

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA, CONTABILIDADE E
SECRETARIADO EXECUTIVO – FEAAC
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE
CURSO: CIÊNCIAS CONTÁBEIS

BRUNO LUIZ DA SILVA SANTOS

**DIVULGAÇÃO DE INDICADORES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:
EMPRESAS BRASILEIRAS DE ENERGIA ELÉTRICAS ESTATAIS VERSUS
PRIVADAS**

FORTALEZA - CE

2015

DIVULGAÇÃO DE INDICADORES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: EMPRESAS BRASILEIRAS DE ENERGIA ELÉTRICAS ESTATAIS VERSUS PRIVADAS

RESUMO

A partir da década de 90, as empresas brasileiras, inclusive as do setor elétrico, passaram a se preocupar mais com a adoção e divulgação de práticas de governança corporativa, uma vez que a necessidade das empresas de atrair capitais e fontes de financiamento aumentaram devido às privatizações das empresas estatais. O presente estudo objetiva identificar os indicadores de Governança Corporativa divulgados pelas empresas brasileiras estatais e privadas de Energia Elétrica, pertencentes ao Índice Bovespa, assim como a aderência dessas empresas ao conjunto mínimo de indicadores de boas práticas recomendado pela Organização das Nações Unidas. Trata-se de um estudo exploratório-descritivo, de natureza qualitativa, no qual se utilizou de pesquisa bibliográfica e documental. Os dados documentais foram extraídos de relatórios periódicos disponibilizados nos portais eletrônicos das 9 empresas brasileiras do setor de Energia Elétrica pertencentes ao Índice Bovespa, como também nos portais da CVM e da BOVESPA. Esses dados foram analisados por meio da técnica de análise de conteúdo, segundo as 5 categorias e as 53 subcategorias de análise extraídas do Guia de Divulgação de Boas Práticas de Governança Corporativa da ONU, totalizando, portanto, 477 observações. A média de divulgação das empresas públicas foi de 40 indicadores, enquanto das empresas privadas foi de 37 indicadores. Os grupos com maiores médias de divulgação dos indicadores foram: Transparência financeira e divulgação de informações; Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle; Responsabilidade corporativa e conformidade legal. Os grupos com menores médias, por sua vez, foram Auditoria e Estrutura e processo do conselho e da diretoria. Não foram observadas diferenças estatisticamente significantes na divulgação de indicadores de Governança Corporativa de empresas de controle privado e estatal.

Palavras Chave: Governança Corporativa. Setor Elétrico. Privatização

1. INTRODUÇÃO

No Brasil, a partir da década de 90, as empresas passaram a se preocupar mais com a adoção e divulgação de práticas de governança corporativa (GC) em virtude da necessidade de atrair capitais e fontes de financiamento acelerada pelo processo de globalização e privatizações de empresas estatais.

As empresas do setor elétrico brasileiro estão inseridas neste cenário, no qual a globalização dos mercados, ocasionadas, principalmente, com as privatizações, viabilizadas pela Lei nº 8.031 que criou o Programa Nacional de Desestatização (PND), sancionada em 1990, transformaram o setor. Segundo o BNDES (2012), o resultado acumulado com as privatizações de 1990 a 2011 representou um ingresso de 106.0005,6 milhões de dólares nos cofres do Tesouro Nacional e a participação do setor de energia elétrica nesse resultado foi de 30%, ficando atrás somente da participação do setor de telecomunicações que foi de 32%. A partir das privatizações e da criação da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), órgão regulador e fiscalizador das atividades do setor elétrico, as empresas do setor foram impulsionadas a atuar de forma mais homogênea, inclusive no âmbito da GC.

Segundo a *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) (2003), devido à privatização de empresas estatais, os países latino-americanos passaram a

enxergar o setor privado como fonte de novas oportunidades de emprego, de geração de receita fiscal e fornecimento de produtos e serviços; e a competitividade internacional das economias latino-americanas precisava estar fundamentada em empresas que não estivessem engessadas por elevados custos de capital e, portanto, capazes de adaptar as boas práticas administrativas e de governança corporativa ao seu contexto local.

Vale registrar a iniciativa da Organização das Nações Unidas (ONU), que tem demonstrado preocupação com a governança das empresas, ao desenvolver esforços no sentido de promover a adoção de boas práticas de governança corporativa, com destaque para a edição do seu Guia sobre Divulgação de Boas Práticas de Governança Corporativa, cuja última atualização ocorreu em 2005, sendo divulgado em 2006 (UNCTAD, 2006).

A ONU buscou evidências da efetividade do seu Guia de Divulgação de Boas Práticas de GC. Em 2007, investigou se as práticas de GC, por ela recomendadas, eram requeridas pelos códigos de boas práticas de 25 mercados de capitais abrangendo países em desenvolvimento e economias em transição. Constatou que a maioria deles requeria a adoção e divulgação de mais da metade dos itens de seu guia (UNCTAD, 2007).

No ano de 2008, a ONU averiguou a divulgação das práticas de GC, recomendadas no seu guia, por cem empresas de mercados emergentes, compreendendo as dez maiores de cada um dos seguintes países: África do Sul, Brasil, China, Coreia do Sul, Índia, Indonésia, Israel, Malásia, México e Rússia. Concluiu que, em média, as empresas da amostra divulgavam mais da metade dos indicadores por ela recomendados e que práticas relativas à auditoria eram pouco divulgadas (UNCTAD, 2008).

Já em 2009, a ONU investigou a divulgação de práticas de GC pelas maiores empresas de 12 mercados emergentes, abrangendo: Argentina, Chile, Colômbia, Tchecoslováquia, Egito, Hungria, Marrocos, Peru, Filipinas, Polônia, Tailândia e Turquia. Constatou que as empresas divulgavam cerca de 70% dos itens recomendados pela ONU e que práticas relativas à responsabilidade social corporativa eram pouco divulgadas (UNCTAD, 2009).

Em 2011, a ONU divulgou pesquisa apresentando o estado da arte do assunto em 25 países sendo 22 países emergentes e Japão, Reino Unido e Estados Unidos. O estudo compara as normas que exigem a divulgação das práticas de governança corporativa recomendadas pela ONU nesses países com a divulgação pelas maiores companhias de cada um dos 22 países, pertencentes ao índice produzido pela Morgan Stanley Capital International (MSCI Emerging Markets Index) num total de 188 empresas mais 30 empresas, sendo 10 do Japão, 10 do Reino Unido e 10 dos Estados Unidos. Em suma, o estudo concluiu que, apesar dos avanços, ainda há muito que se fazer quanto à adoção das melhores práticas de governança corporativa e sua divulgação na maioria dos países emergentes.

Em virtude da relevância da GC e das empresas do setor de energia elétrica que passaram por privatizações, mas não perderam a característica de prestadoras de serviços essenciais à sociedade em geral, e com o intuito de complementar as pesquisas realizadas sobre adoção e divulgação de práticas de GC, o presente estudo objetiva identificar os indicadores de GC divulgados pelas empresas brasileiras estatais e privadas de Energia Elétrica pertencentes ao Índice Bovespa, em 11.3.2013, data de início da pesquisa, e a aderência ao conjunto mínimo de indicadores de boas práticas recomendado pela ONU.

Trata-se de um estudo exploratório-descritivo, de natureza qualitativa, no qual se utilizou de pesquisa bibliográfica e documental. Os dados documentais foram colhidos nos sites das 9 empresas brasileiras do setor de Energia Elétrica, pertencentes ao Índice Bovespa, nos portais da CVM e da BOVESPA, e analisados por meio da técnica de análise de conteúdo, segundo as 5 categorias e 53 subcategorias de análise extraídas do Guia de Divulgação de Boas Práticas de GC da ONU.

O estudo inova ao investigar a divulgação das práticas de GC por nove empresas do setor ao invés de realizar estudo de caso único ou de estudar a associação de desempenho financeiro de empresas pertencentes a determinados segmentos de listagem, ou ainda, aspectos relacionados a conflito de agência e o papel dos diversos *stakeholders*; que são tipos de estudos mais comumente encontrados na literatura. Por outro lado, inova também ao estudar a divulgação dessas práticas utilizando um guia internacional como o da ONU, que consolida práticas recomendadas por organismos internacionais, como OECD, e por códigos de diversos países como o do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), o Cadbury Report e Turnbull Report (ambos do Reino Unido), entre outros. Finalmente, o estudo inova ao estudar divulgação de práticas de GC, que se insere no contexto de transparência de informações e, portanto, orienta-se pela Teoria da Divulgação, ao invés de outras teorias utilizadas para estudar outros aspectos de GC.

A contribuição do estudo em termos de originalidade tem natureza tanto incremental, por fazer avançar os estudos sobre GC, quanto inovativa por estudar esse tema em empresas privadas versus estatais, prestadoras de serviço de utilidade pública. A contribuição do estudo em termos de utilidade tem tanto natureza prática, por apresentar características da divulgação de indicadores de GC pelas empresas pesquisadas, servindo de orientação acerca do que deve ser melhorado, quanto científica, por se prestar para validar ou não as assertivas da Teoria da Divulgação. O trabalho está estruturado em 5 seções, nas quais são abordados os seguintes assuntos: Trabalhos sobre GC em empresas do setor de energia elétrica; Teoria da Divulgação e GC, os aspectos metodológicos do trabalho, além dos resultados e conclusões alcançados.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Estudos recentes sobre governança corporativa em empresas do setor de energia elétrica

Na década de 1990, o setor de energia elétrica brasileira passou por um processo de privatização, gerando impactos relevantes no setor. A inserção de novos grupos empresariais e a necessidade de maior financiamento influenciou a relação deste setor com o mercado acionário. Devido a maior dependência do setor frente ao mercado, as empresas adotaram uma postura mais responsável, atraente ao investidor e voltada para uma melhor governança, como a adesão aos níveis diferenciados de segmentos de listagem da Bovespa.

Diversos estudos têm sido desenvolvidos no Brasil e no exterior com o intuito de analisar a relação das particularidades do setor elétrico e as práticas de GC. No Brasil, pode-se citar trabalhos como o de Güttler (2011) que, baseado na concepção de que boas práticas de GC são pré-requisito para captação de recursos financeiros no mercado, procurou verificar a adequação de determinada empresa do setor elétrico às boas práticas de governança recomendadas pelo IBGC. O autor constatou a aderência da empresa a essas práticas, apesar das ressalvas a itens não evidenciados referentes a “Conflito de interesses nas assembleias gerais” e “Conselho de Administração”.

Apesar dos benefícios descritos na literatura da adoção de práticas de GC, Oliveira e Beys (2010) buscaram avaliar se tais práticas adotadas por empresas do setor de energia elétrica no Brasil afetam as decisões de investimento por acionistas. Por meio de entrevistas a investidores e representantes de fundos de investimentos, os autores constataram que a adoção de práticas de GC ainda não é capaz de influenciar nas decisões de investidores no setor elétrico. Os entrevistados apontaram que este descrédito é proveniente da falta de responsabilidade com a fiscalização e o monitoramento das empresas pelos órgãos certificadores e de regulação do mercado. Outra crítica feita pelos entrevistados é relativa ao caráter político da composição do conselho de administração.

Rodrigues e Muniz (2011) procuraram verificar a diferença de desempenho das empresas que aderiram ou não aos níveis diferenciados de GC e entre empresas do setor elétrico pertencente aos diversos níveis. Na análise entre antes e depois da adesão, não foram encontradas variações no desempenho das empresas. Já na comparação do desempenho de todas as empresas, os autores perceberam que as empresas listadas no nível 1 de GC obtiveram desempenho superior ao das empresas listadas no novo mercado. A última análise foi entre empresas do mesmo segmento. Contudo, as empresas não obtiveram desempenho médio semelhante.

Constatação semelhante chegaram Alves, Ribeiro e Mantese (2007), ao avaliar o desempenho do investimento em ações das empresas de energia elétrica que são listadas em níveis de GC na Bovespa, os autores constataram que as empresas do setor elétrico listadas em nível diferenciados de GC não apresentaram melhor desempenho que as empresas não listadas.

Arruda (2011) analisou e comparou o nível de *disclosure* da GC em empresas do setor de energia elétrica de diferentes níveis de governança, realizando o teste ANACOR, o qual analisou estatisticamente dados qualitativos e forneceu resultados que, de maneira geral, permitiram afirmar que o nível de *disclosure* da GC independe do nível de Governança Corporativa que as empresas estão classificadas.

Com relação às publicações internacionais sobre o tema, percebe-se um maior interesse com o comportamento das empresas deste setor após o processo de privatização, como o trabalho de D'Souza, Megginson e Nash (2007), que trata sobre o processo de privatização e a relação com GC. Os autores examinaram se reestruturações da propriedade e a mudança na GC contribuem para melhorias no desempenho operacional pós-privatização. Concluíram que as mudanças na GC (especialmente mudanças na propriedade) provocadas pela privatização contribuem para um melhor desempenho. A maior quantidade de capital estrangeiro mostrou-se relevante ao alavancar maiores ganhos de eficiência pós-privatização. Constataram ainda que quanto menor a propriedade do Estado na empresa, mais produtiva esta será, consolidando a ideia de que tanto a reestruturação quanto as mudanças na GC são importantes determinantes do desempenho pós-privatização.

Caves (1990) e Gray (1996) abordam outro lado da privatização, a necessidade de privatizar. Os autores concordam que a privatização ultrapassa a necessidade do governo de aumentar a eficiência produtiva de uma empresa estatal. A mudança na estrutura de propriedade impulsiona a prática de boa GC e promove o desenvolvimento de normas jurídicas e instituições de apoio necessárias nas economias de mercado de pleno direito.

Outro aspecto tratado nos trabalhos internacionais é a importação do sistema de GC de empresas adquirentes em processos de combinação de negócios. Bris, Brisley and Cabolis (2008), ao investigar o desempenho das empresas adquiridas em processo de combinação de negócios, constataram que o desempenho de uma empresa aumenta quando são adquiridas por empresas estrangeiras provenientes de países com melhor proteção aos acionistas e melhores padrões de contabilidade.

A análise conjunta dos estudos apresentados evidencia a importância da discussão sobre GC das empresas do setor de energia, devido à natureza de utilidade pública dos serviços por elas prestados, ao processo de privatização dessas empresas em todo o mundo e a controvérsia acerca da crença na real adoção das boas práticas de GC, descrença essa que pode ser minimizada mediante uma cultura de ampla divulgação de informações financeiras e não financeiras. Devido a não obrigatoriedade de divulgação da maioria das práticas de Governança Corporativa, a discussão desse tema assume maior importância.

2.2 Teoria da Divulgação e Governança Corporativa

Disclosure deriva da palavra *disclose*, compreendendo o ato de divulgar, tornar algo evidente, público. No âmbito corporativo, *disclosure* está ligado ao conceito de transparência corporativa. Calixto (2008) corrobora com a ideia quando afirma que o *disclosure* refere-se a como e com que qualidade as informações são divulgadas nos relatórios das empresas.

Ronen e Yaari (2002) destacam os fatores que podem induzir uma empresa a divulgar, são eles: a obrigatoriedade da divulgação, em decorrência de obrigações legais, e a autoindução do *disclosure*, que ocorre quando os membros externos forçam as companhias a divulgar as informações.

Murcia et al. (2010) dividem a evidenciação em duas categorias. A primeira, obrigatória, que ocorre quando é exigida em leis, contratos ou outros normativos, servindo como meio garantidor de maior confiabilidade e padronização das informações divulgadas, assegurando-se que sejam supridas as necessidades informacionais dos usuários (Gonçalves & Ott, 2002). A outra forma de evidenciação é a voluntária ou discricionária, que se trata de informações suplementares, não se caracteriza, essencialmente, pela presença de regulamentos norteadores de suas práticas.

A divulgação de informações voluntárias pelas firmas é estudada pela Teoria do Disclosure Discricionário, que trata a divulgação como um processo endógeno onde são levados em conta os incentivos que fazem com que os gestores ou as empresas divulguem informações (SALOTTI E YAMAMOTO, 2008). Assim, uma companhia que pratica o *disclosure* voluntário depende de incentivos para fornecer informações.

Apesar dos benefícios gerados aos usuários com a divulgação de informações, certas empresas ainda adotam uma postura mais protecionista. Dantas *et al.* (2005) enumeram o dispêndio com a produção de informações de qualidade, a proteção de informações de natureza estratégica, o receio de questionamentos jurídicos e o controle de custos como as principais causas que podem levar as empresas a divulgar apenas o exigido por lei.

Verrecchia (2001) salienta que, nos casos de divulgação voluntária, os gestores escolhem como e o quê deve ser divulgado. O autor parte do princípio que o único fator que pode impedir o *full disclosure* é a relação custo-benefício. Dantas *et al.* (2005) relatam que o custo é o fator determinante para decidir o quanto divulgar. Porém, o que se percebe é a discricionariedade dos gestores, que divulgam informações que maximizam a riqueza da empresa e omitem as informações desfavoráveis.

A discricionariedade resulta na evidenciação apenas de informações convenientes para a empresa. Todavia, a não divulgação de informações, assim como a divulgação, transmite sinais aos usuários da informação. Nos casos de omissão de informações, os agentes do mercado tomam o conteúdo não divulgado como desfavorável.

Salotti e Yamamoto (2005) atentam para o conceito de seleção adversa. De acordo com os autores a lógica desse conceito está na interpretação da informação não divulgada como não favorável por um comprador racional.

A política de divulgação adotada pela empresa é considerada uma importante ferramenta pela qual os gestores influenciam a percepção dos *stakeholders* sobre a empresa, podendo ser usada como estratégia para alcançar aceitação e aprovação das suas atividades pela sociedade (Dantas et al., 2010).

Neste contexto, o conceito de GC é inserido, pois envolve um modelo de gestão voltado para diferenciação da empresa no mercado, valorizando a transparência como princípio norteador das relações estabelecidas nos diversos segmentos de negócios (RODRIGUES, 2003).

A GC figura hoje como um dos temas mais debatidos e discutidos tanto em ambiente corporativo, como acadêmico. O que se nota é a maior preocupação sobre a importância de se adotar melhores práticas de GC. O IBGC atribui esta curiosidade aos benefícios trazidos pela adoção de boas práticas de GC, como: melhoria das relações entre proprietários, conselhos de administração, diretoria e órgãos de controle, alinhando interesses e preservação e otimização do valor das organizações.

No intuito de contribuir para a adoção e divulgação de práticas de GC, o IBGC divulgou em 1999 a primeira versão de seu código de melhores práticas, que atualmente encontra-se em sua quarta versão, divulgada em 2009, e que recomenda a adoção da maioria das práticas recomendadas pela ONU. Entretanto, é importante ressaltar que tanto a adoção quanto a divulgação das práticas do IBGC são facultativas ou voluntárias.

Em 2002, a BM&FBovespa (denominada Bovespa até 2008), editou os regulamentos aplicados às empresas que buscassem pertencer aos segmentos de listagem dos níveis diferenciados de GC (Novo Mercado, Níveis 1 e 2), tornando obrigatória a adoção de determinadas práticas por essas empresas. Em 2011, a BM&FBovespa atualizou esses regulamentos inserindo práticas consideradas mais avançadas como, por exemplo, a obrigatoriedade de edição e adoção de códigos de condutas/ética por essas empresas.

Rudge e Cavalcante (1998) definem uma boa divulgação como uma prática salutar e respeitosa com o investidor que aplicou sua poupança na companhia, e que, portanto, deve ser informado sobre fatos relevantes que podem alterar seu julgamento em relação ao investimento. Segundo Carvalho (2002), a disponibilidade de um fluxo contínuo de informações relevantes funciona como elemento-chave no sistema de governança, agindo na proteção de acionistas minoritários e credores.

No Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem se mostrado atuante em relação à transparência corporativa, elaborando regras que visam aumentar a transparência das companhias, tornando a divulgação de muitas práticas obrigatórias, podendo-se destacar:

- a ICVM n. 480/2009, que substituiu a Instrução CVM n. 202/1993 e introduziu um novo documento, o formulário de referência, um instrumento que veio para colocar o país entre aqueles com padrões internacionais em termos de *divulgação*;
- a ICVM n. 481/09, contendo as normas relativas às informações e a pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto em assembleias de acionistas das empresas de capital aberto;
- a Deliberação 592/09, contendo normas relativas a divulgação de informações referentes a políticas contábeis, mudança de estimativa e retificação de erro;
- a Deliberação 594/09, contendo normas relativas a divulgação de informações referentes a provisões, passivos contingentes e ativos contingentes;
- a Deliberação 642/10, contendo normas relativas a divulgação de informações referentes a partes relacionadas.

Contudo, mesmo as divulgações de caráter obrigatório não estão livres da discricionariedade, como enfatizam os estudos de Mapurunga et al. (2011) e Fonteles et al. (2012). Referidas pesquisas enfatizam que a divulgação baseada no julgamento também pode englobar as informações obrigatórias, quando, pelo baixo *enforcement* do país, a aplicação da lei é fraca, e as empresas usam discricionariedade na divulgação de informações obrigatórias. Logo, mostra-se necessária a investigação de informações sobre governança corporativa tanto de caráter voluntário como obrigatório.

3. METODOLOGIA

Trata-se de um estudo exploratório-descritivo, de natureza qualitativa, utilizando-se de pesquisa bibliográfica e documental. Caracteriza-se como exploratória na medida em que investiga a divulgação das práticas de GC pelas empresas brasileiras sob a ótica das recomendações contidas no Guia da ONU, não havendo no País outros estudos na mesma linha. Descritiva por utilizar técnicas estatísticas para responder a questão de pesquisa. Considera-se qualitativa por estudar o tema numa amostra intencional de empresas do Índice Bovespa (foi escolhido por ser o mais importante indicador do desempenho médio das cotações do mercado acionário brasileiro (BM&FBovespa, n.d.)) pertencentes ao setor de energia, em 11.3.2013, data de início da pesquisa, e também devido a coleta e interpretação dos dados utilizar a técnica de análise de conteúdo, por meio da qual foram identificados conteúdos convergentes com aqueles contidos nas recomendações do Guia da ONU acerca de cada prática de GC.

A pesquisa é tida como documental por buscar dados nessas fontes para consecução do objetivo da pesquisa. Os documentos consultados foram: Relatório Anual, Demonstrações Financeiras, Demonstrações Financeiras Padronizadas, Relatório da Administração, Notas Explicativas, Relatório de Sustentabilidade, Balanço Social, Código de Ética, Estatuto, Ata de Reunião de Conselho, Ata de Reunião de Diretoria, Ata de Assembléia, Edital de Convocação, Formulário 20-F, Formulário de Referência, Relato Integrado, etc, todos disponibilizados pelas empresas em seus portais eletrônicos; assim como em informações enviadas a CVM e Bovespa, disponibilizadas no portal eletrônico dessas instituições.

Para a análise da divulgação dos indicadores de GC recomendados pela ONU, foram construídos instrumentos de coleta de dados (doravante denominados formulários) com o rol dos 53 indicadores de GC (doravante denominados subcategorias de análise) distribuídos entre os cinco grupos a que pertencem (doravante denominados categoria de análise) e foram utilizadas palavras-chave para cada um dos 53 indicadores extraídas do documento da ONU para possibilitar a análise do conteúdo dos documentos divulgados pelas empresas e a identificação da divulgação de informações relativas aos indicadores. Assim, para cada item evidenciado, foi atribuído o valor 1 (um), quando a informação requerida estava presente, e o valor 0 (zero), no caso contrário. Não se entrou no mérito da qualidade da informação divulgada (quantidade, detalhamento etc.), pois a lista de indicadores é extensa (53) e procura ser exaustiva, muitas vezes de um grupo para outro repetindo o indicador buscando diferentes detalhes.

A Tabela 1 apresenta os cinco grupos de indicadores (neste estudo representando as categorias de análise) e os 53 indicadores (representando as subcategorias de análise) cuja divulgação é recomendada pela ONU.

Tabela 1 - Categorias e subcategorias de análise: grupos e indicadores de GC, segundo o Guia da ONU

Grupo/Categoria	Indicador/Subcategoria
Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle	1- Estrutura de propriedade
	2- Processos para realizar a assembléia geral anual
	3- Mudanças acionárias
	4- Estrutura de controle
	5- Controle e participação acionária correspondente
	6- Disponibilidade e acessibilidade da agenda de reuniões
	7- Direitos de controle
	8- Regras e procedimentos regulando a aquisição de controle corporativo nos mercados de capitais
	9- Medidas anti-takeover

Transparência financeira e divulgação de informações	10- Resultados financeiros e operacionais 11- Estimativas contábeis críticas 12- Natureza, tipo e elementos das partes relacionadas 13- Objetivos da companhia 14- Impacto de decisões contábeis alternativas 15- Divulgação de práticas das transações com partes relacionadas onde há controle 16- O processo de tomada de decisão para aprovação de transações com partes relacionadas 17- Regras e procedimentos regulando transações extraordinárias 18- Responsabilidades do conselho quanto à comunicação financeira
Auditoria	19- Processo de interação com auditores internos 20- Processo de interação com auditores externos 21- Processo de reunião com auditores externos 22- Processo de reunião com auditores internos alcance de trabalho e responsabilidade 23- Declaração de confiança do conselho na independência e integridade de auditores externos 24- Sistema de controle interno 25- Duração dos contratos dos atuais auditores 26- Rotação das empresas de auditoria 27- Envolvimento de auditores em trabalho fora da auditoria e remuneração dos auditores
Responsabilidade corporativa e conformidade legal	28- Política e desempenho em relação a responsabilidade ambiental e social 29- Impacto da política de responsabilidade ambiental e social na sustentabilidade da firma 30- Um código de ética para o conselho e renúncia ao código de ética 31- Um código de ética para todos empregados da companhia 32- Política sobre proteção de denunciantes para todos os empregados 33- Mecanismos protegendo os direitos de outros <i>stakeholders</i> nos negócios 34- O papel dos empregados na governança corporativa
Estrutura e processo do conselho e da diretoria	35- Estrutura de governança, como comitês e outros mecanismos, para prevenir conflitos de interesses 36- Mecanismos de verificação e equilíbrio 37- Composição do conselho de administração (conselheiros executivos e não-executivos) 38- Composição e função da estrutura de comitês de governança 39- Papel e função do conselho de administração 40- Objetivos, sistemas e atividades da administração de risco 41- Qualificação e informação biográfica dos conselheiros 42- Tipos e deveres dos conselheiros independentes e sua posição ocupada no conselho 43- Interesses materiais dos membros do conselho e das diretorias 44- Existência de um plano de sucessão 45- Duração dos contratos dos diretores 46- Política de compensação para executivos <i>seniores</i> deixando a firma por consequência de fusão ou aquisição 47- Determinação e composição da remuneração dos diretores 48- Independência do conselho de administração 49- Número de conselheiros independentes e posições por eles ocupadas no conselho 50- Existência de procedimentos voltados para conflitos de interesse entre membros do conselho 51- Desenvolvimento profissional e atividades de treinamento 52- Disponibilidade e uso de unidade consultiva durante o período de balanço 53- Processo de avaliação de desempenho

Fonte: Traduzido e adaptado de Unctad (2006).

Estudos indicam que quanto menor a propriedade do Estado na empresa, mais produtiva esta será (NOSSA et al., 2011; PINHEIRO, 1996), consolidando a ideia de que tanto a reestruturação quanto as mudanças na GC são determinantes do desempenho pós-privatização. Dado o pressuposto geral que orienta o presente artigo e diante das evidências empíricas de estudos anteriores, definiu-se o seguinte pressuposto a ser testado:

- O nível de divulgação das companhias de energia elétrica de controle privado é superior ao das empresas estatais desse setor.

Os procedimentos metodológicos obedeceram às seguintes etapas: (i) leitura integral do Guia sobre Divulgação de Boas Práticas de GC; (ii) identificação dos indicadores de GC, cuja adoção e divulgação é recomendada; (iii) elaboração do instrumento de coleta de dados; (iv) coleta e preenchimento dos formulários com os dados de cada empresa, (v) conferência dos dados inicialmente tabulados, por outro pesquisador; (vi) tabulação e armazenamento dos dados em planilha Excel; (vii) aplicação de estatística descritiva e teste paramétrico, com auxílio do *software* Statistical Package for the Social Sciences (SPSS).

4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS

4.1 Caracterização das empresas pesquisadas

As características das empresas componentes da amostra em termos de maturidade – considerando a data da criação, atividade, controle acionário – se público, privado nacional ou estrangeiro - tempo de privatização – no caso das privatizadas, considerando a data de ocorrência, tamanho – em termos de ativo total - e segmento de listagem são apresentadas na Tabela 2. Essas características são relevantes para a análise das práticas de GC por elas adotadas e divulgadas dentre as recomendadas pela ONU.

Tabela 2 - Caracterização das empresas estudadas

Empresas	Criação	Atividade no Setor EE	Controle	Privatização	Tamanho	Segmento de Listagem
CEMIG	22/05/1952	Concessionária de serviço público	Público Estadual	-	40.772.961	N1
CESP	05/12/1966	Geração e comercialização	Público Estadual	-	16.889.872	N1
COPEL	26/10/1954	Geração, Transmissão, Comercialização e Distribuição	Público Estadual	-	21.211.554	N1
CPFL ENERGIA	20/03/1998	Gestão de Participações Societárias (Holdings)	Privado Nacional	1997	31.075.687	NM
ELETRORBRAS	11/06/1962	Holding de Geração, Transmissão e Distribuição	Público Federal	-	172.195.578	N1
ELETROPAULO	08/09/1971	Distribuição	Privado Estrangeiro	1998	10.499.218	N2
ENERGIAS BR	24/07/2000	Geração, Distribuição e Comercialização	Privado Estrangeiro	-	14.429.843	NM
LIGHT	17/07/1899	Participação em sociedades p/ exploração de serviços	Privado Estrangeiro	1996	11.726.571	NM

TRAN PAUSLIT	01/04/1999	Transmissão	Privado Estrangeiro	2006	9.836.575	N1
--------------	------------	-------------	------------------------	------	-----------	----

Fonte: Formulários de Referência e Demonstrações Financeiras Padronizadas, posição 11.3.2013.

É possível identificar dois grupos de empresas pela maturidade delas, um com cinco mais antigas com média de, aproximadamente, 52 anos de existência e outro com quatro mais novas, com média de 14 anos. No que diz respeito ao tamanho, todas são classificadas como grandes empresas, pois segundo a Lei das S/A, para ser definida com de grande porte, a empresa deve ter ativo total de R\$ 240 milhões ou receita bruta anual de R\$ 300 milhões (Lei nº 11.638, 2007). Contudo, nota-se que a Eletrobrás destaca-se frente às demais.

Outra constatação é que todas as empresas pesquisadas participam dos níveis diferenciados de GC da BM&FBovespa e que a maioria pertence ao Nível 1, submetem-se, portanto, a regras menos rigorosas de GC. Percebe-se ainda a preponderância do capital oriundo da iniciativa privada nestas instituições e que em 4 delas predomina o capital estrangeiro, podendo estas características, associadas ou não a outras, serem responsáveis pelas constatações descritas na próxima subseção.

4.2 Análise da divulgação dos indicadores de GC recomendados pela ONU

Após a apresentação das principais características das empresas estudadas, procedeu-se à análise da evidenciação dos Indicadores de GC e a comparação entre companhias. A Tabela 3 traz uma primeira explanação sobre o quantitativo de informações divulgadas por empresa.

Tabela 3 - Quantidade Divulgada dos Indicadores de Governança Corporativa por Empresa

EMPRESAS	ITENS DIVULGADOS	MÉDIA DE ITENS DIVULGADOS
CEMIG (N1)	41	77,36%
CESP (N1)	44	83,02%
COPEL (N1)	43	81,13%
CPFL ENERGIA (NM)	41	77,36%
ELETROBRAS (N1)	34	64,15%
ELETROPAULO (N2)	33	62,26%
ENERGIAS BR (NM)	36	67,92%
LIGHT (NM)	41	77,36%
TRAN PAUSLIT (N1)	36	67,92%

Fonte: dados da pesquisa.

Apesar das empresas listadas no Novo Mercado (NM) serem submetidas a uma exigência de adoção de práticas de GC mais rigorosas, observa-se que as empresas com maior número de indicadores de GC divulgados não pertencem a este grupo, mas ao grupo do Nível 1 de GC, CESP e COPEL, com 44 e 43 indicadores divulgados, respectivamente. Tal resultado corrobora com os achados de Arruda (2011), que afirma, para as empresas do setor de energia elétrica, que o nível de disclosure de itens relacionados à GC independe do segmento de listagem dos níveis diferenciados de GC que as empresas estão classificadas.

Nota-se que a empresa que mais divulgou foi a Cesp, evidenciando aproximadamente 83% dos indicadores. Já a empresa que menos evidenciou foi a Eletropaulo com 62% dos indicadores evidenciados, aproximadamente.

Na Tabela 4, é possível observar quantos indicadores foram divulgados de cada grupo de indicadores de GC, a média de indicadores divulgados por grupo por empresa.

Tabela 4 - Quantidade Divulgada dos Indicadores de Governança Corporativa por Grupo

Grupos de Indicadores de GC (Categorias de Análise)	Qtde. Divulgada	Média de divulgação por empresa	Média de divulgação por categoria
Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle	68	7,56	7,5
Transparência financeira e divulgação de informações	69	7,67	7,67
Auditoria	53	5,89	5,89
Responsabilidade corporativa e conformidade legal	52	5,78	7,42
Estrutura e processo do conselho e da diretoria	107	11,89	5,63

Fonte: dados da pesquisa.

Ao se investigar a média de divulgação de cada grupo de indicadores por categoria foi possível observar que “Transparência Financeira e Evidenciação de Informações” apresentou a maior média, posicionando-se na frente dos demais grupos. Atribui-se tal resultado aos requerimentos presentes em normas recentes da CVM de divulgação de alguns dos indicadores deste grupo nas demonstrações financeiras e no formulário de referência e veiculação desses relatórios no portal da CVM e da empresa, como as deliberações CVM 592/09, 594/09 e 562/10 e instrução CVM 480/09.

Outra constatação refere-se à alta média de divulgação dos indicadores referentes a Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle que também pode ser atribuída aos requerimentos presentes em normas recentes da CVM de divulgação de alguns dos indicadores deste grupo no formulário de referência e veiculação desses relatórios no portal da CVM e da empresa, como as instruções CVM 480/09 e 481/09.

A alta média de divulgação dos indicadores referentes ao grupo intitulado Responsabilidade corporativa e conformidade legal pode ser associada a preocupações recorrentes dos *stakeholders* com o Meio Ambiente, a Governança Corporativa e a Transparência e a necessidade das empresas em atender as deles na busca por maior legitimidade. Esse resultado reforça a afirmação de Dantas et al. (2010) acerca desse tipo de divulgação poder ser usada para alcançar aceitação e aprovação pela sociedade. Por outro lado, embora a maioria de seus indicadores seja contemplada no código do IBGC, os regulamentos dos níveis diferenciados da Bovespa exigem a existência de um código de conduta ou ética nas empresas desses segmentos de listagem como é o caso das empresas estudadas, mas essa exigência refere-se apenas a dois dos indicadores desse grupo. Em suma, a divulgação mandatória tem um peso muito forte no que é ou deixa de ser divulgado pelas empresas, como apenas dois dos indicadores desse grupo são exigidos por mecanismo com força coercitiva, isso explica a média de divulgação não ser a maior.

Atribui-se a baixa média de divulgação das práticas referentes ao grupo de indicadores relativos a Auditoria, ao fato de práticas de divulgação atinentes a auditoria interna não serem exigidas pelas normas da CVM, ao contrário dos indicadores referentes a auditoria externa, cuja divulgação no Formulário de Referência passou a ser uma exigência; mas como o grupo mescla tanto práticas de auditoria interna quanto externa a média de divulgação foi baixa. Isso só ressalta a necessidade de maior divulgação de indicadores que embora não obrigatórios atribuiriam maior crédito às empresas.

Por fim, a baixa média de divulgação dos indicadores do grupo “Estrutura e processo do conselho e da diretoria”, corrobora os resultados da pesquisa de Oliveira e Beys (2010) que apontam para o descrédito na composição e funcionamento dos conselhos de administração que poderia ser minimizado pela transparência de informações a esse respeito. Outro aspecto a ser ressaltado é embora a adoção da maioria das práticas indicadoras de boa

governança desse grupo seja recomendada pelo IBGC, essa instituição não tem força nem poder para obrigar a adoção das práticas por ela recomendada e as normas da CVM, por exemplo, não contemplam muitos dos indicadores recomendados pela ONU pertencentes a esse grupo. Os resultados obtidos acerca da divulgação dos indicadores desse grupo também reforçam os achados de Güttler (2011).

A Tabela 5 permite observar a divulgação dos indicadores de GC recomendados pela ONU em termos absolutos e relativos. Observou-se que dos 53 indicadores de GC recomendados, 16 são divulgados por todas as empresas da amostra. Nota-se ainda que apenas um indicador não foi divulgado por nenhuma empresa da amostra. Esse indicador, que refere-se a compensação de executivos *seniors* que deixam a firma em função de aquisição ou fusão, não é contemplado em recomendação do IBGC ou requerido por nenhuma norma da BM&FBovespa ou CVM ou lei.

Tabela 5 - Quantidade Divulgada de Indicadores de Governança Corporativa por Empresa

GRUPOS/ CATEGORIAS	INDICADORES/ SUBCATEGORIAS	CONTROLE				TOTAL Vr. Abs
		PÚBLICO		PRIVADO		
		Vr. Abs	Vr. Rel.	Vr. Abs	Vr. Rel.	
Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle	1	4	100%	5	100%	9
	2	4	100%	5	100%	9
	3	2	50%	4	80%	6
	4	4	100%	5	100%	9
	5	4	100%	1	20%	5
	6	4	100%	5	100%	9
	7	4	100%	5	100%	9
	8	3	75%	4	80%	7
	9	2	50%	3	60%	5
Transparência financeira e evidenciação de informações	10	4	100%	5	100%	9
	11	4	100%	4	80%	8
	12	4	100%	4	80%	8
	13	4	100%	5	100%	9
	14	3	75%	3	60%	6
	15	4	100%	4	80%	8
	16	3	75%	5	100%	8
	17	3	75%	3	60%	6
	18	3	75%	4	80%	7
Auditoria	19	4	100%	5	100%	9
	20	4	100%	4	80%	8
	21	3	75%	3	60%	6
	22	1	25%	2	40%	3
	23	2	50%	1	20%	3
	24	3	75%	4	80%	7
	25	2	50%	3	60%	5
	26	2	50%	3	60%	5
	27	3	75%	4	80%	7
Responsabilidade corporativa e conformidade legal	28	4	100%	5	100%	9
	29	4	100%	5	100%	9
	30	3	75%	4	80%	7
	31	4	100%	5	100%	9
	32	3	75%	4	80%	7
	33	2	50%	4	80%	6
	34	2	50%	3	60%	5

	35	4	100%	5	100%	9
	36	4	100%	3	60%	7
	37	4	100%	5	100%	9
	38	4	100%	5	100%	9
	39	4	100%	5	100%	9
	40	4	100%	3	60%	7
	41	4	100%	4	80%	8
	42	2	50%	1	20%	3
	43	1	25%	-	0%	1
Estrutura e processo do conselho e da diretoria	44	1	25%	1	20%	2
	45	3	75%	4	80%	7
	46	0	0%	-	0%	0
	47	4	100%	5	100%	9
	48	4	100%	4	80%	8
	49	2	50%	2	40%	4
	50	4	100%	3	60%	7
	51	0	0%	1	20%	1
	52	1	25%	-	0%	1
	53	3	75%	3	60%	6

Fonte: dados da pesquisa.

O grupo “Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle” apresentou o maior número de indicadores divulgados por todas as empresas: Estrutura de propriedade, Processo para a realização de assembleias gerais, Estrutura de controle, Disponibilidade e acessibilidade da agenda da reunião e Direitos de controle. Vale ressaltar que a divulgação dessas informações tornou-se obrigatória com as Instruções n. 480 e 481/2009 da CVM.

O grupo “Transparência Financeira e Divulgação de Informações”, apesar de ter apenas dois indicadores divulgados por todas as empresas, é o que possui uma distribuição mais uniforme, pois todos os indicadores foram divulgados por pelo menos 6 empresas, o que levou este grupo a ter a maior média de divulgação por categoria (Tabela 4). As empresas estudadas são todas sociedades por ações de capital aberto, por isso a divulgação de alguns dos indicadores já era exigida pela Lei das S/A e normas recentes da CVM tornaram a divulgação dos demais obrigatória também.

O grupo de indicadores de GC intitulado “Auditoria” apresentou um baixo nível de divulgação e a segunda menor média entre os demais grupos. O resultado pode ser explicado pela baixa divulgação de indicadores como “Declaração de confiança do conselho na independência e integridade dos auditores externos” e “Processo de nomeação de auditores internos/escopo de trabalho e responsabilidades”. A baixa divulgação desses indicadores também foi constatada nos estudos da UNCTAD (2008).

O grupo “Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal” apresentou uma das melhores médias de divulgação, influenciada pela divulgação dos itens “Um código de ética para todos os colaboradores da empresa”, “Impacto das políticas de responsabilidade ambiental e social na sustentabilidade da empresa” e “Política e desempenho em conexão com responsabilidade ambiental e social” por todas as empresas pesquisadas. Semelhante resultado foi obtido no estudo da UNCTAD (2009), envolvendo empresas de 12 mercados emergentes, que também apresentaram alto nível de divulgação dos indicadores desse grupo. É provável que este resultado tenha sido alcançado devido à obrigatoriedade de divulgação de relatório socioambiental por parte das empresas do setor de energia elétrica, segundo a Resolução ANEEL nº 444, de 26 de outubro de 2001.

Por fim, o grupo “Estrutura e processo do conselho e da diretoria”, apesar da divulgação de 5 indicadores por todas as empresas, teve baixa média influenciada pelos 14

indicadores com baixa evidência. O grupo também foi o único que teve um indicador não divulgado por nenhuma das empresas estudadas, “Política de compensação para executivos *seniores* deixando a firma por consequência de fusão ou aquisição”. Pode-se afirmar que a maioria dos indicadores desse grupo, apesar de estarem associados ao cerne da GC, não são contemplados em documentos legais, portanto, recai-se nos argumentos da Teoria da Divulgação Voluntária que apontam para a discricionariedade da escolha do que e quanto divulgar. Destaca-se que os resultados obtidos podem ser decorrentes das características econômico-financeiras do setor. Não sendo possível generalizar tais resultados a qualquer outro setor e/ou situação econômica.

A média de divulgação das empresas públicas foi de 40 indicadores divulgados, enquanto a média das empresas privadas foi de 37 indicadores. Para verificar se essa diferença é estatisticamente significativa foi realizada uma análise de diferença de médias entre empresas de controle público e privado. Devido à normalidade dos dados, o teste empregado foi o Teste T, cujo resultado apontou que não há diferença significativa estatisticamente entre as médias das empresas de controle público e privado.

5. CONCLUSÃO

Desde o início da década de 1990, o Mercado de Capitais brasileiro vem passando por profundas transformações com o fortalecimento da GC, estimulado pela divulgação de códigos de boas práticas e normas nesse sentido.

O setor de energia elétrica se insere nesse contexto de reorganizações societárias e privatizações e observou-se que nem todas as boas práticas de GC recomendadas pela ONU são divulgadas pelas empresas estudadas. As práticas cuja divulgação é priorizada são requeridas por normas, reforçando os argumentos da Teoria da Divulgação Voluntária, que afirmam que as empresas voluntariamente tendem a divulgar principalmente as informações que lhes são favoráveis; como todas as empresas estudadas são consideradas de grande porte, o tamanho da empresa não foi considerado como decisivo para o nível de divulgação observado; também não foram observadas diferenças estatisticamente significativas na divulgação de informações de empresas de energia de controle privado e estatal.

Especificamente sobre as práticas divulgadas, a única não divulgada por nenhuma empresa foi a relativa a “Política de compensação para executivos *seniores* deixando a firma por consequência de fusão ou aquisição”.

Os grupos com maiores médias de divulgação dos indicadores em ordem decrescente foram os seguintes: Transparência Financeira e Divulgação de Informações; Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle; Responsabilidade corporativa e conformidade legal. Os grupos com menores médias de divulgação dos indicadores em ordem decrescente foram os seguintes: Auditoria e Estrutura e processo do conselho e da diretoria.

Os resultados contribuem para a evolução do conhecimento acerca de divulgação de práticas de GC e inovam ao comparar os resultados de empresas de controle privado versus público, mostrando que, no Brasil, apesar das empresas públicas apresentarem maior média de divulgação frente às de controle privado, tal diferença não é estatisticamente significativa.

O trabalho contribui também ao mostrar que, embora pertencentes ao Índice Bovespa e tenha se investigado a aderência a um conjunto mínimo de indicadores de boas práticas recomendado pela ONU, as empresas estudadas ainda têm muito que evoluir no sentido da almejada transparência das informações enquanto princípio da GC.

REFERÊNCIAS

ALVES, D. L.; RIBEIRO, K. C. S.; MANTESE, F. A. O. Governança Corporativa e o Desempenho das Ações de Empresas do Setor Elétrico. *In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO*, 10., 2007, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA USP, 2007.

ARRUDA, L. P. **O disclosure da governança corporativa nas empresas do setor de energia elétrica no Brasil.** Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Federal de Goiás, Goiás, 2011.

BNDES- Banco de Desenvolvimento Economico Social, Resumo das privatizações no Brasil. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/BNDES_Transparente/Privatizacao/resumo.html Acesso em 11 abril 2013.

BM&FBOVESPA- Índice Bovespa - Ibovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&Idioma=pt-BR> Acesso em 2013.

BRASIL. Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990. **Diário Oficial da União**, Poder Executivo, Brasília, DF, 13 abril 1990.

BRASIL. Lei nº 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. **Diário Oficial da União**, Brasília, 29 de dez 2007.

BRIS, A.; BRISLEY, N.; CABOLIS, C. Adopting better corporate governance: Evidence from cross-border mergers. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, p. 224-240, jun, 2008.

CALIXTO, L. Evidenciação ambiental nos relatórios oficiais: uma análise comparativa Brasil versus Estados Unidos. *In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO*, 11., 2008, São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA USP, 2008.

CARVALHO, A. G. Governança corporativa no Brasil em perspectiva. **Revista de Administração**, v. 37, p. 19-32, 2002.

CAVES, R. E. Lessons from privatization in Britain: State enterprise behavior, public choice, and corporate governance. **Journal of Economic Behavior and Organization**, v. 13, p. 145-169, 1990.

DANTAS, J. A.; ZENDERSKY, H. C.; SANTOS, S. C.; NIYAMA, J. K. A dualidade entre os benefícios do disclosure e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **Revista Economia e Gestão**, v. 5, p. 56-76, 2005.

DANTAS, J. A.; RODRIGUES, F. F.; RODRIGUES, J. M.; CAPELLETTO, L. R. (2010). Determinantes do grau de evidenciação de risco de crédito pelos bancos brasileiros. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 21, 2010.

D'SOUZA, J.; MEGGINSON, W.; NASH, R. C. The Effects of Changes in Corporate Governance and Restructurings on Operating Performance: Evidence from Privatizations. **Global Finance Journal**, p. 157-184, 2007.

FONTELES, I. V.; NASCIMENTO, C. P. S.; PONTE, V. M. R.; REBOUCAS, S. M. D. P. Determinantes da evidenciação de provisões e contingências por companhias listadas na BM&FBovespa. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 12., São Paulo. **Anais...** São Paulo: FEA USP, 2012 CD-ROM.

GONÇALVES, O.; OTT, E. A evidenciação nas companhias brasileiras de capital aberto. *In*: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 26., 2002, Salvador. **Anais...** Brasil, 2002 CD-ROM.

GRAY, C.W. (1996). In search of Owners: Lessons of Experience with Privatization and Corporate Governance in Transition Economies. **Policy Research Working Paper**, v. 1595, abril, 1996.

GÜTTLER, C. Governança Corporativa: Avaliação Qualitativa das Práticas em uma Empresa de Energia Elétrica. *In*: CONGRESSO NACIONAL DE EXCELÊNCIA EM GESTÃO, 7., 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Brasil, 2011 CD-ROM.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; COELHO, A. C. D.; MENESES, A. F. Determinantes do nível de disclosure de instrumentos financeiros derivativos em firmas brasileiras. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 22, p. 263-278, 2011.

MURCIA, F. D.; SOUZA, F. C.; DILL, R. P.; COSTA, N. A. Impacto do nível de disclosure corporativo na volatilidade das ações de companhias abertas no Brasil. *In*: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 10., 2010, São Paulo. **Anais...** Brasil, 2010 CD-ROM.

NOSSA, S. N.; GONZAGA, R. P.; NOSSA, V.; RIBEIRO, J. F.; TEIXEIRA, A. J. C. Privatizar ou não? Eis a questão: um estudo empírico sobre a rentabilidade das empresas de economia mista e empresas privadas listadas na Bovespa no período de 1995 a 2007. **Revista de Administração Pública**, v. 45, p. 1031-1054, 2011.

OLIVEIRA, L. R.; BEYS, F. N. Análise das Práticas de Governança Corporativa em Empresas do Setor de Energia Elétrico Brasileiro. *In*: ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 34, 2010, Rio de Janeiro. **Anais...** Brasil, 2010 CD-ROM.

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development, Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina. Disponível em: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/24277169.pdf> Acesso em 6 abril 2013.

BM&FBovespa - Índice Bovespa, Ibovespa. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoIndice.aspx?Indice=IBOVESPA&Idioma=pt-BR> Acesso em abril 2013.

PINHEIRO, A. C. Impactos microeconômicos da privatização no Brasil. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, v. 6, p. 357-398, 1996.

RODRIGUES, A. T. L. Governança corporativa: quando a transparência passa a ser uma exigência global. *In*: CONVENÇÃO DE CONTABILIDADE DO RIO GRANDE DO SUL, 9., 2003, Gramado. **Anais...** Brasil, RS, 2003 CD-ROM.

RODRIGUES, M. M. S.; MUNIZ, R. M. Estudo Comparativo das Empresas do Setor Energético que aderiram a Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. *In*: ANAIS DO ENCONTRO NACIONAL DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 35, 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Brasil, 2011 CD-ROM.

RONEN, J.; YAARI, V. Incentives for voluntary disclosure. **Journal of Financial Markets**. v. 5, p. 349-390, 2002.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de capitais**. 4. ed. Belo Horizonte: CNBV, 1998. 334p.

SALOTTI, B.; YAMAMOTO, M. Ensaio sobre a teoria da divulgação. **Brazilian Business Review**, v. 2, p. 53-70, 2005.

SALOTTI, B.; YAMAMOTO, M. Divulgação voluntária da demonstração dos fluxos de caixa no mercado de capitais brasileiro. **Rev. contab. finanç.**, v. 19, p. 37-49, 2008.

UNCTAD. **Guidance on good practices in corporate governance disclosure**. United Nations: New York and Geneva, 2006.

UNCTAD. **Review of the Implementation Status of Corporate Governance Disclosures: An Inventory of Disclosure Requirements in 25 Emerging Markets**. TD/B/C.II/ISAR/CRP.6, out, 2007.

UNCTAD. **Review of the implementation status of corporate governance disclosures: an examination of reporting practices among large enterprises in 10 emerging markets**. Reported by the Unctad secretariat. TD/B/C.II/ISAR/CRP.1. United Nations: Geneva, out, 2008.

UNCTAD. **Review of the implementation status of corporate governance disclosures: an examination of reporting practices among large enterprises in 12 emerging markets**. TD/B/C.II/ISAR/CRP.6. United Nations: Geneva, out, 2009.

UNCTAD. **Corporate governance disclosures in emerging markets**. United Nations: Geneva, 2011.

VERRECCHIA, R.; Essays on disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 97-180, 2001.