerenciais pelas empresas brasileiras. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 10(9), pp. 33-48. doi: [HTTP://dx.doi.org/10.5007/2175-8069](http://dx.doi.org/10.5007/2175-8069)
- Assis, A. I. R., Marinho, S. L., Silva, T. D., & Andrade, M. E. M. (2013, julho). Nível de divulgação das combinações de negócios. Anais do Congresso USP de Iniciação Científica e Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil, 10.
- Bachir, O. A. A. (2013). Um estudo sobre o nível de evidenciação nas demonstrações financeiras em casos de combinações de negócios no Brasil nos anos de 2010 e 2011. Dissertação de mestrado, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/10898/Bachir,%20Otavio_Finan%C3%A7as_Dissetra%C3%A7%C3%A3o_Final_07.06.2013.pdf.
- Bolsa de Valores de São Paulo. (2013a). Novo mercado. Recuperado em 14 setembro, 2013 de <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/novo-mercado.aspx?idioma=pt-br>.
- Bolsa de Valores de São Paulo. (2013b). O que são segmentos de listagem. Recuperado em 14 setembro, 2013 de <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2011). Pronunciamento Técnico CPC 15 (R1) – Combinação de Negócios. Recuperado em 19 agosto, 2013 de http://www.cpc.org.br/pdf/CPC15_R1_20062011.doc.
- Fávero, L. P., Belfiore, P., Silva, F. L. da, & Chan, B. L. (2009). Análise de dados – modelagem multivariada para tomada de decisões. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2009). Código das melhores práticas de governança corporativa. (4a ed.). Recuperado em 14 setembro, 2013 de <http://www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Codigos&CodCodigo=47>.
- Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. (2013). Governança no Brasil. Recuperado em 14 setembro, 2013 de <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=20>.
- Hodgdon, C., Tondkar, R. H., Harless, D. W., & Adhikari, A. (2008). Compliance with IFRS disclosure requirements and individual analysts' forecast errors. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 17(1), pp. 1-13. doi: 10.1016/j.intaccudtax.2008.01.002.
- IASB - International Accounting Standards Board (2011) IFRS 3 – Business Combinations. Recuperado em 19 agosto, 2013, de <http://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs3>.
- Iudícibus, S., Martins, E., Gelbcke, E. R. & Santos, A. (2010). Manual de Contabilidade Societária (1ª ed.). São Paulo: Atlas.
- Lanzana, A. P., Silveira, A. M., & Famá, R. (2006, setembro). Existe relação entre disclosure e governança corporativa no Brasil? Anais do Encontro Nacional da Associação Nacional de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Salvador, BA, Brasil, 30.
- Leuz, C. (2006). Cross listing, bonding and firms' reporting incentives: A discussion of Lang, Raedy and Wilson (2006). *Journal of Accounting and Economics* 42(1-2), pp.285-299. doi: 10.1016/j.jaccoco.2006.04.003.
- Mendes-da-Silva, W., Ferraz-Andrade, J. M., Famá, R., & Maluf, J. A. Filho (2009). Disclosure via website corporativo: um exame de informações financeiras e de governança no mercado brasileiro. *Revista de Administração de Empresas* 49(2), pp. 190-205. [HTTP://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020000000.200006](http://dx.doi.org/10.1590/S0034-759020000000.200006)

- Murcia, F. D., Santos, A. (2009). Fatores determinantes no nível de disclosure voluntário das companhias abertas no Brasil. REPeC – Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade 3(2), pp. 72-95.
- Nakayama, W. K. (2012). Divulgação de informações sobre operações de combinação de negócios na vigência do pronunciamento técnico CPC 15. Dissertação de mestrado, Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil. Recuperado de <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-06122012-161505/publico/WilsonKazumiNakayamaVC.pdf>.
- Nakayama, W. K., & Salotti, B. M. (2014). Fatores Determinantes do Nível de Divulgação de Informações sobre Combinações de Negócios com a Entrada em Vigor do Pronunciamento Técnico CPC 15. Revista Contabilidade & Finanças – USP 25(66), pp. 267-280. doi: 10.1590/1808-057x20141126
- Raupp, F. M., & Beuren, I. M. (2010). Metodologia da pesquisa aplicável às ciências sociais. In I. M. Beuren (Org.) Como elaborar trabalhos monográficos em Contabilidade: teoria e prática. 3ª ed., pp. 76-97. São Paulo: Atlas.
- Rabelo, S. S. T., Rogers, P., Ribeiro, K. C. S., & Securato, J. R. (2007). Análise comparativa de carteiras com práticas de governança corporativa inferiores e superiores. Revista de Gestão USP 14(Edição Especial), pp. 1-16.
- Shalev, R. (2009). The information content of business combination disclosure level. The Accounting Review 84(1), pp. 239-270. doi: 10.2308/accr.2009.84.1.239.
- Sirqueira, A. B., Kalatzis, A. E. G., & Toledo, F. M. B. (2007). Boas práticas de governança corporativa e otimização de portfólio: Uma análise comparativa. Economia 8(2), pp. 521-544.