



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E
CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS

ANA CARLA ALVES DE ALMEIDA

FATORES DETERMINANTES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:
UM ESTUDO NAS EMPRESAS
DO SETOR ELÉTRICO LISTADAS NA BM&FBOVESPA

FORTALEZA

2015

ANA CARLA ALVES DE ALMEIDA

**FATORES DETERMINANTES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:
UM ESTUDO NAS EMPRESAS
DO SETOR ELÉTRICO LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Monografia apresentada ao Departamento de Administração, da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharela em Administração de Empresas.

Orientadora: Prof^{fa} D^{ra} Vera Maria Rodrigues Ponte.

FORTALEZA

2015

ANA CARLA ALVES DE ALMEIDA

**FATORES DETERMINANTES DE GOVERNANÇA CORPORATIVA:
UM ESTUDO NAS EMPRESAS
DO SETOR ELÉTRICO LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Monografia apresentada ao Departamento de Administração, da Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharela em Administração de Empresas.

Orientadora: Prof^{ra} D^{ra} Vera Maria Rodrigues Ponte.

Aprovada em ___/___/_____.

BANCA EXAMINADORA

Prof^{ra} D^{ra} Vera Maria Rodrigues Ponte (Orientadora)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof^{ra} D^{ra} Mônica Cavalcanti Sá de Abreu
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof^{ra} D^{ra} Márcia Martins Mendes De Luca
Universidade Federal do Ceará (UFC)

AGRADECIMENTOS

Ao Pai Celestial que me deu a vida, família, amigos e a capacidade de pensar e aprender.

A meu esposo, Dante Baiardo Cavalcante Viana Júnior, por tudo que me ensinou. Por sua enorme paciência, o companheirismo, a amizade, o incentivo e o amor genuíno.

Aos meus pais, que me educaram, que sacrificaram seu tempo e talentos para cultivarem em mim o desejo de obter conhecimento.

As minhas irmãs por todos esses anos de amor e lealdade.

Agradeço a Professora Vera Maria Rodrigues Ponte, minha orientadora, por sua disponibilidade em compartilhar seus conhecimentos, pelo suporte na elaboração deste trabalho.

Aos meus amigos da graduação Joelma Cavalcante, Allan Dayan, Emanuele Oliveira, Alderi Júnior, Isabelle Oliveira, Elisa Moraes, por darem a oportunidade de viver tantas coisas maravilhosas com vocês ao longo desses anos, por ensinar-me muito sobre companheirismo, amizade e respeito.

Aos meus amigos do trabalho, que me apoiaram muito e sempre solidarizaram nos momentos que mais precisei.

E aos demais que de alguma forma direta ou indireta contribuíram na realização desta monografia.

“E agora, meus filhos, lembrai-vos, lembrai-vos de que é sobre a rocha de nosso Redentor, que é Cristo, o Filho de Deus, que deveis construir os vossos alicerces; para que, quando o diabo lançar a fúria de seus ventos, sim, seus dardos no torvelinho, sim, quando todo o seu granizo e violenta tempestade vos açoitarem, isso não tenha poder para vos arrastar ao abismo da miséria e angústia sem fim, por causa da rocha sobre a qual estais edificados, que é um alicerce seguro; e se os homens edificarem sobre esse alicerce, não cairão.”

(Helamã 5:12)

RESUMO

Nos últimos anos, o tema governança corporativa tem ganhado crescente importância no cenário mundial. O atual ambiente corporativo estimula a intensa competição entre as organizações. Dessa forma, a conquista do sucesso nos empreendimentos requer a preocupação com estratégias, vislumbrando-se uma atuação permanente. Nesse sentido, fundamenta-se a governança corporativa, que passou a ser entendida como de fundamental importância. A governança corporativa propõe diversas mudanças nas relações entre proprietários, conselho de administração, diretoria, órgãos de controle e *stakeholders* (parceiros). O presente estudo foi desenvolvido na perspectiva de atender ao objetivo geral de identificar os principais fatores explicativos da qualidade da governança corporativa nas empresas do setor elétrico brasileiro. Foram inicialmente selecionadas, dentre as companhias listadas na Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (BM&FBovespa) em 31 de março de 2015, as 67 empresas do segmento de energia elétrica, vinculado ao setor de utilidade pública. Desse grupo, foram excluídas 13 empresas que deixaram de divulgar algumas das informações relativas às variáveis investigadas no estudo e 7 que se comportaram como *outliers*, ficando a amostra definida em 47 companhias. A análise deu-se com o uso de um modelo de regressão múltipla, adotando-se como variável dependente o Índice de Governança Corporativa (IGOV), calculado através de uma métrica de 21 perguntas binárias, que reflete as práticas de governança das empresas participantes da amostra. Como variáveis independentes, segundo o que aponta a literatura, utilizaram-se tamanho, desempenho, *payout*, idade, emissão de *American Depositary Receipts* (ADR) e tangibilidade como possíveis fatores explicativos para a qualidade de governança das empresas. No que diz respeito aos resultados, para o IGOV calculado, verificou-se que as empresas da amostra atenderam, em média, a 59,6% da métrica, sugerindo uma qualidade média de governança das firmas do setor. Sobre a análise de regressão, pôde-se constatar que apenas as variáveis tamanho, emissão de ADR e tangibilidade podem explicar estatisticamente a qualidade de governança corporativa das empresas do setor.

Palavras-chave: Governança corporativa. Fatores determinantes. Setor elétrico brasileiro.

ABSTRACT

In recent years, the corporate governance issue has gained increasing importance on the world stage. The current business environment stimulates intense competition between organizations. Thus, the achievement of success in the projects requires a preoccupation with strategies, envisioning up a permanent operation. In this sense, it comes to corporate governance, which is now seen as crucial. The corporate governance proposes several changes in the relationships between owners, board of directors, management and stakeholders. The present study was developed with a view to meet the overall objective of identifying the main factors of quality of corporate governance in companies in the Brazilian electric sector. Initially it was selected among companies listed on the Stock Exchange, Commodities and Futures Exchange (BM&FBovespa) on March 31, 2015, the 67 companies in the electricity segment, linked to the public utility sector. Of this group, 13 companies were excluded that failed to disclose some of the information related to the variables investigated in the study and 7 who behaves as outliers, so the sample set in 47 companies. The analysis was developed using a multiple regression model, adopting as the dependent variable the Corporate Governance Index (IGOV), calculated using a metric of 21 binary questions, reflecting the governance practices of the companies in the sample. As independent variables was used, according with the literature, size, performance, payout, age, issue of ADR and tangibility as possible explanatory factors for the quality of corporate governance. With respect to the results for the calculated IGOV, it was found that the sample companies attended, on average, 59.6% of the metric, suggesting a reasonable quality of governance of the sector's firms. On the regression analysis, it could be seen that only the size variables, issue of ADR and tangibility can explain, with a comfortable degree of statistical significance, the quality of corporate governance of companies in the sector.

Keywords: Corporate Governance. Determining factors. Brazilian electric sector.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Definições de governança corporativa	16
Quadro 2 – Exigências dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa.....	19
Quadro 3 – Marcos da governança corporativa no Brasil	21
Quadro 4 – Frequência das práticas de governança corporativa	29
Quadro 5 – Variáveis independentes, <i>proxies</i> , impactos esperados na variável dependente e referências	30
Quadro 6 – Frequência das práticas de governança corporativa	33

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Composição da amostra.....	28
Tabela 2 – Estatística descritiva da variável dependente (IGOV).....	34
Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis independentes.....	35
Tabela 4 – Coeficientes de correlação das variáveis do modelo	35
Tabela 5 – IGOV – Regressão Linear Múltipla corrigida com Correção Robusta de White (Método <i>Enter</i>).....	36
Tabela 6 – IGOV – Regressão Linear Múltipla (Método <i>Stepwise</i>).....	38

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR	<i>American Depositary Receipts</i>
BM&FBovespa	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas
EUA	Estados Unidos da América.
IBCA	Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
IGOV	Índice de Governança Corporativa
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
ON	Ações Ordinárias
PN	Ações Preferenciais

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 REFERENCIAL TEÓRICO	15
2.1 Governança corporativa: conceitos e caracterização.....	15
2.2 Governança corporativa no Brasil.....	18
2.3 Estudos sobre governança corporativa em empresas do setor elétrico brasileiro.....	21
3 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES	25
4 ASPECTOS METODOLÓGICOS	28
5 ANÁLISE DOS RESULTADOS	33
6 CONCLUSÃO.....	40
REFERÊNCIAS	42

1 INTRODUÇÃO

A governança corporativa pode ser conceituada como o conjunto de mecanismos internos e externos adotados com o objetivo de maximizar a probabilidade de os fornecedores de capital garantirem para si o retorno de seus investimentos (SILVEIRA; BARROS, 2008). No Brasil, como apontado por Klotzle e Costa (2006), a introdução do conceito de governança corporativa nas empresas é um processo ainda recente.

Nos EUA, o estudo do conflito de interesses e da assimetria informacional entre os investidores de capital (acionistas) e os gestores das companhias (administradores), tema pioneiramente tratado por Berle e Means (1932), deu margem a uma discussão sobre formas/mecanismos de assegurar retorno para os investidores dos acionistas, contingenciando-se os meios para uma possível depreciação do valor de mercado das companhias. Já no caso brasileiro, a governança corporativa surge da necessidade de se equilibrar os interesses entre acionistas majoritários e minoritários, já que estes últimos têm alcance menos significativo, no que diz respeito às decisões tomadas acerca do destino da empresa (KLOTZLE; COSTA, 2006).

Assim, recentemente, diversos estudiosos dedicaram-se à análise da governança corporativa, tanto em âmbito nacional (ARAGÃO; OLIVEIRA; PONTE, 2010; ARAÚJO; MENDES; LUSTOSA, 2011; ASSUNÇÃO *et al.*, 2014; GABRIEL; MAPURUNGA, 2013; OLIVEIRA *et al.*, 2013; SILVEIRA, 2011), como no contexto internacional (BLACK; JANG; KIM, 2003; GOMPERS; ISHII; METRICK, 2003; HARFORD; LARCKER; RICHARDSON; TUNA, 2007; MANSI; MAXWELL, 2008).

Ainda no que diz respeito aos estudos nacionais acerca do tema, diversos deles dedicaram-se a investigar possíveis fatores determinantes da qualidade de governança corporativa das firmas brasileiras (ALMEIDA *et al.*, 2010b; BERNARDINO; PEIXOTO; FERREIRA, 2014; CUNHA; POLITELO, 2013; KLOTZLE; COSTA, 2006; MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2013; SILVEIRA; BARROS, 2008; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008). Esses estudos trazem em seus achados que variáveis como oportunidades futuras de crescimento, natureza da operação, tamanho, emissão de ADR, adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, desempenho, idade, *payout* são capazes de explicar a qualidade da governança corporativa das firmas.

Ao analisar os impactos de cada aspecto da governança corporativa, Khanchel (2007) ensina que um índice de governança corporativa, quando analisado de forma geral, pode revelar detalhes não visíveis. Diante disso, Himmelberg, Hubbard e Palia (1999) atestam que

em um país as organizações podem apontar diferentes níveis de proteção aos investidores. Klapper e Love (2004) e Silveira e Barros (2008), por sua vez, anunciam que essas diferenças podem se dar de igual forma entre empresas do mesmo setor. Diante do exposto, torna-se mais oportuno o estudo do comportamento da governança corporativa em um setor específico.

O amadurecimento de um país está intimamente relacionado à energia que ele utiliza e produz (EPE, 2012; REIS; CUNHA, 2006). Assim, vale destacar que, desde os serviços essenciais de uma nação – como eletricidade doméstica –, até os mais complexos – como mobilidade urbana ou grandes eventos –, todos precisam de uma matriz energética que responda bem a tais necessidades (ALVES; RIBEIRO; MANTESE, 2007; GOLDEMBERG; LUCON, 2007). Diante do exposto, salienta-se a importância do fornecimento de energia elétrica para o crescimento econômico brasileiro, o que demanda atenção especial aos problemas vivenciados por esse setor de infraestrutura (OLIVEIRA; BEYS, 2010). Frise-se, também, que na década de 1990 o setor elétrico brasileiro passou por um processo de privatização, gerando impactos significativos em âmbito nacional (ETCHEVERRY, 2008).

O estudo também foi motivado por sua expressividade na economia do país, fato perceptível pela expansão de 3,8% do PIB entre 2011 e 2012, em contrapartida a apenas 0,9% de expansão da oferta de energia elétrica em todo o território nacional (EPE, 2012).

Assim, levanta-se o seguinte problema de pesquisa: *Quais os possíveis fatores explicativos da qualidade da governança corporativa das empresas do setor elétrico brasileiro?*

Portanto, a presente pesquisa tem por objetivo investigar os fatores que, de acordo com a literatura do tema, são capazes de explicar a qualidade da governança corporativa das empresas do setor elétrico brasileiro.

Dessa forma, ressalta-se a viabilidade e a oportunidade do estudo, por ainda haver uma literatura escassa do tema que discuta especificamente a governança corporativa do setor elétrico brasileiro, não sendo encontrado, mediante pesquisa realizada, nenhuma obra que discuta os possíveis fatores de governança de firmas do setor elétrico. Saliente-se, ainda, que o tema governança corporativa ainda é pouco consolidado no Brasil, quando comparado com a literatura estrangeira disponível sobre o assunto (KLOTZLE; COSTA, 2006), almejando-se também o enriquecimento da literatura acerca da temática.

O presente estudo está estruturado em cinco seções, além desta introdução. Em seguida, é exposto o arcabouço teórico utilizado para fundamentar o estudo, seguido de uma

seção onde são evidenciadas e fundamentadas as hipóteses testadas. Na sequência, apresentam-se a metodologia, a análise dos resultados e as conclusões finais do estudo.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Governança corporativa: conceitos e caracterização

No atual ambiente corporativo, caracterizado pela extrema competição e busca desenfreada por sucesso nos negócios, torna-se relevante a preocupação estratégica dos empresários, para que suas companhias conquistem a confiança dos investidores e, assim, consigam captar recursos de terceiros para financiar os investimentos futuros (OLIVEIRA *et al.*, 2008). Para se manterem atuantes no cenário econômico, que se caracteriza pela alta frequência e velocidade das mudanças, as empresas precisam e devem possuir diferenciais (MOURA *et al.*, 2011).

A globalização proporciona um ambiente multiforme de negócios, razão pela qual as organizações precisam estar preparadas para adotar práticas de gestão capazes de torná-las reconhecidas pelo mercado como sustentáveis e competitivas (HITT, 2003).

Nesse sentido, ganha destaque a governança corporativa, que, segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), pode ser definida como o sistema por meio do qual as organizações são dirigidas, controladas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle (IBGC, 2015). O sistema direciona a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes de uma empresa, tais como conselheiros, executivos e acionistas. Assim, tais práticas estabelecem a estrutura através da qual os objetivos da empresa são traçados, definem os meios para atingi-los e monitoram seu desempenho (OCDE, 1999). O conceito de governança corporativa envolve práticas e usos de direitos e deveres dentro das organizações, além de propor uma gestão transparente e alinhada com a estratégia empresarial (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Ainda nessa discussão, Witherell (1999) argumenta que a governança corporativa detalha a distribuição de direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como conselho da administração, diretoria, proprietários e outros *stakeholders* (parceiros).

Portanto, tais mecanismos têm despertado o interesse do mercado, em função das mudanças verificadas no cenário mundial e dos escândalos corporativos ocorridos nos últimos anos, principalmente no mercado norte-americano, reconhecido como o principal abastecedor de capital do mundo. Além disso, os processos de privatização, fusão e aquisição e o crescimento dos fundos de pensão também contribuíram para o aumento do interesse por estudos sobre a governança das corporações (ALMEIDA, 2010a).

Dada a relevância do tema, diversos conceitos de governança corporativa podem ser encontrados na literatura, como Rossetti e Andrade (2012) destacam em seu estudo, resumido no Quadro 1.

Quadro 1 – Definições de governança corporativa

Autoria	Ano	Definição
CADBURY	1992	"A governança corporativa é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas."
WILLIAMSOM	1996	"A governança corporativa trata de justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo."
OCDE	1999	"A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócios são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas. E oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho."
MATHIESEN	2002	"Governança corporativa é um campo de investigação focado em como monitorar as corporações, através de mecanismos normativos, definidos em estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais que conduzem ao gerenciamento eficaz das organizações, traduzidos por uma taxa competitiva de retorno."
IBGC	2003	"Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade."
MONKS e MINOW	2004	"A governança corporativa trata do conjunto de leis e regulamentos que visam: a) assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários; b) disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais impactantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos; c) possibilitar aos diferentes públicos alcançados pelos atos das empresas o

		emprego de instrumentos que assegurem a observância de seus direitos; d) promover a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e da diretoria executiva das empresas."
SILVEIRA	2010	"Governança corporativa é o conjunto de mecanismos que visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizar a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio."
GONZALEZ	2012	"Governança corporativa é todo o processo de gestão e monitoramento desta que leva em consideração os princípios da responsabilidade corporativa (fiscal, social, trabalhista, comunitária, ambiental, societária), interagindo com o ambiente e os públicos estratégicos, os chamados <i>stakeholders</i> , em busca da sustentabilidade para ser longaeva."
ROSSETTI e ANDRADE	2012	"Governança corporativa é o conjunto de princípios, propósitos, processos e práticas que rege o sistema de poder e os mecanismos de gestão das corporações, buscando a maximização da riqueza dos proprietários e o atendimento dos direitos de outras partes interessadas, minimizando oportunismos conflitantes com esse fim."

Fonte: Adaptado de Rossetti e Andrade (2012, p. 137-140).

Para o IBGC (2015), a vertente mais aceita indica que a governança corporativa surgiu para solucionar o "conflito de agência" clássico, estando tal entendimento em alinhamento com o estudo de Berle e Means (1932), pioneiro na discussão sobre tal "conflito".

O "conflito de agência" pode ser exemplificado na situação em que o proprietário (acionista) delega a um agente especializado (administrador) o poder de decisão sobre a empresa (nos termos da lei), situação na qual podem surgir divergências no entendimento de cada um dos grupos acerca daquilo que considera ser o melhor para a empresa (BERLE; MEANS, 1932), e que as práticas de governança corporativa buscam superar. Esse tipo de conflito é mais comum em países como os Estados Unidos e a Inglaterra, onde a propriedade das companhias é mais pulverizada (IBGC, 2015).

Assim, pode-se dizer que a prática da governança corporativa teve início nos EUA e na Inglaterra, adotando como eventos construtivos (i) as ações do ativista Robert Monks, que em 1992 colocou em debate os conflitos de agência resultantes da separação entre proprietários e executivos, bem como a forma passiva como os proprietários observavam as ações dos executivos; (ii) os escândalos corporativos registrados na Inglaterra em 1992, que culminaram com a publicação do Código Cadbury; e (iii) as preocupações da multilateral

Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) voltadas para a utilização de melhores práticas de governança corporativa (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

No que diz respeito a seus objetivos, segundo Melo (2005), a governança corporativa se propõe (i) definir princípios da administração para atender e proteger os interesses dos acionistas, dessa forma, ampliando o investimento; (ii) identificar e solucionar os problemas das companhias, promovendo as mudanças institucionais necessárias ao melhorar o desempenho da sociedade; e (iii) fazer os nivelamentos necessários na obtenção de eficiência e na alocação de recursos, controlando, compelindo ou incentivando a ação gerencial a gerar valor para a sociedade.

2.2 Governança corporativa no Brasil

A partir da abertura da economia brasileira, iniciada na década de 1990, os investidores estrangeiros passaram a participar do capital das empresas brasileiras em proporção cada vez maior, inicialmente por meio de investimentos realizados dentro do país, e depois através da aquisição de ações negociadas nas bolsas norte-americanas, os chamados *American Depositary Receipts* (ADR). O processo de globalização também colaborou para o surgimento da governança corporativa no Brasil, devido à visibilidade das empresas brasileiras no exterior e aos processos de fusão e aquisição (ROSSETTI; ANDRADE, 2012).

Segundo Fassarella (2012), o conceito de governança corporativa ganhou destaque no Brasil a partir do final dos anos 1980, devido ao aumento da participação ativa dos investidores institucionais; e na década de 1990, com as privatizações e a entrada de empresas estrangeiras. O início das discussões sobre governança se deveu ao pequeno alcance dos acionistas minoritários, em comparação com os grandes acionistas, sobre as decisões acerca do destino da empresa (FASSARELLA, 2012).

Silveira, Barros e Famá (2003) comentam que o tema ganhou importância tanto no âmbito acadêmico como no cenário corporativo, já que as empresas que apresentam uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores resultados e suas ações são mais bem cotadas no mercado, em comparação com as empresas com estrutura de governança não tão adequada, *ceteris paribus* (SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003).

Dentre as diversas iniciativas de estímulo e busca de melhorias para o modelo de governança das empresas no Brasil, pode-se destacar, segundo Oliveira *et al.* (2013), a (i) criação do Novo Mercado pela BM&FBovespa, (ii) a Cartilha de Governança Corporativa da

CVM e o (iii) Código das Melhores Práticas do IBGC. Os autores mencionam ainda que a reforma da Lei das Sociedades por Ações, por meio da Lei n. 10.303/2001 e da Lei n. 11.638/2007, a Instrução CVM n. 457, de 13/07/2007, e a Deliberação CVM n. 527, de 11/07/2007 seriam alguns dos marcos legais do avanço da governança corporativa no país.

O IBGC, por exemplo, criado em 1995 com a denominação Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), que assim permaneceria até 1999, surgiu com a pretensão de influenciar os protagonistas da nossa sociedade na adoção de práticas transparentes, responsáveis e equilibradas na administração das organizações. Ainda em 1999 o IBGC lançou seu primeiro Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Nesse sentido, cabe ressaltar também a criação, em dezembro de 2000, dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa, que consistem em uma classificação dos graus de adesão a práticas de governança corporativa por empresas brasileiras de capital aberto. Assim, conforme apontam Antunes e Mendonça (2008), a adesão das companhias a esses níveis diferenciados está condicionada ao respeito aos direitos societários dos acionistas minoritários e a uma maior transparência por parte das empresas, por meio da evidenciação de melhores informações concernentes ao assunto. Srour (2002) comenta que o projeto da BM&FBovespa tem por objetivo uma maior expansão do mercado de capitais no Brasil, através da promoção de mudanças nos contratos privados, o que elimina a necessidade de uma alteração mais ampla na legislação brasileira.

Uma visão geral das exigências de cada nível diferenciado, segundo a BM&FBovespa (2015), pode ser observada no Quadro 2.

Quadro 2 – Exigências dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BM&FBovespa

Característica	Mercado Tradicional	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado
Ações Emitidas	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)		Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência somente de ações ON
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (<i>free float</i>)	Não há regra	No mínimo 25% de <i>free float</i>		
Distribuição pública de ações	Não há regra	Esforços de dispersão acionária		
Vedação a disposições estatutárias	Não há regra		Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com	Mínimo de 5 membros, um dos quais deve ser independente, com mandato unificado máximo de 2 anos	

		mandato unificado máximo de 2 anos	
Vedação à acumulação de cargos	Não há regra	Cargos de presidente do conselho de administração e diretor-presidente ou principal executivo não podem ser ocupados simultaneamente pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	
Obrigação do Conselho de Administra�o	Não há regra	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisi�o de a�es da companhia	
Demonstra�es Financeiras	Conforme legisla�o	Traduzidas para o inglês	
Reunião pública anual	Facultativa	Obrigatória	
Calendário de eventos corporativos	Facultativo	Obrigatório	
Divulga�o adicional de informa�es	Não há regra	Política de negocia�o de valores mobiliários e código de conduta	
Concessão de Tag Along	80% para a�es ON (conforme legisla�o)	100% para a�es ON e PN	100% para a�es ON
Oferta pública de aquisi�o de a�es no mínimo pelo valor econ�mico	Conforme legisla�o	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	
Adesão � Câmara de Arbitragem do Mercado	Facultativa	Obrigatória	

Fonte: BM&FBovespa (2015).

Segundo Rossetti e Andrade (2012), alguns fatores acarretaram o desenvolvimento de um novo vetor de reengenharia de negócios no Brasil, como, por exemplo, o movimento das privatiza es, a quebra de barreiras   entrada de capitais estrangeiros para ingresso de investimentos diretos no país, o ciclo de fusões e aquisi es, a abertura de mercados através da significativa redu o dos mecanismos tradicionais de prote o tarifária e o *trade-off* entre abertura econ mica e produtividade da indústria.

No Brasil, portanto, os processos de privatiza o e a entrada de novos investidores internacionais estimularam, ainda mais, o desenvolvimento de práticas de governança corporativa mais apuradas (ROGERS; RIBEIRO; SECURATO, 2006).

Um quadro-resumo, proposto por Silveira (2010), resume os marcos da governança corporativa no Brasil, como mostra o Quadro 3.

Quadro 3 – Marcos da governança corporativa no Brasil

ANO	MARCO
1995	Funda�o do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administra�o (IBCA)
1997	Reforma da Lei das Sociedades por A�es (Lei n� 9.457/1997) – retirada do direito de <i>tag along</i> , para facilitar o processo de privatiza�o
1998	Cria�o dos primeiros fundos de investimento ativistas(ativistas????) do país, como parte do programa de fomento do BNDES.
1999	Reforma do IBCA, passando a se chamar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

	(IBGC) Lançamento da 1ª versão do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC
2000	Lançamento dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado Realização da primeira mesa-redonda Latino-americana de governança corporativa, idealizada pelo IFC e pela OCDE
2002	CCR Rodovias e Sabesp são as primeiras companhias a ingressar no Novo Mercado da Bovespa
2004	Retomada dos IPOs na bolsa de valores e ingresso de cinco novas companhias no Novo Mercado
2006	Primeira tentativa de aquisição hostil no país (tentativa de compra da Perdigão pela Sadia)
2004-2007	Onda de IPOs no período leva 113 novas empresas para a bolsa de valores Novo Mercado chega a reunir 100 companhias no início de 2008
2008	Problemas de governança com companhias recém-listadas em bolsa, com destaque para o caso Agrenco Perdas bilionárias em operações com derivativos por companhias tradicionais, como Aracruz e Sadia, reforçam as dúvidas sobre a eficácia das práticas de governança corporativa

Fonte: Silveira (2010, p. 180).

Portanto, dadas a relevância do estudo de governança corporativa e a importância do setor elétrico brasileiro, diversos estudos nacionais dedicaram-se a investigar a governança corporativa nesse segmento (BERNARDINO; PEIXOTO; FERREIRA, 2014; ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013; ARRUDA, 2011; GÜTTLER, 2011; KAPPER, 2011; RODRIGUES; MUNIZ, 2011; MELLO, 2010; OLIVEIRA; BEYS, 2007).

2.3 Estudos sobre governança corporativa em empresas do setor elétrico brasileiro

O estudo empírico de Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014), por exemplo, abordou os efeitos da adoção de mecanismos de governança corporativa pelas empresas de capital aberto do setor elétrico brasileiro sobre seu valor de mercado no período de 2008 a 2012. Para tanto, construiu-se um índice de qualidade da governança, pelo método Análise de Componentes Principais, envolvendo 12 variáveis representativas dos mecanismos de governança. Após a utilização de regressões com dados em painéis, em associações com o Q de Tobin e o MBA (*market-to-book* sobre o ativo), os autores encontraram uma relação negativa e significativa, que pode estar associada às particularidades do setor elétrico, ao fato de o mercado de capitais brasileiro ser pouco desenvolvido ou, mesmo, ao reduzido nível de liquidez das empresas.

Almeida, Klotzle e Pinto (2013) investigaram se a composição dos conselhos, como tamanho, presença feminina, proporção de membros independentes e diferentes indivíduos nos cargos de diretor-executivo e presidente do conselho, afeta o valor e o desempenho das empresas do setor. Com uma amostra de 38 companhias listadas na BM&FBovespa pertencentes ao setor elétrico no período de 2005 a 2010, os resultados das regressões em painel formuladas pelos autores apontaram que o tamanho do conselho de administração e a

sua independência apresentaram relação positiva, ao passo que a proporção de mulheres no conselho não apresentou relação positiva com as variáveis de desempenho.

Também se utilizando de abordagem empírica, Arruda (2011) analisou e comparou o nível de *disclosure* da governança corporativa em empresas do setor elétrico participantes dos diferentes segmentos de listagem da BM&FBovespa. Os resultados apontaram que o nível de *disclosure* da governança corporativa independe do segmento de listagem em que as empresas são classificadas. A autora justifica seus achados argumentando que as empresas do Nível 1 e do Nível 2 podem estar buscando aderir a um nível mais exigente de governança corporativa ou mesmo tentando atrair mais investidores, mostrando que, apesar de não se encontrarem no Novo Mercado, possuem uma boa prática de governança corporativa; e o fato de as empresas do Novo Mercado divulgarem em número reduzido algumas subcategorias, em virtude de já serem classificadas em nível máximo de prática de governança corporativa.

Ainda sobre a abordagem dos níveis diferenciados, Rodrigues e Muniz (2011) verificaram a diferença de desempenho entre as empresas que aderiram e as que não aderiram aos níveis diferenciados de governança corporativa e entre as empresas do setor elétrico pertencentes aos demais níveis. Na análise entre antes e depois da adesão, os autores não encontraram variações no desempenho das empresas. Já na comparação do desempenho de todas as empresas, os autores perceberam que aquelas listadas no Nível 1 obtiveram desempenho superior ao das empresas listadas no Novo Mercado.

Kapper (2011) investigou a relação entre a governança corporativa e o desempenho, por meio de um estudo de caso envolvendo quatro empresas do setor elétrico listadas na BM&FBovespa. Para atingir seu objetivo, foram feitas análises financeiras, através do índice de lucratividade e do índice de rentabilidade. O autor constatou que há influência da adoção de boas práticas de governança corporativa sobre a rentabilidade das companhias presentes na amostra, embora não tenha sido identificada a influência sobre a lucratividade.

Fundamentando-se no pressuposto de que as boas práticas de governança corporativa são pré-requisito para captação de recursos financeiros no mercado, Güttler (2011), em um estudo de caso, procurou verificar a adequação de uma 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 conselho de administração e conflitos de interesses nas assembleias gerais.

Oliveira e Beys (2010) estudaram a influência das práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas do setor elétrico no Brasil nas decisões de investimento dos

acionistas. Para isso, foram analisadas a percepção dos investidores sobre as práticas de governança adotadas pelas empresas e a importância que as empresas do setor elétrico vêm dando aos investidores na elaboração das práticas de governança corporativa. De natureza descritiva, a pesquisa foi desenvolvida por meio de estudos de casos múltiplos, com entrevista de profissionais de empresas do setor elétrico e investidores. Os autores afirmam que a governança corporativa não influencia as decisões de investimentos, apesar de, mesmo assim, as empresas virem se esforçando para aplicar as melhores práticas de governança corporativa, incluindo uma atenção especial aos investidores. Os autores apontam ainda, a partir da análise do setor, a falta de maturidade para o monitoramento das práticas de governança aplicadas nas empresas.

Mello (2010) também investigou a relação entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa e o desempenho das ações de oito empresas do setor elétrico. O estudo foi conduzido sob a ótica quantitativa, utilizando-se o teste estatístico *U*, de Mann-Whitney. O autor verificou o comportamento dos indicadores de desempenho seis meses antes e seis meses depois da adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança corporativa. Foi também analisada a correlação entre as variáveis de desempenho e os indicadores de mercado, no intuito de se verificar se a melhora de alguma variável de desempenho estaria relacionada à tendência de subida do mercado. Os resultados não confirmaram a hipótese de que a adoção de boas práticas de governança leva ao aumento da cotação das ações das empresas nas bolsas de valores.

Diante do exposto, evidencia-se que, segundo pesquisa realizada, não foi encontrada obra abordando diretamente os fatores determinantes de governança corporativa no setor elétrico, o que confere caráter inovador ao presente estudo, além de configurar uma contribuição direta a um tema tão oportuno e de tamanha relevância no âmbito acadêmico e corporativo, conforme já fundamentado.

3 FORMULAÇÃO DAS HIPÓTESES

Considerando-se o problema de pesquisa, e com base na literatura acerca do tema, foram formuladas seis hipóteses a serem testadas no presente estudo.

No que diz respeito ao desempenho, Klapper e Love (2004) encontraram uma correlação positiva com a qualidade de governança corporativa. O fundamento está no fato de que as empresas com boas práticas de governança corporativa possuem melhor gestão e, de forma consequente, obtêm melhores resultados. Entretanto, conforme argumentam Silveira, Perobelli e Barros (2008), as empresas com menor desempenho podem também adotar boas práticas de governança corporativa para compensar a falta de bons resultados, como também afirmam Silveira e Barros (2008). Do exposto, para efeito de análise nesta pesquisa, assume-se a primeira hipótese deste estudo, a saber:

H1: O desempenho da empresa influencia as suas práticas de governança corporativa.

Conforme Silveira, Perobelli e Barros (2008, p. 769), “empresas maiores tendem a produzir maior volume de fluxo de caixa livre, necessitando de boas práticas de governança corporativa para mitigar os problemas de conflitos de interesses dele decorrentes”. Nesse mesmo sentido, Ariff, Ibrahim e Othman (2007) e Durnev e Kim (2005) comentam que as empresas maiores dispõem de mais recursos para investir em melhores práticas de governança corporativa. Entretanto, em consonância com o estudo de Klapper e Love (2004), as empresas menores almejam maiores financiamentos externos, o que as leva também a adotar melhor governança. Isso exposto, para efeito de análise, depreende-se a segunda hipótese da pesquisa, abaixo enunciada:

H2: O tamanho da empresa influencia as suas práticas de governança corporativa.

John e Knyazeva (2006) comentam que as empresas com boas práticas de governança corporativa distribuem poucos dividendos, por acreditarem que a assimetria de informação seja sanada com boas práticas de governança corporativa, não havendo necessidade de distribuir seus lucros para mitigar o problema. A mesma linha de raciocínio é seguida nos estudos de Dittmar (2000) e Jagannathan, Stephens e Weisback (2000). Entretanto, os achados de Mota e Eid Júnior (2007) trazem uma correlação positiva entre o volume de dividendos

distribuído e a governança corporativa, argumentando que “as empresas brasileiras mais preocupadas com governança desejarão reforçar ao mercado que não têm problemas de agência, no sentido da expropriação dos minoritários”. Com base no exposto, surge a terceira hipótese que direciona este estudo, expressa a seguir:

H3: A política de payout adotada pela empresa influencia as suas práticas de governança corporativa.

Tendo-se como fundamento os estudos de Ariff, Ibrahim e Othman (2007), Black, Jang e Kim (2003) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013), espera-se uma associação positiva entre o tempo de atuação da empresa no mercado e a qualidade de sua governança corporativa. O argumento se dá, entre outros motivos, pelo fato de que as empresas que operam há mais tempo asseguram sua boa reputação por meio de boas práticas de governança (ARIFF; IBRAHIM; OTHMAN, 2007). Assim, apresenta-se a quarta hipótese deste estudo, a saber:

H4: A idade da empresa influencia as suas práticas de governança corporativa.

No que diz respeito à emissão de ADR, e tendo-se como fundamento diversos estudos (LEÃO, 2010; MAPURUNGA; PONTE; OLIVEIRA, 2013; SILVEIRA; BARROS, 2008; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2009), espera-se que as empresas emissoras de ADR adotem melhores práticas de governança corporativa, devido à exigência de governança de maior qualidade para empresas que negociam papéis no exterior, quando comparadas às outras do seu país de origem. Portanto, para efeito de análise neste estudo, elabora-se a quinta hipótese do estudo, dada a seguir:

H5: A emissão de ADR pela empresa influencia as suas práticas de governança corporativa.

Segundo Almeida *et al.* (2010a), tendo em vista a adoção de mecanismos de controle mais rigorosos para evitar “o mau uso” de ativos intangíveis, quando comparados a ativos fixos, as empresas que apresentam altos percentuais de ativos intangíveis necessitam adotar melhores práticas de governança corporativa. Nesse sentido, Black, Jang e Kim (2003),

Durnev e Kim (2005) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013) encontraram empiricamente relações positivas e significativas entre governança corporativa e o número de ativos intangíveis. Portanto, espera-se a mesma relação no presente estudo, construindo-se a sexta hipótese, abaixo enunciada:

H6: A tangibilidade da empresa influencia as suas práticas de governança corporativa.

4 ASPECTOS METODOLÓGICOS

Quanto aos objetivos, o presente estudo é de natureza descritiva, porquanto identifica e obtém informações sobre as características de um problema específico (COLLIS; HUSSEY, 2005).

Tendo em vista os procedimentos estatísticos adotados com o propósito de se atingir os resultados, este estudo se classifica como quantitativo. A abordagem quantitativa “considera que tudo pode ser quantificável, o que significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las” (SILVA; MENEZES, 2001, p. 20).

Trata-se também de uma pesquisa documental, já que foram adotados procedimentos para a coleta de dados secundários, extraídos das demonstrações financeiras padronizadas (DFP) disponíveis no *website* da CVM, do *software* Economática® e do *website* da BM&FBovespa.

No processo de composição da amostra do presente estudo, foram inicialmente consideradas todas as companhias listadas na BM&FBovespa em 31 de março de 2015 classificadas no segmento de energia elétrica, pertencentes ao setor de utilidade pública, totalizando 67 empresas. Desse grupo, foram excluídas 13 empresas que não divulgaram algumas das informações relativas às variáveis investigadas no estudo e 7 *outliers*, ficando, assim a amostra delimitada em 47 companhias. A constituição da amostra pode ser mais bem visualizada na Tabela 1.

Tabela 1 – Composição da amostra

Especificação	Quantidade
Empresas do setor elétrico listadas na BM&FBovespa em 31/03/2015	67
Empresas que não divulgaram algumas das informações relativas às variáveis utilizadas	(13)
<i>Outliers</i>	(7)
Amostra	47

Fonte: Elaborada pela autora.

Para os fins a que esta pesquisa se propõe, utilizou-se como variável dependente o Índice de Governança Corporativa (IGOV), que consubstancia as práticas de governança corporativa. O IGOV foi desenvolvido mediante elaboração de uma métrica. Estudos nacionais e estrangeiros, como os de Braga-Alves e Shastri (2011), Durnev e Kim (2005), Klotzle e Costa (2006), Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013), Silveira e Barros (2008) e

Silveira, Perobelli e Barros (2008), adotaram a mesma metodologia para mensuração da qualidade de governança corporativa.

A elaboração da métrica utilizada neste estudo adotou como referência os questionários elaborados por Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013) e Silveira e Barros (2008). Assim, conforme argumentam Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013), o IGOV “foi criado com base nas recomendações dos códigos de melhores práticas de governança corporativa do IBGC, na Cartilha da CVM e nas recomendações dos Níveis Diferenciados da BM&FBovespa”. Portanto, o questionário utilizado neste estudo reúne 21 perguntas, distribuídas em 4 categorias de avaliação de boas práticas de governança corporativa, a saber: composição e funcionamento do conselho de administração (7 questões), propriedade e direitos dos acionistas (5 questões), transparência (5 questões) e conteúdo das informações publicadas (4 questões), como mostra o Quadro 4. Para cada resposta positiva, atribui-se o valor “1”; no caso contrário, atribuiu-se o valor “0”.

Quadro 4 – Frequência das práticas de governança corporativa

Composição e funcionamento do conselho de administração
1. O conselho de administração da companhia possui entre cinco e onze membros?
2. O mandato do conselho de administração da companhia tem duração não superior a dois anos?
3. Os cargos de diretor-presidente (CEO) e <i>chairman</i> da companhia são ocupados por pessoas diferentes?
4. O conselho de administração da companhia possui comitê de auditoria?
5. O conselho de administração da companhia possui comitê de remuneração?
6. O diretor-presidente (CEO) da companhia participa do conselho de administração?
7. O conselho de administração da companhia possui pelo menos 1/5 de membros independentes?
Propriedade e direitos dos acionistas
8. A convocação para a realização da assembleia observa a antecedência de 30 dias?
9. A companhia disponibiliza em seu <i>website</i> o manual contendo instruções para participação em assembleia?
10. A companhia concede <i>tag along</i> além do exigido por lei?
11. O grupo controlador da companhia possui menos da metade das ações com direito a voto?
12. A proporção das ações da companhia sem direito a voto corresponde a menos de 1/5 do capital social?
Transparência
13. O <i>website</i> da companhia divulga para o mercado o conteúdo de suas teleconferências com investidores?
14. A companhia divulga sua política de dividendos no relatório anual ou em seu <i>website</i> ?
15. O <i>website</i> da companhia é bilíngue e possui seção de relações com os investidores?
16. A companhia divulga a política de negociação de ações de seus administradores?
17. O <i>website</i> da companhia disponibiliza área dedicada à governança corporativa?
Conteúdo das informações publicadas
18. O relatório anual ou o <i>website</i> da companhia inclui uma seção específica dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?
19. O relatório anual ou o <i>website</i> da companhia explica a remuneração global dos executivos?
20. Os demonstrativos da companhia são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?

21. O relatório anual ou o *website* da companhia inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?

Fontes: Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013) e Silveira e Barros (2008).

Ainda no que diz respeito ao índice, após o preenchimento da métrica, o IGOV propriamente dito foi obtido pela razão entre o número de itens cumprido por cada empresa e o número de itens que lhes era aplicável, por meio da seguinte fórmula:

$$IGOV_t = \frac{T}{A} = \frac{\sum_{i=1}^n g_i}{\sum_{i=1}^n g_i}$$

Em que:

IGOV: pontuação do cumprimento total para cada empresa, que varia de $0 \leq D_t \leq 1$.

T: total de itens relativos à governança que foram cumpridos (g_i)

t: empresa

A: número de itens aplicáveis à empresa (t), ou seja, que poderiam ter sido por ela cumpridos

Desse modo, as empresas não foram penalizadas por deixar de responder às questões relativas à governança que não lhes eram aplicáveis, já que os itens respectivos não contribuíram na formação do denominador do IGOV. Metodologia semelhante pode ser encontrada nos estudos de Brandão *et al.*(2013) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013).

No que diz respeito aos fatores que poderiam explicar as práticas de governança corporativa do setor elétrico, mediante revisão da literatura, já fundamentada na seção 3 – Formulação das hipóteses, foram selecionadas seis variáveis independentes, como mostra o Quadro 5.

Quadro 5 – Variáveis independentes, proxies, impactos esperados na variável dependente e referências

Variável Independente	Proxy	Referencias	Fonte
Desempenho	Lucro Líquido / Patrimônio Líquido	Klapper e Love (2004), Leão (2010), Silva e Leal (2004), Silveira e Barros (2008) e Silveira, Barros e Famá (2003).	Economática [®]
Tamanho	Logaritmo do Ativo Total	Almeida <i>et al.</i> (2010a), Ariff, Ibrahim e Othman (2007), Leão (2010) e Silveira e Barros (2008).	Economática [®]
<i>Payout</i>	Dividendo por ação / Lucro Líquido por ação	Bhagat e Bolton (2008), Dunerv e Kim (2005), Klapper e Love (2004) e	Economática [®]

		Silveira e Barros (2008)	
Idade	Tempo de registro na CVM	Almeida <i>et al.</i> (2010a), Ariff, Ibrahim e Othman (2007), Black, Jang e Kim (2003) e Leão (2010).	Sítio da CVM
Emissão de ADR	Emissão de ADR	Durnev e Kim (2005), Klapper e Love (2004), Leão (2010) e Silveira e Barros (2008).	Sítio da CVM
Tangibilidade	Ativo Imobilizado / Ativo Total	Black, Jang e Kim (2003), Durnev e Kim (2005) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013).	Economática [®]

Fonte: Elaborado pela autora.

O período analisado correspondeu ao ano 2014. Assim, utilizou-se uma regressão múltipla, estimando-se os coeficientes pelo método dos Mínimos Múltiplos Quadrados. Dessa forma, conforme já explicitado com relação às variáveis independentes, bem como no tocante à quantificação da variável dependente (IGOV), uma representação geral do modelo estatístico, conforme Demidenko (2013), poderia ser assim expressa:

$$IGOV = \beta_0 + \beta_1 DESEMP_i + \beta_3 TAM_i + \beta_4 PAY_i + \beta_6 ID_i + \beta_7 ADR_i + \beta_8 TANG_i + \varepsilon_i$$

Em que:

IGOV: Índice de Governança Corporativa

DESEMP: Desempenho

TAM: Tamanho

PAY: Índice de *payout*

ID: Idade

ADR: Emissão de ADR

TANG: Tangibilidade

β : coeficientes do modelo

ε : termo de erro

i: a empresa

No intuito de se aumentar a confiabilidade dos resultados, a regressão foi realizada por meio de dois métodos de entrada de variáveis: com todas as variáveis (método *Enter*) e com apenas aquelas cuja inclusão no modelo é significativa a 10%, com base no seu contributo para o aumento da estatística *F* (método *Stepwise*), conforme apontam Gujarati e Porter (2011).

No que diz respeito à violação dos pressupostos básicos, foram aplicados o teste *Variance Inflation Factor* (VIF), relativo à presença ou ausência de multicolinearidade, o teste de *Breusch-Pagan-Godfrey*, referente à heterocedasticidade, e o teste de *Kolmogorov-Smirnov*, que diz respeito à normalidade dos resíduos.

Alguns dos dados utilizados para compor essas variáveis foram coletados juntos à base de dados Económica[®]. Para análise dos dados, foi utilizado o aplicativo estatístico *Stata*, versão 12.0.

5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

No intuito de responder as questões deste estudo e alcançar o seu objetivo, inicialmente calculou-se o IGOV de cada empresa. Uma visão geral das respostas à métrica proposta para se calcular o IGOV é mostrada no Quadro 6.

Quadro 6 – Frequência das práticas de governança corporativa

Composição e funcionamento do conselho de administração	f_t (n°)	f_t (%)
1. O conselho de administração da companhia possui entre cinco e onze membros?	42	89,4
2. O mandato do conselho de administração da companhia tem duração não superior a dois anos?	31	66,0
3. Os cargos de diretor-presidente (CEO) e <i>chairman</i> da companhia são ocupados por pessoas diferentes?	42	89,4
4. O conselho de administração da companhia possui comitê de auditoria?	16	34,0
5. O conselho de administração da companhia possui comitê de remuneração?	9	19,1
6. O diretor-presidente (CEO) da companhia participa do conselho de administração?	23	48,9
7. O conselho de administração da companhia possui pelo menos 1/5 de membros independentes?	15	31,9
Propriedade e direitos dos acionistas		
8. A convocação para a realização da assembleia observa a antecedência de 30 dias?	23	48,9
9. A companhia disponibiliza em seu <i>website</i> o manual contendo instruções para participação em assembleia?	15	31,9
10. A companhia concede <i>tag along</i> além do exigido por lei?	14	29,8
11. O grupo controlador da companhia possui menos da metade das ações com direito a voto?	12	25,5
12. A proporção das ações da companhia sem direito a voto corresponde a menos de 1/5 do capital social?	25	53,2
Transparência		
13. O <i>website</i> da companhia divulga para o mercado o conteúdo de suas teleconferências com investidores?	33	70,2
14. A companhia divulga sua política de dividendos no relatório anual ou em seu <i>website</i> ?	38	80,9
15. O <i>website</i> da companhia é bilíngue e possui seção de relações com os investidores?	47	100,0
16. A companhia divulga a política de negociação de ações de seus administradores?	9	19,1
17. O <i>website</i> da companhia disponibiliza área dedicada à governança corporativa?	42	89,4
Conteúdo das informações publicadas		
18. O relatório anual ou o <i>website</i> da companhia inclui uma seção dedicada à implementação de princípios de governança corporativa?	32	68,1
19. O relatório anual ou o <i>website</i> da companhia explica a remuneração global dos executivos?	42	89,4
20. Os demonstrativos da companhia são apresentados em US-GAAP ou IAS-GAAP?	43	91,5
21. O relatório anual ou o <i>website</i> da companhia inclui uma seção com estimativas de lucros ou projeções de retornos financeiros (ROA, ROE, etc.)?	35	74,5

Fontes: Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013) e Silveira e Barros (2008).

Ao se analisar os resultados mostrados no Quadro 6, verifica-se que, na grande maioria das empresas, os cargos de diretor-presidente (CEO) e *chairman* são ocupados por pessoas distintas (89,4%). Em igual proporção de empresas (89,4%), o conselho da administração possui entre cinco e onze membros, o que pode significar uma adequação à estrutura da composição do conselho de administração nesses quesitos, indo ao encontro das boas práticas de governança corporativa. Em contrapartida, constatou-se também que em uma pequena proporção de empresas (19,1%) o conselho de administração possui comitê de remuneração. No tocante ao mandato dos membros do conselho de administração, em 66% das empresas a duração não passa de dois anos.

No tocante a propriedade e direitos dos acionistas, em pouco mais da metade das empresas da amostra (53,2%) a proporção das ações sem direito a voto corresponde a menos de 1/5 do capital social.

Para uma visão geral do comportamento do IGOV, elaborou-se uma estatística descritiva abrangendo as 47 empresas participantes da amostra, conforme mostra a Tabela 2.

Tabela 2 – Estatística descritiva da variável dependente (IGOV)

Categoria	Nº de Quesitos	Média	Mediana	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
<i>Composição e funcionamento do conselho da administração</i>	7	0,54103	0,57143	0,19973	1,00000	0,14286
<i>Propriedade e direitos dos acionistas</i>	5	0,37872	0,40000	0,26812	1,00000	0,00000
<i>Transparência</i>	5	0,71915	0,80000	0,17822	1,00000	0,20000
<i>Conteúdo das informações publicadas</i>	4	0,80851	0,75000	0,21396	1,00000	0,00000
IGOV total	21	0,5957	0,6190	0,1470	0,9524	0,2381

Fonte: Elaborada pela autora.

Conforme se visualiza na Tabela 2, as empresas da amostra atenderam, em média, a 59,6% do IGOV, o que aparenta ser um valor razoável. O desvio-padrão, ao se situar abaixo da média e da mediana, revela uma baixa dispersão entre as pontuações obtidas pelas empresas. A expressiva diferença entre os resultados máximo e mínimo, tanto do IGOV como das quatro categorias utilizadas para calculá-lo, significa que algumas empresas apresentaram um bom IGOV, em contrapartida a firmas que atenderam a poucas das questões formuladas, o que confirma os argumentos de Klapper e Love (2004) e Silveira e Barros (2008), segundo os

quais pode haver diferenças na qualidade da governança corporativa entre empresas do mesmo setor. Ainda sobre a Tabela 2, com base no IGOV, observa-se que nenhuma empresa adotou todos os mecanismos de governança corporativa. Percebeu-se também que há empresas que não atenderam a nenhum dos atributos de governança corporativa relacionados aos índices de propriedade e direitos dos acionistas e conteúdo das informações publicadas.

Elaborou-se também uma estatística descritiva das variáveis independentes, conforme exibe a Tabela 3.

Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis independentes

Variável	Média	Mediana	Desvio-padrão	Máximo	Mínimo
<i>DESEMP</i>	0,08087	0,14724	0,30333	0,86902	-1,33642
<i>TAM</i>	6,59809	6,78135	0,91475	8,16026	2,50786
<i>PAY</i>	0,63385	0,24741	1,63338	10,32537	-1,11330
<i>ID</i>	18,34043	17,00000	11,15167	46,00000	4,00000
<i>ADR</i>	0,21277	0,00000	0,41369	1,00000	0,00000
<i>TANG</i>	5,53006	6,39640	1,42675	7,49371	1,75587

Fonte: Elaborada pela autora.

Na Tabela 3, percebe-se que o setor elétrico brasileiro é composto por empresas que, de acordo com as variáveis analisadas, apresentam características heterogêneas. Esse argumento se fundamenta no fato de haver empresas com valores de desempenho acentuados, de 0,86902, e outras com valores baixos, de -1,33642. Outra variável que revela característica semelhante é o payout.

A Tabela 4 apresenta os coeficientes de correlação das variáveis do modelo.

Tabela 4 – Coeficientes de correlação das variáveis do modelo

VARIÁVEL	IGOV	DESEMP	TAM	PAY	ID	ADR	TANG
<i>IGOV</i>	1,0000						
<i>DESEMP</i>	0,0353	1,0000					
<i>TAM</i>	0,4963	0,0859	1,0000				
<i>PAY</i>	-0,1227	0,1230	-0,2448	1,0000			
<i>ID</i>	-0,0970	0,1891	0,1892	-0,0550	1,0000		
<i>ADR</i>	-0,0355	0,0819	0,2513	-0,0753	0,1724	1,0000	
<i>TANG</i>	0,2736	-0,0270	0,1099	0,2405	-0,0505	0,2271	1,0000

Fonte: Elaborada pela autora.

Na Tabela 4, observa-se que a maior correlação existente no modelo se verifica entre as variáveis IGOV e tamanho, de aproximadamente 50%, o que confirma os estudos de Ariff,

Ibrahim e Othman (2007) e Durnev e Kim (2005), segundo os quais as empresas maiores dispõem de mais recursos para investir em governança corporativa, o que sinaliza uma possível aceitação de uma das hipóteses (H₂) do presente estudo. Em contrapartida, a menor correlação das variáveis independentes com a dependente foi observada entre IGOV e tangibilidade, indicando assim uma baixa probabilidade de uma variável explicar a outra e, conseqüentemente, uma suposta rejeição da hipótese H₆.

Como mencionado na metodologia, utilizou-se uma regressão linear múltipla, estimando-se os coeficientes pelo método dos Mínimos Múltiplos Quadrados. A Tabela 5 e a Tabela 6 apresentam os resultados da regressão.

Tabela 5 – IGOV – Regressão Linear Múltipla corrigida com Correção Robusta de White (Método Enter)

Variável Explicativa	$IGOV = \beta_0 + \beta_1 DESEMP_i + \beta_3 TAM_i + \beta_4 PAY_i + \beta_6 ID_i + \beta_7 ADR_i + \beta_8 TANG_i + \varepsilon_i$			
	Coeficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
DESEMP	0,0106108	0,0136619	0,78	0,442
TAM	0,0847036	0,0179718	4,71	0,000*
PAY	-0,0086124	0,0062928	-1,37	0,179
ID	-0,0021387	0,0013397	1,60	0,118
ADR	-0,0770623	0,0422323	-1,82	0,076(***)
TANG	0,0292871	0,0132	2,22	0,032(**)
_const	-0,0637138	0,1206385	-0,53	0,600
R²	0,3726			
Prob. > F	0,0001			
F (6, 40)	6,33			

Nota

N= 47

Variável dependente: Índice de Governança Corporativa (IGOV)

(*) Significante a 1%

(**) Significante a 5%

(***) Significante a 10%

Fonte: Elaborada pela autora.

Destaca-se que após a aplicação do teste VIF, todos os resultados ficaram abaixo de 5, não se constatando, portanto, a presença de multicolinearidade. Entretanto, mediante aplicação do teste de *Breusch-Pagan-Godfrey* com base na estatística qui-quadrado (Prob > chi² = 0,0791), revelou-se a presença de heterocedasticidade. Para corrigir tal violação aos pressupostos básicos, corrigiu-se o modelo por meio da Correção Robusta de White.

Assim, conforme mostra a Tabela 5, pelo teste de distribuição *F*, seguindo-se a regra prática, observa-se um forte indício de que o modelo apresentado não está bem ajustado, já

que apresenta valor inferior a 10, o que caracteriza uma limitação do presente estudo. Para o teste F de probabilidade, pode-se aceitar, a 95% de confiança, que os coeficientes estimados são simultaneamente diferentes de zero.

O R^2 indica como o modelo se ajusta em sua totalidade. Dessa forma, ainda em análise da Tabela 5, constata-se que aproximadamente 38% da oscilação da variável dependente podem ser explicados pelas variáveis independentes embutidas no modelo, ou seja, desempenho, tamanho, *payout*, idade, ADR e tangibilidade.

Pelos coeficientes estimados no modelo, observa-se na Tabela 5 que a variável tamanho teve um impacto positivo no IGOV, corroborando o estudo de Klapper e Love (2004). Verifica-se também que o *payout* teve correlação negativa com o IGOV, o que contrasta com os achados de Mota e Eid (2007) e corrobora os de John e Knyazeva (2006). A variável idade igualmente apresentou impacto negativo no IGOV, o que não se alinha com os achados de Ariff *et al.* (2007), Black *et al.* (2003) e Mapurunga *et al.* (2013).

Ainda com a finalidade de se analisar os coeficientes, verifica-se que o *payout* teve correlação negativa com o IGOV, o que contrasta com os achados de Mota e Eid Júnior (2007) e corrobora os de John e Knyazeva (2006). A variável idade igualmente apresentou impacto negativo no IGOV, não se alinhando aos estudos de Ariff, Ibrahim e Othman (2007), Black, Jang e Kim (2003) e Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013).

Ao se analisar o p-valor, é de se concluir que a variável tamanho pode explicar, a 99% de confiança, o IGOV, confirmando o exposto por Silveira *et al.* (2008), aceitando-se, dessa forma, a hipótese do presente estudo de que o tamanho das empresas do setor elétrico influencia as suas práticas de governança corporativa (H_2). Ainda nessa análise, verificou-se que a variável tangibilidade pode explicar, a 95% de confiança, o IGOV aceitando-se também, dessa forma, a hipótese H_6 do presente estudo.

Verificou-se também que a variável emissão de ADR pode explicar, a 90% de confiança, o IGOV. Entretanto, observou-se uma correlação negativa entre emissão de ADR e IGOV, não estando tais resultados, portanto, alinhados com os achados empíricos de Leão (2010), Mapurunga *et al.* (2013), Silveira e Barros (2008) e Silveira *et al.* (2008).

Por fim, destaca-se que as variáveis desempenho, *payout* e idade não puderam explicar a variação da variável dependente.

Conforme destacado na metodologia, realizou-se também uma regressão somente com as variáveis independentes que apresentaram significância com o modelo de entrada anterior. Da mesma forma, realizaram-se nesse modelo (Stepwise) o teste VIF (todos os valores foram

inferiores a 5) e o teste de Breusch-Pagan-Godfrey (Prob > chi2 = 0,2718), para testar a presença e ausência de multicolinearidade e heterocedasticidade, respectivamente. Os achados apontam não haver multicolinearidade nem heterocedasticidade.

Tabela 6 – IGOV – Regressão Linear Múltipla (Método *Stepwise*)

Variável Explicativa	$IGOV = \beta_0 + \beta_1TAM_i + \beta_2ADR_i + \beta_3TANG_i + \varepsilon_i$			
	Coefficiente	Erro Padrão	T	P-Valor
TAM	0,0851299	0,0207973	4,09	0,000(*)
ADR	-0,081885	0,0469345	-1,74	0,088(***)
TANG	0,0278851	0,0132522	2,10	0,041(**)
Const_	-0,1027334	0,1501979	-0,68	0,498
R² Ajustado	0,2946			
Prob. > F	0,0004			
F (3, 43)	7,43			

Notas

N= 47

Variável dependente: Índice de Governança Corporativa (IGOV)

(*) Significante a 1%

(**) Significante a 5%

(***) Significante a 10%

Fonte: Elaborada pela autora.

Assim como na Tabela 5, observa-se na Tabela 6 um forte indício de que o modelo apresentado não está bem ajustado, já que apresenta valor inferior a 10, apesar de uma leve melhora (de 6,33 para 7,43), devido à redução de variáveis nele inseridas. Para o teste F de probabilidade, pode-se aceitar, a 95% de confiança, que os coeficientes são simultaneamente diferentes de zero.

Esperava-se que o R² apresentasse um valor superior ao encontrado na Tabela 5, o que não ocorreu, havendo uma redução de aproximadamente 38% para 29% no que diz respeito ao poder preditivo das variáveis embutidas para explicar o IGOV. Conclui-se, portanto, que apesar de as variáveis excluídas não apresentarem significância estatística, elas possuem um contributo evidente para explicar a qualidade de governança das firmas analisadas.

Ainda com base na Tabela 6, ao regressar as variáveis tamanho, emissão de ADR e tangibilidade no sentido de explicar o IGOV, pelo método de entrada *Stepwise*, verificou-se que os coeficientes estimados no modelo tiveram o mesmo impacto em relação ao modelo de entrada *Enter* (Tabela 5), ou seja, a variável tamanho teve impacto positivo em relação à governança corporativa, a variável ADR teve correlação negativa e, finalmente, a variável tangibilidade teve uma correlação positiva, estando tais resultados, portanto, em acordo com

diversas obras sobre a temática utilizadas para embasar este estudo (ARIFF; IBRAHIM; OTHMAN, 2007; DURNEV; KIM, 2005; SILVEIRA; PEROBELLI; BARROS, 2008).

6 CONCLUSÃO

O presente estudo teve por objetivo investigar os fatores determinantes de governança corporativa das empresas do setor elétrico brasileiro listadas na BM&FBovespa. As práticas de governança das empresas foram medidas através do Índice de Governança Corporativa (IGOV), sendo os dados, posteriormente, submetidos a análises descritivas e de regressão, para atender ao citado objetivo.

Reuniram-se as 67 empresas brasileiras do setor, das quais foram excluídas 13 que não apresentaram as informações necessárias, e 7 que se comportaram como *outliers*, resultando em uma amostra de 47 firmas.

Na referida análise, verificou-se que as empresas da amostra atenderam, em média, a 59,6% do IGOV. Entretanto, tomando-se por base a expressiva diferença entre os resultados máximo e mínimo, tanto do IGOV propriamente dito como das quatro categorias utilizadas para o seu cálculo, observou-se que algumas empresas apresentaram uma boa qualidade de governança corporativa, em contrapartida a firmas que atenderam a poucas das questões formuladas, o que confirma os argumentos de Klapper e Love (2004) e Silveira e Barros (2008) de que em um mesmo nicho econômico podem-se observar empresas com qualidades diversas de governança corporativa.

Dessa forma, seis variáveis independentes foram selecionadas como determinantes da qualidade de governança corporativa das empresas do setor, com base na literatura sobre o tema.

Pelos resultados dos coeficientes obtidos na análise de regressão, sugere-se uma associação positiva do IGOV com tamanho e tangibilidade, bem como uma associação negativa com *payout*, idade, desempenho e emissão de ADR.

Por fim, pôde-se concluir que as variáveis independentes desempenho, *payout* e idade não apresentaram significância estatística na análise de regressão, sendo rejeitadas, portanto, três das seis hipóteses levantadas. Salienta-se também que tais resultados não corroboraram os achados de Ariff, Ibrahim e Othman (2007), Black, Jang e Kim (2003), Klapper e Love (2004), Mapurunga, Ponte e Oliveira (2013) e Mota e Eid Júnior (2007).

Assim, de um modo geral, pode-se concluir também que alguns dos achados apresentados, principalmente aqueles ligados à rejeição das hipóteses levantadas com base na literatura acerca da temática, podem ser justificados devido às particularidades do setor elétrico, como, por exemplo, o fato de ser altamente regulado pelo governo, ou mesmo pelo expressivo número de *holdings*, conforme apontam Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014).

Algumas limitações deste estudo também devem ser consideradas, como, por exemplo, a amostra limitada a apenas 47 empresas e a análise em apenas um único período (2014). Apesar dos esforços na seleção e tratamento das perguntas que compuseram a métrica para o cálculo do IGOV, reconhecem-se também limitações que são inerentes a esse tipo de metodologia, no que diz respeito à elaboração de índices.

Dessa forma, sugere-se, para futuras pesquisas, a extensão no número de períodos, em vez de se trabalhar com apenas um, para melhor evidência do comportamento dos dados. Sugere-se também o emprego de técnicas estatísticas mais sofisticadas dos pontos de vista teórico e funcional, além de um maior número de variáveis que possam ser testadas como fatores explicativos de governança.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, M. A. *et al.* Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa: um estudo das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa. **RAC – Revista de Administração Contemporânea** (online), v. 14, p. 907-924, 2010a.

_____. Determinantes da qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto que possuem investimentos públicos. **Revista Brasileira de Gestão de Negócios**, v. 12, p. 369-387, 2010b.

ALMEIDA, R. S.; KLOTZLE, M. C. ; PINTO, A. C. F. Composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica no Brasil. **Revista de Administração da Unimep**, v. 11, n. 1, p. 156-180, 2013.

ALVES, D. L.; RIBEIRO, K. C. de S.; MANTESE, F. A. de 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 – Semead, 2007.

ANTUNES, G. A.; MENDONÇA, M. M. Impacto da adesão aos níveis de governança da bovespa na qualidade da informação contábil: uma investigação acerca da oportunidade, relevância e do conservadorismo contábil utilizando dados em painel. In: CONGRESSO ANPCONT, 2., 2008, Salvador. **Anais...**, Salvador: Anpcont, 2008.

ARAGÃO, Lindenberg Araújo; OLIVEIRA, Marcelle Colares; PONTE, Vera Maria Rodrigues. Governança corporativa no setor bancário brasileiro: um estudo sobre as práticas dos conselhos de administração. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 34., 2010, Rio de Janeiro, **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2010. CD-ROM.

ARAÚJO, Antônio Maria Henri Beyle de; MENDES, Paulo César de Melo; LUSTOSA, Paulo Roberto Barbosa. Governança corporativa no Brasil: contraste de práticas entre bancos e instituições não financeiras. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011. Disponível em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos112011/454.pdf>>. Acesso em: 1 abr. 2015.

ARIFF, Akmalia Mohamad; IBRAHIM, Muhd Kamil; OTHMAN, Radiah. Determinants of firm level governance: Malaysian evidence. **Emerald Group Publishing Limited**, v. 7, n. 5 p. 562-573, 2007.

ARRUDA, L. P. **O disclosure da governança corporativa nas empresas do setor de energia elétrica no Brasil**. 2011. 125 f. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade Federal de Goiás, Goiânia.

ASSUNÇÃO, R. R. *et al.* Complexidade organizacional e governança corporativa nas maiores companhias abertas do Brasil. **Enfoque**, v. 33, p. 105-122, 2014.

BERNARDINO, F. F. M. ; PEIXOTO, F. M. ; FERREIRA, R. N. . Governança corporativa e valor da firma: um estudo de empresas brasileiras do setor elétrico... **RECADM – Revista Eletrônica de Ciência Administrativa**, v. 13, p. 15-25, 2014.

BERLE, A.; MEANS, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

BHAGAT, Sanjai; BOLTON, Brian. Corporate governance and firm performance. *Journal of Corporate Finance*, v. 14, p. 257-273, 2008.

BLACK, Bernard S.; JANG, Hasung; KIM, Woochan, Does corporate governance affect firm value? Evidence from Korea, **Working Paper**, n. 327, Stanford Law School, 2003.

BM&FBOVESPA – BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. **Segmentos de Listagem**. 2015. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 4 abr. 2015.

BRAGA-ALVES, M. V.; SHASTRI, K. Corporate governance, valuation and performance: evidence from a voluntary market reform in Brazil. **Financial Management**, v. 40, n. 1, p. 139-157, 2011.

BRANDÃO, I. F.; ASSUNCAO, R. R.; PONTE, V. M. R.; REBOUCAS, S. M. D. P. Fatores determinantes do *disclosure* de *guidance* das companhias listadas na BM&FBOVESPA. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 10, p. 87-114, 2013.

COLLIS, J.; HUSSEY, R. **Pesquisa em administração**: um guia prático para os alunos de graduação e pós-graduação. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CUNHA, Paulo Roberto da; POLITELO, Leandro. Determinantes do nível de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBovespa. **Advances in Scientific and Applied Accounting**, v. 6, p. 211-235, 2013.

DEMIDENKO, E. **Mixed models**: theory and applications with R. 2nd edition. New York: Wiley, 2013.

DITTMAR, Amy K. Why do firms repurchase stock? **The Journal of Business**, v. 73, n. 3, p. 331-355, 2000.

DURNEV, A.; KIM, E. H. To steal or not steal: firm attributes, legal environment and valuation. **The Journal of Finance**, v. 60, n. 3, p. 1461-1493, 2005.

EPE – Empresa de Pesquisa Energética. **Anuário estatístico de energia elétrica**. 2012. Disponível em: <http://www.epe.gov.br/AnuarioEstatisticodeEnergiaEletrica/20120914_1.pdf>. Acesso em: 13 abr. 2015.

ETCHEVERRY, M. S. Privatização do setor elétrico brasileiro: impactos sobre o trabalho. **Revista Labor**, v. 1, p. 1-15, 2008.

FASSARELLA, L. M. Governança corporativa e valor das empresas brasileiras do setor de agronegócios. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 36., 2012, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2012.

GABRIEL, Fabiano; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Qualidade da informação contábil e análise de sua relação com a estrutura de governança corporativa das firmas no Brasil. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011, São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011. Disponível em:

<<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos112011/238.pdf>>. Acesso em: 6 abr. 2015.

GOLDEMBERG, J.; LUCON, O. Energia e meio ambiente no Brasil. **Estudos avançados**, v. 21, n. 59, p. 7-20, 2007.

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. corporate governance and equity prices. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, p. 107-155, February. 2003.

GUJARATI, D. N.; PORTER, D. C. *Econometria básica*. 5. ed. Rio de Janeiro: Amgh, 2011.

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...** Rio de Janeiro, 2011. CD-ROM.

HARFORD, J.; MANSI, S. A.; MAXWELL, W. F. Corporate governance and firm cash holdings in the U. S. **Journal of Financial Economics**, v. 87, p. 535-555, 2008.

HIMMELBERG, Charles P.; HUBBARD, R. Glenn; PALIA, Darius. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. **Journal of Financial Economics**. v. 53, n. 3, p. 309-466, set. 1999.

HITT, M. A. **Administração estratégica**. São Paulo: Thomson, 2003.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em:

<<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 25 mar. 2015.

JAGANNATHAN, M.; STEPHENS, C. P.; WEISBACK, M. S. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. **Journal of Financial Economics**, v. 57, p. 355-384, 2000.

JARDIM, P. N. F. M. **Ganhos e perdas com a implementação do atual modelo regulatório do setor elétrico brasileiro**. 2013. nnn f. Dissertação (Mestrado em Planejamento Energético) – Programa de Pós-graduação em Planejamento Energético, Instituto Alberto Luiz Coimbra de Pós-Graduação e Pesquisa de Engenharia (Coppe), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

JOHN, Kose; KNYAZEVA, Anzhela. Payout policy, agency conflicts, and corporate governance. **Working paper**, New York University, 2006.

KAPPER, F. A. **O impacto da governança corporativa no desempenho das empresas brasileiras de capital aberto no ramo de energia elétrica**. 2011. nnn f. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre.

KHANCHEL, Imen. Corporate governance: measurement and determinant analysis. **Managerial Auditing Journal**. v. 22, n. 8, p. 740-760, 2007.

KLAPPER, Leora F., LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of Corporate Finance**. v. 10, n. 5, p. 703-728, nov. 2004.

KLOTZLE, M. C.; COSTA, Luciana de Andrade. Governança corporativa e desempenho dos bancos no Brasil. **Gestão.Org**, Recife, v. 4, n. 4, p. 246-262, 2006.

LARCKER, David F.; RICHARDSON, Scott A; TUNA, A Irem. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. **The Accounting Review**, v. 82, n. 4, p. 963-1008, 2007.

LEÃO, Alexandre de Souza Baptista de. **Determinantes da governança corporativa no Brasil**. 2010. 80 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia e Finanças, Ibmec, Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração e Economia, Rio de Janeiro, 2010.

MAPURUNGA, P. V. R.; PONTE, V. M. R.; OLIVEIRA, M. C. Determinantes das práticas de governança corporativa: um estudo nas empresas registradas na CVM. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 37., 2013, Rio de Janeiro. Anais... Rio de Janeiro: Anpad, 2013.

MELO, Pedro Bernardes de. A governança corporativa e a agregação de valor ao preço das ações das empresas do setor alimentos de carnes e derivados da Bovespa. 2005. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/BibliotecaDetalhes.aspx?CodAcervo=423>>. Acesso em: 10 fev. 2014.

MELLO, Othon. Governança Corporativa versus desempenho das ações: um estudo das empresas do setor elétrico no âmbito da Bovespa. **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, n. 182, p.21- 31, abr. 2010.

MOTA, D. C.; EID JÚNIOR, W. Dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações: um estudo empírico sobre a política de distribuição no Brasil. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO – ENANPAD, 31., 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2007.

MOURA, Geovanne Dias de *et al.* Boas práticas de governança corporativa e evidenciação obrigatória dos ativos intangíveis. In: CONGRESSO USP DE CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 11., 2011. São Paulo. **Anais...** São Paulo: USP, 2011. Disponível Em: <<http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos112011/507.pdf>>. Acesso em: 15 abr. 2015.

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico. **Principles of corporate governance**. Paris: OCDE, 1999.

OLIVEIRA, A. M. S. *et al.* **Contabilidade internacional**: gestão de riscos, governança corporativa, contabilização de derivativos. São Paulo: Editora Atlas, 2008.

OLIVEIRA, L. R.; BEYS, F. N. Análise das práticas de governança corporativa em empresas do setor de energia elétrico brasileiro. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 34., 2010, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2010. CD-ROM.

OLIVEIRA, M. C. *et al.* Práticas de governança corporativa adotadas por companhias fechadas brasileiras e alinhamento às demandas do mercado de capitais. **Base** (São Leopoldo. Online), v. 10, p. 196-209, 2013.

REIS, L. B. dos; CUNHA, E. C. N. da. **Energia elétrica e sustentabilidade**: aspectos tecnológicos, socioambientais e legais. Barueri: Manole, 2006.

RODRIGUES, M. M. S.; MUNIZ, R. M. Estudo comparativo das empresas do setor energético que aderiram a níveis diferenciados de governança corporativa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 35. 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Rio de Janeiro: Anpad, 2011. CD-ROM.

ROGERS, Pablo; SECURATO, J. S.; RIBEIRO, K. C. de S. Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil. In: 30º Encontro da ANPAD - ENANPAD - 2006, Salvador. **Anais...** Salvador: Anpad, 2006. CD-ROM.

ROSSETTI, J. P.; ANDRADE, A. **Governança corporativa**: fundamentos, desenvolvimento e tendências. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat. **Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação**. 3. ed. rev. atual. Florianópolis: Laboratório de Ensino a Distância da UFSC, 2001.

SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2004.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança corporativa no Brasil e no mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

_____; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd – Revista Eletrônica de Administração**, v. 14, p. 1-29, 2008.

_____; _____; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **ERA**, v. 43, n. 3, 2003.

_____; PEROBELLI, Fernanda Finotti; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. Governança corporativa e os determinantes da estrutura de capital: evidências empíricas no Brasil. **RAC – Revista de Administração Contemporânea**, v. 12, p. 763-788, 2008.

SROUR, G. **Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras**. 2002. nnn f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Departamento de Administração, PUC-RJ, Rio de Janeiro, 2002.

WITHRELL, William. The OECD and Corporate Governance. *Financial Reporting*. June, 1999.