

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

BENEDITA CARVALHO DE ARAÚJO

EVOLUÇÃO DAS NORMAS SOBRE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES ACERCA
DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEU IMPACTO NAS EMPRESAS
BRASILEIRAS

Novembro/2014
FORTALEZA-CE

BENEDITA CARVALHO DE ARAÚJO

**EVOLUÇÃO DAS NORMAS SOBRE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES ACERCA
DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEU IMPACTO NAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Monografia apresentada à Faculdade de
Economia, Administração, Atuárias,
Contabilidade, Secretariado Executivo,
como parte dos requisitos para
obtenção do grau de Bacharel em
Ciências Contábeis.

Orientadora: Prof^ª. Dra. Marcelle Colares Oliveira

Novembro/2014
FORTALEZA-CE

BENEDITA CARVALHO DE ARAÚJO

**EVOLUÇÃO DAS NORMAS SOBRE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES ACERCA
DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E SEU IMPACTO NAS EMPRESAS
BRASILEIRAS**

Esta monografia foi submetida à Coordenação do curso de Ciências Contábeis como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, outorgado pela Universidade Federal do Ceará – UFC e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho desta monografia é permitida, desde que de acordo com as normas da ética científica.

Data da aprovação: 20/11/2014

Prof^ª. Marcelle Colares Oliveira
Orientadora

Prof^ª. Nirleide Saraiva Coelho
Membro da Banca Examinadora

Prof^ª. Roberta Carvalho de Alencar
Membro da Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

Agradeço a DEUS que me deu vida, coragem, dedicação, força e uma linda família para conseguir alcançar meus objetivos pessoais e profissionais. Tenho certeza que sem fé em DEUS e sem o apoio de minha família e amigos não conseguiria realizar esse trabalho.

Aos meus queridos e amados pais João Belchior e Demicia Carvalho, pela educação, amor, carinho e ensinamentos para que pudesse me tornar uma mulher digna de ser sua filha.

À minha irmã querida que mesmo sem saber me dá forças para continuar minha caminhada, e que sempre me apoia me dando amor e carinho.

À professora Marcelle Colares, pela disponibilidade, sabedoria, dedicação, sugestões e paciência durante a realização desse trabalho.

Às professoras Nirleide Saraiva e Roberta Carvalho, por fazerem parte da banca examinadora.

Aos meus amigos Tatiana, Davi, Thoyo, Alan, Bruno, Domenico pelo incentivo e apoio na realização do trabalho.

Ao meu namorado Neio que me ajudou muito nesta caminhada, me dando força, amor e carinhos nos momentos difíceis.

E aos demais que, de alguma forma, contribuíram na elaboração desta monografia.

RESUMO

A Governança Corporativa vem evoluindo ao longo dos anos, por meio de um conjunto de medidas legais e institucionais que visam garantir a qualidade das informações disponibilizadas pelas empresas, diminuindo a assimetria informacional existente entre gestores e investidores. Nessa conjuntura as Instituições de Mercado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Bolsa de Mercadorias e Futuros da Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) e a Legislação Brasileira passaram a estimular fortemente a adoção de boas práticas de Governança Corporativa pelas empresas, no sentido de garantir proteção aos investidores. Nesse contexto o presente estudo teve por objetivo analisar a evolução das normas editadas por instituições brasileiras referentes ao *disclosure* de informações relativas à Governança Corporativa e seus impactos na divulgação pelas empresas brasileiras. Utilizou-se, como parâmetro, os 52 indicadores de Governança Corporativa recomendados pela *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD), para comparar os resultados das empresas brasileiras estudadas pela Organização das Nações Unidas (ONU) no ano de 2011 com os encontrados neste estudo no ano de 2013. Trata-se de uma pesquisa qualitativa, exploratória e documental. Os dados coletados foram analisados através da técnica de análise de conteúdo, utilizando o *benchmark* da UNCTAD, e da análise documental. Os principais resultados demonstraram que ocorreu um aumento geral de 9% da divulgação dos indicadores do benchmark da UNCTAD, quando comparado com o estudo da ONU (2011), e que nem todos os indicadores que são obrigatórios foram divulgados pelas empresas da amostra.

Palavras-chave: Divulgação. Governança Corporativa. ONU. UNCTAD (*benchmark*). Instituições Brasileiras. Normas Brasileiras.

ABSTRACT

Corporate governance has evolved long time ago through a set of legal and institutional measures to ensure the quality of the information disclosed by companies, thus decreasing the informational asymmetry that exists between managers and investors. Therefore, Institutions as Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC), Securities and Exchange Commission (CVM), Futures Exchange of São Paulo Stock Exchange (BM&FBOVESPA) and the Brazilian legislation began to strongly stimulate the adoption of good corporate governance practices by companies, in order to ensure investor protection. In this context, the present study aimed to analyse the evolution of norms issued by Brazilian institutions related to the disclosure of information regarding their corporate governance and its impact on Brazilian companies reporting practices. As a parameter, it was used 52 corporate governance indicators recommended by *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD) to compare the results from Brazilian companies studied by the UN in 2011 with the results found in this study in 2013. This research is qualitative, exploratory and documental. The collected data was analysed through the content analysis technique, using UNCTAD *benchmark*, and documental analysis. The main results showed that there was an overall increase of 9% of the dissemination of UNCTAD *benchmark* indicators when compared with the UN study realized in 2011. Moreover, not all the indicators that were required have been disclosed by the companies in the sample studied.

Keywords: Disclosure. Corporate Governance. UN. UNCTAD (*benchmarking*). Brazilian Institutions. Brazilian Norms.

LISTA DE SIGLAS

BM&FBOVESPA – Bolsa de Mercadorias e Futuros da Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DVA – Demonstração do Valor Adicionado

DFC – Demonstração do Fluxo do Caixa

FR – Formulário de Referência

GC – Governança Corporativa

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

IAN - Formulário de Informações Anuais

NACD - *National Association of Corporate Directors*

ONU – Organização das Nações Unidas

S/A – Sociedade Anônima

SEC - *Securities and Exchange Commission*

UNCTAD - *United Nations Conference on Trade and Development*

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Principais inovações da Governança Corporativa na 4ª edição do IBGC.....	29
Quadro 2 - Comparativo entre os segmentos de listagem de empresas na Bovespa.....	36
Quadro 3 - Indicadores Recomendados pela UNCTAD e sua localização nas Instituições Brasileira.....	39
Quadro 4 - Categorias e subcategorias dos Indicadores de Governança Corporativa do Guia da UNCTAD e as respectivas palavras-chave.....	43
Quadro 5 - Empresas da amostra.....	47

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Comparação dos indicadores de Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle divulgado pelas empresas brasileiras nos anos de 2011 e 2013.....	51
Gráfico 2 - Comparação dos Indicadores de Transparência Financeira nas empresas brasileiras nos anos de 2011 e 2013.....	53
Gráfico 3 - Comparação dos indicadores de Auditoria pelas empresas brasileiras nos anos de 2011 e 2013.....	55
Gráfico 4 - Comparação dos indicadores de Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal divulgado pelas empresas brasileiras nos anos de 2011 e 2013.....	56
Gráfico 5 - Comparação dos indicadores de Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência pelas empresas nos anos de 2011 e 2013.....	58

LISTA DE TABELA

Tabela 1 - Quantidade Divulgada dos Indicadores de Governança Corporativa por Categoria.....	48
--	----

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	13
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	16
2.1 Governança Corporativa.....	16
2.2 <i>Disclosure</i> Obrigatório versus <i>Disclosure</i> Voluntário.....	18
2.3 Estudos Empíricos Recentes	21
2.4 Os Avanços na Governança Corporativa Advindas do Ambiente Institucional e de Matéria Legal sobre Governança Corporativa.....	24
2.4.1 Lei das Sociedades por Ações.....	25
2.4.1.1 <i>Mudanças da Lei 6.404/76 com relação à Governança Corporativa</i>	26
2.4.2 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)	27
2.4.3 Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.....	31
2.4.4 Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA).....	35
2.4.5 Considerações sobre a Fundamentação Teórica.....	38
3 METODOLOGIA.....	41
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	47
4.1 Caracterização da Amostra.....	47
4.2 Análise da Divulgação dos Indicadores de Governança Corporativa por Categoria Recomendados pela UNCTAD.....	47
4.3 Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle.....	50
4.4 Transparência Financeira e Divulgação de Informações.....	52

4.5 Auditoria.....	53
4.6 Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal.....	55
4.7 Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência.....	57
5 CONCLUSÕES.....	60
REFERÊNCIAS.....	62

1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa, segundo definição do Cadbury (1992), é o sistema e a estrutura de poder que conduzem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas.

Nessa conjuntura, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009) enfatiza que a Governança Corporativa vem evoluindo ao longo dos anos, através de um conjunto de medidas legais e institucionais que visam proporcionar a divulgação de informações por parte das companhias, auxiliando os investidores na avaliação das melhores oportunidades de alocação de recursos e, conseqüentemente, diminuindo a assimetria informacional existente entre gestores e investidores.

Segundo Yamamoto e Salotti (2006), a divulgação nas empresas está relacionada à utilização de canais formais ou informais que fornecem informações contábeis de natureza quantitativa e qualitativa aos usuários.

Nesse contexto, o *disclosure* ou divulgação, torna-se necessário diante da possibilidade de auxiliar os usuários no processo decisório. Dantas, Zendersky e Niyama (2005) entendem que não basta divulgar, devendo-se, mais do que isso, divulgar com qualidade e clareza. A divulgação de uma maior quantidade de informações com qualidade de informações, de forma tempestiva e consistente, para todo o mercado pode ser vista como forma de igualdade de direitos entre todos os acionistas, além de propiciar aos gestores credibilidade junto ao mercado de capitais. Escândalos ocorridos recentemente, como os casos Eron e Parmalat, aumentaram as discussões sobre a relevância e a credibilidade da divulgação da informação (LANZANA, 2004).

Observa-se, no contexto atual, que não somente os órgãos reguladores - Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no caso do Brasil- têm exigido padrões mais altos de divulgação de informações, mas também que as companhias têm se envolvido em atitudes voluntárias de divulgação de informações (LANZANA, 2004).

No Brasil, as principais iniciativas que têm impulsionado o desenvolvimento da Governança Corporativa e a sua maior divulgação se referem aos marcos legais e às recomendações da CVM, os compromissos exigidos pela Bolsa de Valores para listagem diferenciada das empresas, as pressões por boa governança exercida pelos investidores

institucionais e o código de melhores práticas de Governança Corporativa definido pelo IBGC (FERREIRA, 2011).

O presente estudo propôs-se a ampliar a discussão sobre a evolução das Normas Obrigatórias e Voluntárias como ferramenta para a Governança Corporativa nas empresas brasileiras, pretendendo ser uma fonte de pesquisa para todos os grupos interessados em conhecer a atual situação das normas vigentes.

Diante dessa exposição, enuncia-se a pergunta que norteia o desenvolvimento deste estudo: Qual a evolução das normas sobre divulgação de informações acerca da Governança Corporativa e seu impacto nas empresas brasileiras?

Para responder a questão da pesquisa, desenvolveu-se este estudo com o objetivo geral de analisar a evolução das normas editadas por instituições brasileiras referentes ao *disclosure* de informações relativas à Governança Corporativa e seu impacto na divulgação pelas empresas brasileiras. Para atingir esse objetivo, foram estabelecidos os seguintes objetivos específicos:

- (i) Investigar a fundamentação teórica referente à evolução da edição de normas sobre práticas e divulgação de Governança Corporativa;
- (ii) Investigar a evolução da edição de normas sobre práticas e *disclosure* de Governança Corporativa no Brasil;
- (iii) Comparar a evolução do nível de divulgação das informações sobre Governança Corporativa nas maiores companhias abertas do Brasil.

Em países como o Brasil, onde o arcabouço legal de proteção aos direitos do investidor é precário, especialmente no que diz respeito ao *enforcement* das leis estabelecidas, a atitude voluntária das companhias de melhorias da estrutura de governança é extremamente importante (SILVEIRA, 2002).

No Brasil, foram criados os códigos de Boas Práticas de Governança - do IBGC -, a Cartilha de Melhores Práticas de Governança Corporativa - da CVM -, bem como os Regulamentos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa - da BM&FBOVESPA - (ALMEIDA; KLOTZLE; PINTO, 2013), que contribuíram para que a temática da utilização de boas práticas alcançasse mais relevância e aderência por parte das empresas. Assim, esses documentos colaboram para um maior *disclosure* sobre Governança Corporativa.

Dessarte, a pesquisa se justifica na medida em que a evolução da publicação de orientações sobre práticas e divulgação de Governança Corporativa se tornou uma importante ferramenta de gestão empresarial e que, devido às constantes oscilações no mercado, os *stakeholders*, em especial os investidores, necessitam, cada vez mais, de informações livres de viés para poderem investir nas empresas.

Quanto ao objetivo geral, o estudo trata-se de uma pesquisa exploratória em que se buscou expandir o conhecimento sobre o assunto em questão, com vistas a torná-lo mais explícito (GIL, 2010).

O delineamento escolhido para o estudo foi a pesquisa bibliográfica e a documental com abordagem de natureza qualitativa. Essas pesquisas serviram de base para a elaboração do referencial teórico. Através da pesquisa documental, foi possível comparar o *disclosure* de informações de Governança Corporativa de 10 empresas brasileiras antes e depois da edição de normas recentes (voluntárias e obrigatórias).

Para consecução dos objetivos do trabalho e da solução do problema, a monografia foi estruturada em quatro seções, além desta introdução. Na primeira seção, foram apresentados aspectos sobre Governança Corporativa, *Disclosure* Voluntário e Obrigatório, os avanços na Governança Corporativa advindas do Ambiente Institucional e Legal, além de estudos recentes. A segunda seção detalha a metodologia utilizada para a realização da parte empírica da pesquisa que utilizou um *benchmark* composto por 52 itens de divulgação. A terceira seção apresenta a análise dos dados e a avaliação dos resultados obtidos na pesquisa. Por fim, na quarta seção, são apresentadas as considerações finais e a recomendação para pesquisas futuras.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Governança Corporativa

O movimento pela Governança Corporativa teve seu início em meados da década de 1980, especialmente em países com mercados de capitais desenvolvidos, a temática se tornou importante tanto no meio acadêmico, principalmente no que tange à vinculação da adoção de mecanismos de governança corporativa, tais como proteção aos acionistas, como em debates de interesse público (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2003). Os grandes investidores institucionais passaram a se mobilizar contra algumas corporações que eram administradas de maneira irregular, causando desvantagens aos acionistas. Esse movimento foi se expandindo pelo mundo, chegando à Inglaterra e depois se estendendo pelo resto da Europa (RIBEIRO NETO; FAMÁ, 2003). Assim, em 1992, na Inglaterra, foi criado o primeiro Código de Governança Corporativa, que tinha como objetivo revisar aspectos contábeis de controle e transparência, conhecido como *The Cadbury Report* (JESUS, 2004).

Esse movimento surgiu para superar o “conflito de agência”, decorrente da separação entre a propriedade e a gestão empresarial. A preocupação da governança corporativa é criar um conjunto eficiente de mecanismo a fim de assegurar que o comportamento dos executivos esteja sempre alinhado com o interesse dos acionistas (NIYAMA et al., 2011).

No Brasil, essa corrente é mais recente. Começou a partir de 1999, com a criação do IBGC e do primeiro Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Além da reforma da lei das sociedades anônimas, em 2001, que promoveu um considerável avanço nos padrões de governança na legislação brasileira (FERREIRA et al., 2011).

Nesse contexto, a governança corporativa possui mecanismos que, segundo Silveira (2004), objetivam garantir e aumentar o retorno sobre os investimentos. Dessa forma, há mecanismos de proteção aos acionistas que alinham os interesses entre todos eles e entre acionistas e gestores. Como exemplo, pode-se citar o conselho de administração, que é um dos principais mecanismos de proteção e valorização da organização. É ele que decide os rumos do negócio, conforme o melhor interesse da organização.

De acordo com o IBGC, Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle, como auditoria independente e

conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses à finalidade de preservar e aumentar o valor da sociedade, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua perenidade (IBGC, 2010).

Essas boas práticas tendem a propiciar redução do custo de capital no médio e no longo prazo, em virtude da redução do risco para os *stakeholders*, além de melhorar a qualidade, a divulgação e a transparência das informações prestadas pelas companhias. Tudo isso impacta de forma positiva, direta ou indiretamente, o resultado da companhia e, conseqüentemente, gera condições para aumento da riqueza dos proprietários (TAVARES FILHO, 2006).

Ribeiro et al. (2012) observaram que a adoção de boas práticas de governança corporativa têm impacto positivo na *performance* de criação de valor das empresas, agregando também valor aos *stakeholders* que têm algum interesse e que compõem as organizações. Logo, a adoção dessas boas práticas pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, conseqüentemente, aumenta a confiança dos investidores em adquirir ações e em pagar um preço melhor por elas, diminuindo assim, seu custo de captação (BM&FBOVESPA, 2010).

Nesse contexto, Malacrida e Yamamoto (2006) elencam os quatro princípios que norteiam a Governança Corporativa, a saber: transparência (*disclosure*), equidade (*fairness*), prestação de contas (*accountability*) e conformidade legal (*compliance*). Assim, a Contabilidade interage com este Sistema de Controle e Monitoramento na tentativa de indicar caminhos referentes à divulgação de informações aos interessados. Portanto, a transparência, que é expressa pela prática de prover informações relevantes de forma clara, tempestiva e precisa de todos os elementos importantes da organização, constitui-se em um princípio basilar das boas práticas de governança corporativa, já que “resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros” (IBGC, 2010, p. 19).

O princípio da transparência (*disclosure*), destaque nesta pesquisa, está atrelado à divulgação de informações aos diferentes *stakeholders* (IUDÍCIBUS, 2006). Conforme o IBGC (2009), para que ocorra a materialização desse princípio, as empresas devem formalizar as políticas de divulgação de informação.

Um benefício da expansão do acesso informacional é a redução da assimetria de informação (ELESWARAPU; THOMPSON; VENKATARAMAN, 2004). Nessa conjuntura, a transparência proporciona condições adequadas para a tomada de decisões de investimento e possibilita aos diversos interessados o acesso às informações que lhe são pertinentes (HEBB, 2006).

Além dos princípios, que servem de estímulo à expansão da empresa pelo aporte de recursos dos novos ou atuais acionistas, a Governança Corporativa possui outros instrumentos que permitem suavizar a assimetria informacional e o oportunismo dos agentes, como por exemplo: (i) a política de divulgação de informações, como forma de materializar o princípio de transparência; (ii) o código de conduta, que são procedimentos a serem observados para evitar ou punir o uso indevido de informações privilegiadas; (iii) a política sobre contribuições e doações, em que todos os custos oriundos de suas atividades voluntárias são relacionados ao valor da empresa; e (iv) a política de combate a atos ilícitos, que engloba conceitos e diretrizes para a prevenção e o combate a atos ilícitos (MAIA; VASCONCELOS; DE LUCA 2013).

2.2 Disclosure Obrigatório versus Disclosure Voluntário

Segundo Yamamoto e Salotti (2006, p. 11), a divulgação poderá se dar de duas formas: voluntária ou obrigatória. Os que defendem a primeira argumentam que as empresas, ao praticar este tipo de divulgação, possuem os estímulos necessários para realizá-lo, isto é, os benefícios para produzir são maiores que os seus custos.

Por sua vez, os defensores da divulgação obrigatória relatam que as empresas acabam não fornecendo informações suficientes aos seus usuários, por considerarem que determinadas informações são favoráveis aos seus concorrentes, limitando-se, com isso, a divulgar apenas aquelas informações que são exigidas por lei (YAMAMOTO; SALOTTI, 2006, p. 11).

Pena (2010) explica que a transparência não se restringe a um mero estabelecimento legal, mas representa um valor da empresa que deve ser identificado em suas diversas ações, inclusive nas de governança corporativa. Logo, o *disclosure* deve ser reconhecido como uma agregação de valor organizacional oriunda de uma vontade da própria empresa em divulgar.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2009), a administração de uma empresa deve cultivar o desejo de informar, pois é com uma boa comunicação, interna e externa, que um clima de confiança com o mercado é adquirido. Ainda segundo o IBGC (2009), as informações de interesse dos *stakeholders* devem ser fornecidas, mesmo que não sejam obrigatórias em lei ou regulamento.

Segundo Bushman, Piotroski e Smith (2004), *disclosure* pode ser definido como a ampla disponibilização de informações a respeito de empresas listadas e que é de interesse para os agentes do mercado.

Conforme Malacrida e Yamamoto (2006, p. 69):

A transparência consubstancia-se em um dos principais pilares da governança corporativa, de grande ênfase em todas as reflexões sobre o assunto e também presente na maioria dos códigos existentes na atualidade.

Nesse sentido, Martins, Silva e Barros (2005) apontam que um dos principais objetivos da governança corporativa consiste em proteger o valor da empresa com políticas de controle e evidenciação da informação, por meio da ampliação da transparência nas relações sociais, de maneira a inibir o monopólio da informação por parte dos controladores.

Conforme o IBGC (2009), o conceito de governança corporativa vem evoluindo através de um conjunto de marcos legais e iniciativas espontâneas que não são exigidas em lei.

Yamamoto e Salotti (2006, p.17) destacam que as pesquisas que abordam o *disclosure* devem estar dentre 3 categorias. A primeira é denominada de pesquisa sobre Divulgação Baseada em Associação (*association-based disclosure*) e investiga a associação entre o *disclosure* voluntário e o comportamento dos investidores. A segunda é conhecida como pesquisa sobre Divulgação Baseada em Julgamento (*discretionary - based disclosure*) e examina as razões que impulsionam os gestores e/ou as empresas a divulgarem determinada informação. Por fim, a terceira é nomeada de pesquisa sobre Divulgação Baseada em Eficiência (*Efficiency-based disclosure*) e “inclui os trabalhos que investigam quais configurações de divulgação são as preferidas, na ausência de conhecimento passado sobre a informação”.

Bushman e Smith (2003) defendem que a divulgação de informação contábil é essencial para avaliação de oportunidades de investimento em uma economia, tanto para os gestores ao escolherem um projeto quanto para os investidores alocarem seus recursos de forma eficiente. Segundo Healy e Palepu (2001), outro fator importante a ser considerado no *disclosure* é o problema da assimetria informacional, que ocorre porque os empreendedores detêm melhores informações sobre o negócio que os investidores.

Healy e Palepu (2001) sugerem várias alternativas para solucionar os problemas de agência, entre as quais está a divulgação de informações relevantes, para que os proprietários possam monitorar as ações dos agentes.

Nesse contexto, Verrecchia (2001) alude que é importante que a empresa reduza voluntariamente o problema de assimetria da informação, tornando a comunicação entre gestores, acionistas e o mercado em geral mais aberta, com a finalidade de reduzir o seu custo de capital. Cunha e Ribeiro (2008) ressaltam que as práticas de governança corporativa servem como instrumento de monitoramento da administração para os investidores externos e que a divulgação voluntária diminui a assimetria informacional gerada pelo conflito de agência. Assim, as empresas que adotam práticas de governança corporativa tendem a divulgar informações voluntariamente, o que sugere uma correlação positiva entre essas duas variáveis.

Com a finalidade de abrandar os problemas oriundos da existência de assimetrias informacionais no mercado de capitais e, dessa forma, permitir seu melhor funcionamento, criaram-se mecanismos (externos e internos) para incentivar a divulgação de informações privadas por parte das companhias e para permitir um monitoramento mais efetivo dos atos dos seus gestores por parte dos demais *stakeholders* (partes interessadas). Entre estes mecanismos, destaca-se o *disclosure* obrigatório, isto é, a divulgação do conjunto mínimo de informações exigido pela legislação pertinente e pelos órgãos reguladores competentes (KIRCH, LIMA e TERRA, 2012).

Ainda segundo Kirch, Lima e Terra (2012), além do *disclosure* obrigatório, há outras informações de caráter voluntário. No contexto atual, não somente os órgãos reguladores (no Brasil, a CVM) têm exigido padrões mais altos de abertura de capitais, mas também as companhias têm se envolvido em atitudes voluntárias de divulgação de informação. Tais informações têm caráter complementar e, em conjunto com as informações obrigatórias (leis e

regulamentos), visam promover a tomada de decisão de seus usuários, tornar mais transparente o processo de gestão das companhias e diminuir, ainda mais, a assimetria informacional entre os participantes do mercado.

Segundo Yamamoto e Salotti (2005), existem custos relacionados à evidenciação; no entanto, o objetivo do gestor é alavancar os resultados financeiros da empresa, desse modo, ele divulga apenas a informação que beneficia o resultado da companhia. Corroborando com as pesquisas, Dye (1985) mostra, em seus estudos, que os gestores evidenciam apenas as informações favoráveis à empresa, excluindo as informações desfavoráveis. Ainda Segundo Dye (2001), a omissão de variáveis relevantes favorece a inferência de ocultação de aspectos negativos, afetando, significativamente, a credibilidade das informações prestadas.

2.3 Estudos Empíricos Recentes

Este tópico apresenta alguns estudos empíricos recentes que, de alguma forma, versaram sobre os temas explorados nesta pesquisa – Governança Corporativa, *Disclosure* – sob diferentes enfoques.

Lanzana (2004) analisou se havia relação significativa entre *disclosure* e governança corporativa. Para isso, utilizaram cinco variáveis, duas relacionadas à estrutura de propriedade e três relacionadas ao conselho de administração. O autor concluiu que a variável relacionada à estrutura de propriedade corroborou o efeito de substituição entre nível de *disclosure* e de governança. Já a variável Independência, relacionada ao conselho de administração, mostrou que o grau de independência do conselho é relevante para as empresas. As demais variáveis de governança, em geral, não apresentaram significância.

Lanzana, Silveira e Famá (2006) estudaram as relações entre o nível de *disclosure* e o de governança corporativa. Para tal, criaram uma variável para classificação de níveis de *disclosure* utilizando modelos econométricos. Os principais resultados foram a significância das variáveis DIF e INDEP. A DIF observa a diferença de controle em relação ao direito de fluxo de caixa do controlador. Ela mostrou que quanto maior essa diferença, maior o nível de *disclosure*. Por outro lado, a INDEP, que indica a proporção de membros não executivos do Conselho de Administração, mostrou que quanto maior essa razão, maiores os níveis de *disclosure*.

Lima (2007) investigou a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capitais de terceiros. Para isso, foram pesquisadas 23 companhias abertas no decorrer de 2000 a 2004, para o nível de *disclosure*, e de 2001 a 2005, para o custo de capital de terceiros. Os resultados demonstram que o nível de *disclosure* voluntário possui relação inversa com o custo de capital de terceiros, ou seja, quanto maior o nível de *disclosure*, menor o custo de capital de terceiros.

Amaral et al. (2008) pesquisaram se havia alguma relação entre a defasagem na divulgação dos demonstrativos financeiros anuais das empresas e seu respectivo nível de governança corporativa, partindo do pressuposto de que quanto maior a defasagem, menor a transparência. Os resultados indicam que o excesso de controle dos acionistas majoritários tende a causar uma maior demora na liberação dos relatórios, mas que a presença ou não da empresa nos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa e o Índice Abrangente de Qualidade da Governança Corporativa não tiveram relação com a defasagem.

Ainda em 2008, a ONU investigou o *disclosure* de práticas de Governança Corporativa, recomendados pelo seu Guia, em 100 empresas de mercados emergentes, compreendendo as 10 mais importantes dos seguintes países: África do Sul, Brasil, China, Coréia do Sul, Índia, Israel, Indonésia, Malásia, México e Rússia. Os resultados encontrados demonstram que, em média, as empresas da amostra divulgaram mais da metade dos indicadores recomendados. Além disso, pôde-se observar que as práticas relacionadas à auditoria foram, significativamente, menos evidenciadas (UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, 2008).

Guzzo et al. (2009) investigaram a divulgação dos fatores de risco do mercado e a relação com os níveis de governança corporativa das 50 maiores empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA no ano de 2010. Os resultados demonstraram que os fatores mais divulgados foram: riscos cambiais e riscos na taxa de juros. Evidenciaram, também, que apenas 6% das empresas estão em conformidade com aquilo que é exigido pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, ou seja, divulgam todos os fatores de riscos de mercado (FRM) de forma qualitativa e quantitativa. Os resultados mostraram ainda que empresas com níveis de governança corporativa diferenciados não divulgaram mais informações satisfatórias comparadas a empresas tradicionais.

Gasparetto e Schvirck (2011) avaliaram se as empresas que optam por melhores práticas de gestão, representadas pela adesão a níveis diferenciados de governança corporativa, adotam, voluntariamente, a divulgação de resultados por segmento e em que nível essas práticas estão de acordo com o Pronunciamento CPC 22, que requer que as companhias divulguem, a partir do exercício de 2010, as informações por segmento. Os resultados encontrados demonstraram que as empresas com maior nível de governança tendem a ter mais disposição à divulgação voluntária, no entanto, percebe-se um baixo nível de aderência ao que a norma contábil prescreve para tal procedimento. O resultado da pesquisa mostrou, ainda, que, das empresas que divulgam informações em IFRS, somente algumas publicam a mesma informação no padrão nacional.

Em 2011, a ONU publicou um relatório sobre o *disclosure* de Governança Corporativa em 25 países: Brasil, Japão, Reino Unido, Estados Unidos e mais 21 países emergentes. O estudo comparou as normas que exigiam a evidenciação de práticas de Governança Corporativa recomendadas pela ONU e analisou o *disclosure* de 188 empresas participantes de mercados emergentes, 10 empresas do Japão, 10 empresas do Reino Unido e 10 empresas dos Estados Unidos. Para este estudo, o *benchmark* foi utilizado como referência de boas práticas de Governança Corporativa. Esse *benchmark* é composto por 52 indicadores de Governança Corporativa cuja divulgação de informações é recomendada pela UNCTAD. Eles são distribuídos em 5 grupos: Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle, Transparência Financeira, Auditoria, Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal, Estrutura de Processo do Conselho e da Gerência. Os resultados encontrados demonstraram que, em média, 70% dos indicadores de Governança Corporativa do *benchmark* são divulgados pelas empresas. Desses indicadores, o grupo “Transparência Financeira” obteve o maior nível médio de divulgação, seguido por “Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência” e “Estrutura de Propriedade”. Já os grupos: “Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal” e “Auditoria” obtiveram o menor índice de divulgação (UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT, 2011a).

Por fim, Oliveira (2013) realizou um estudo sobre *disclosure* de Governança Corporativa no Brasil, cuja amostra era composta por todas as empresas listadas no IBOV a partir de março de 2013, e utilizou, como referência de boas práticas em Governança Corporativa, o *benchmark* composto por 52 indicadores de divulgação desenvolvidos pela UNCTAD. Os resultados obtidos indicaram que, em média, empresas listadas no Índice

BM&FBOVESPA (IBOV) evidenciam mais de 75% dos indicadores recomendados pelo guia da UNCTAD. Demonstraram, ainda, que apenas 12 dos 52 foram divulgados por todas as empresas. A autora concluiu que as companhias da amostra, prioritariamente, divulgaram itens obrigatórios pela legislação nacional. Entretanto, muitas empresas divulgaram itens voluntários, apenas recomendados pela UNCTAD e pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC).

2.4 Os Avanços na Governança Corporativa Advindas do Ambiente Institucional e de Matéria Legal sobre Divulgação de GC

Um dos aspectos que influenciou o desenvolvimento das características da Governança Corporativa no mundo foi o ambiente legal em que os países estavam inseridos. De acordo com Andrade e Rossetti (2004), por volta do século XVIII, a Inglaterra, Alemanha, França e Itália aprimoraram a Contabilidade, focando em seus costumes, cultura e leis. Com o passar do tempo, surgiu o movimento pela Governança Corporativa, com o intuito de transparecer melhores informações e atender, de forma igualitária, todas as partes interessadas na empresa. Porém; diante das particularidades sociais, econômicas e culturais de cada país, a governança corporativa foi tomando formas distintas de modo a surgir diferentes modelos (NARDI et al., 2007).

Nesse contexto, observa-se que governança corporativa desenvolve-se de acordo com o ambiente institucional em que está implantada. Com as mudanças ocorridas no ambiente institucional brasileiro, diversas fragilidades foram observadas nas organizações brasileiras e em seus sistemas de governança, emergindo a necessidade da implementação das boas práticas de Governança Corporativa (IBGC, 2009).

No Brasil, a regulamentação sobre práticas de divulgação sobre Governança Corporativa ocorreu por meio de um conjunto de ações de cunho institucional e legal que mudaram o cenário da Governança Corporativa no país. São exemplos do primeiro a criação do IBGC e dos níveis diferenciados de governança corporativa. Já, do segundo, é destaque a edição da Lei das Sociedades por Ações e suas alterações ao longo dos anos (PONTE et al., 2011).

2.4.1 Lei das Sociedades por Ações

Conhecida como Lei 6.404 de 1976, a Lei das Sociedades por Ações (S/A) foi o grande marco legal para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Essa Lei regulamentava a estrutura básica que as empresas deveriam seguir em sua contabilidade, forma organizacional, direitos e deveres de dirigentes e acionistas, além de padronizar diversas práticas existentes (VIEIRA; MENDES, 2006).

Segundo Bulgarelli (1998, p. 30), a lei 6.404/76 foi uma grande revolução na legislação brasileira e no mercado de capitais brasileiro. Observa-se isso ao se avaliar a estrutura do mercado de capitais brasileiro antes dela. Tal mercado caracterizava-se, principalmente, pelas sociedades estatais, nas quais os investidores possuíam como principal atributo não interferir em decisões do Estado.

Outra peculiaridade era aguardar a valorização da sociedade. Assim, os investidores poderiam aumentar o valor de suas ações junto ao mercado secundário com o intuito de negociá-las futuramente. Outra forma de direito societário bastante presente era o das companhias nacionais de caráter familiar.

Reconhecendo as deficiências do mercado de capitais brasileiro, a formulação da lei buscou promover uma revolução legislativa, ao criar meios que possibilitassem drenar a poupança popular para esse mercado, como a consequente capitalização das empresas e menores possibilidades de endividamento. Além disso, permitiu a valorização e deu mais possibilidades para as negociações em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão, auxiliando a empresa nacional, que estava comprimida entre a empresa estatal e a multinacional (SILVEIRA, 2002, p.18).

Para estimular um maior interesse da população pelo mercado de capitais, sem; no entanto, diminuir a participação dos antigos acionistas do poder de decisão sobre os negócios societários, a lei alterou a estrutura do capital, permitindo que, ao invés de 50%, passasse a ser 2/3 o capital sob a forma de ações preferenciais. Essas ações são aquelas que, em geral, não conferem direito a voto, mas que têm preferência na distribuição de investimentos, assim tornou-se interessante para a população investir no mercado de capitais, haja vista que os acionistas controlavam a empresa com apenas 1/6 do capital (SILVA, 2002).

2.4.1.1 Mudanças da Lei 6.404/76 com relação à Governança Corporativa

A lei das S.A. sofreu várias alterações no decorrer dos anos, modificando, com isso, práticas de Governança Corporativa e assegurando que uma maior disponibilidade de informação estivesse à disposição dos usuários regulados pela referida lei.

De acordo com a Lei 6.404/76, a companhia deve divulgar o Relatório de Anual da Administração, descrevendo o negócio da entidade, o ambiente, a conjuntura econômica geral, as características principais do desempenho financeiro da entidade, os fatores que o influenciaram e os principais riscos e incertezas que enfrentam. Além disso, as Demonstrações Contábeis devem ser comparativas e auditadas por auditores independentes registrados na CVM. Desse modo, o Parecer desses auditores deverá ser divulgado junto com as demonstrações. Com relação ao Parecer Fiscal, a legislação societária não obriga a sua publicação, no entanto, se for optada pela sua criação, ele deve ser publicado pelo órgão competente (GERON, 2008).

A seguir serão explicitadas as leis que alteraram a Lei 6.404 de 1976 relacionadas à governança corporativa.

A Lei 9.457/97 alterou a redação original da Lei 6.404/76 com o intuito de facilitar o programa governamental de privatizações em setores estratégicos, suprimindo direitos fundamentais dos acionistas da firma, como a extinção do direito de recesso dos acionistas minoritários nos casos de fusão, incorporação e cisão. Além disso, suprimiu a necessidade de oferta pública em caso de alienação de controle. Diante da visão de convergência legal, esse enfraquecimento levaria ao aumento dos conflitos entre minoritários e controladores e a subsequente diluição de valor da participação dos minoritários (SROUR, 2005). Essa lei foi considerada um retrocesso no direito societário brasileiro, já que foi lesiva aos interesses dos acionistas minoritários, diminuindo a sua proteção (CRISÓSTOMO; FREIRE; SOARES, 2013).

A reforma da Lei das S.A. pela Lei 10.303/01 trouxe proteção, com certas restrições, aos acionistas minoritários, buscando mais transparência das informações e tratamento equitativo entre acionistas. Entretanto, não restaurou o princípio do tratamento igualitário contido originalmente no art. 254 da Lei das S.A, mas consagrou expressamente o princípio do valor diferenciado de ações de mesma espécie. Essa lei impõe ao acionista controlador da

companhia e ao acionista minoritário o dever de informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à CVM e a Bolsa de Valores (SILVEIRA, 2010).

A Lei 10.411/02 constituiu maior autonomia na gestão da CVM, ampliando suas competências e lhe conferindo o status de agência reguladora. Além disso, modificou a estrutura da composição do colegiado da referida autarquia, estabelecendo um prazo do mandato do colégio, proporcionando assim maior responsabilidade e controle.

A Lei 11.638/07 promoveu alterações na Lei 6.404/76 com o intuito de promover o aprimoramento e harmonização dos padrões contábeis com aqueles aceitos e praticados pelos principais mercados financeiros mundiais, ou seja, a convergência contábil internacional. Essa Lei introduziu a obrigatoriedade da publicação das demonstrações financeiras: Demonstração do Valor Adicionado (DVA) e Demonstrações do Fluxo de Caixa (DFC). Buscando, com isso, aumentar o grau de transparência das demonstrações financeiras em geral e, assim, proporcionar uma melhor visão perante o mercado (SILVEIRA, 2010).

Para facilitar a participação dos acionistas minoritários à distância em decisões nas assembleias, a Lei 12.431/11, ou Lei das debêntures de Infraestrutura, estabeleceu instrumentos essenciais, como procuração eletrônica e assinatura digital. Dessa forma, os acionistas minoritários estarão mais comprometidos com o destino da companhia. Além disso, essa Lei forneceu incentivos fiscais a investidores, brasileiros e estrangeiros, que estivessem dispostos a investir em títulos de crédito de projetos de infraestrutura.

2.4.2 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC)

O IBGC foi fundado em 27 de novembro de 1995, como uma sociedade civil de âmbito nacional sem fins lucrativos. É uma organização exclusivamente dedicada à promoção da governança corporativa no Brasil, sendo também o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no país, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional, contribuindo para a melhoria do desempenho das organizações.

Segundo Silveira (2002), o IBGC tem o objetivo de melhorar e incentivar a Governança Corporativa no Brasil, sendo a única entidade da América Latina focada na discussão do tema.

Como resultado da necessidade de adoção de boas práticas de governança corporativa pelas empresas brasileiras, o IBGC se propôs a elaborar o primeiro código com as melhores práticas de governança corporativa no Brasil, lançado em 1999. Para alcançar esse objetivo, baseou-se em outros Códigos de Melhores Práticas já existentes no mundo, tais como o *National Association of Corporate Directors* (NACD), o Guia da *General Motors*, o Relatório *Hampel* (1997), o Relatório *Cadbury* (1992), dentre outros, levando também em conta a reflexão sobre a Lei das Sociedades Anônimas então vigentes e algumas sugestões obtidas a partir das discussões e conclusões de um representativo grupo de empresários que estiveram reunidos em abril de 1997, no Estado de São Paulo (SILVEIRA, 2010).

O Código do IBGC foi criado a princípio com foco nas organizações empresariais, no entanto, buscou-se adequar a outros tipos de organizações. Esse Código aborda práticas e recomendações para os órgãos do sistema de governança, os sócios, o conselho de administração, a gestão, a auditoria independente e o conselho fiscal, além disso, trata de conduta e de conflitos de interesses que podem ser aplicados a um ou mais agentes (IBGC, 2009).

Após o lançamento do Código Brasileiro de Melhores Práticas de Governança corporativa, quando a própria expressão governança corporativa era praticamente desconhecida no Brasil, os principais modelos e práticas passaram por intensos questionamentos, ocorrendo uma acentuada evolução do ambiente institucional e empresarial no país (SILVEIRA, 2010).

Com o intuito de refletir todas essas alterações, em abril de 2001, o código de Melhores Práticas passou por uma primeira revisão (2ª versão), já conduzida e efetivada sob as promessas de avanços legislativos e regulatórios que atestaram a importância da governança corporativa. Já a terceira versão, de 30 março de 2004, destacou-se por centrar na inclusão do princípio de responsabilidade corporativa, com o intuito de atentar para a perenidade das organizações, contribuindo com valores e orientações de estratégia empresarial (ANDRADE E ROSSETTI, 2009).

Mais recentemente, em 01 de setembro de 2009, o IBGC divulgou a quarta versão, revisada e ampliada, do Código Brasileiro de Governança Corporativa, que visou adequar-se às mudanças ocorridas no ambiente empresarial, legislativo e normativo e manter-se atualizado às tendências internacionais.

Segundo os dados do IBGC 2009, divulgados na sua 4ª versão após a publicação da versão anterior em 2004, é notório o desenvolvimento do mercado de capitais através da aumento do número de novas empresas na bolsa, de fusões e aquisições de grandes companhias e de reverses empresariais de veteranas e novatas.

Além disso, outro fato fundamental que deve ser destacado é o início súbito de uma crise econômica mundial. Todos esses motivos, demonstrando a fragilidade das empresas e de seus sistemas de governança, tornaram propícia a divulgação da quarta versão do código neste período.

O IBGC reeditou o seu código no intuito de acompanhar essas mudanças, acrescentando inovações, detalhamentos e revisões às suas recomendações ao mercado. Entre os principais itens abordados, destacam-se as novas formas de participação dos *stakeholders*, com mais transparência, e maior detalhamento da atuação do conselho de administração (SILVEIRA, 2010). O Quadro 1 apresenta as principais inovações trazidas pela 4ª edição do código do IBGC.

Quadro 1 – Principais inovações da Governança Corporativa na 4ª edição do IBGC

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	
Permanecem princípios fundamentais, como a separação das funções de conselho de administração e de gestão.	
PRAZO DO MANDATO	<ul style="list-style-type: none"> • Estendeu-se de 1 para até 2 anos, visando a um maior conhecimento sobre o negócio. • Para renovação, é necessária uma avaliação formal de desempenho.
DISPONIBILIDADE DE TEMPO (ITEM NOVO)	<ul style="list-style-type: none"> • Recomendou-se ao conselheiro restringir o número de conselhos e de comitês dos quais participa para que possa exercer adequadamente sua função.
CONSELHEIRO INDEPENDENTE	<ul style="list-style-type: none"> • Detalharam-se mais a importância do conselheiro independente e o seu conceito. • Aconselhou-se que cada organização defina um período máximo de permanência do conselheiro como independente. • Previu-se que o conselheiro poderá recuperar sua independência após um período de 3 anos de afastamento da empresa.
SUSTENTABILIDADE (ITEM NOVO)	<ul style="list-style-type: none"> • Uniu e aprofundou o tratamento às questões de sustentabilidade
REMUNERAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> • Detalhou-se mais essa questão. • Indicou-se evitar estruturas de incentivo de remuneração que atrelem a remuneração do conselheiro à da gestão. O conselho precisa ter autonomia para fiscalizar e supervisionar a gestão.

Quadro 1 – Principais inovações da Governança Corporativa na 4ª edição do IBGC (continuação)

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	
Permanecem princípios fundamentais, como a separação das funções de conselho de administração e de gestão.	
DIVULGAÇÃO DA REMUNERAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> • Indicou-se divulgar individualmente todo tipo de remuneração recebida pelos conselheiros: fixo, variável e benefícios. • Se a companhia entender que não se deve divulgar o valor individual, aconselhou-se, por exemplo, a divulgação do valor coletivo separando o que é fixo e variável; explicitando as métricas e as premissas utilizadas; e separando o montante pago ao conselho e à gestão.
COMITE DE RH (ITEM NOVO)	<ul style="list-style-type: none"> • Detalhou-se o funcionamento dos comitês de RH.
PROPRIEDADE	
Reforçou a vinculação proporcional entre direito de voto e participação no capital da organização.	
POISON PILLS (ITEM NOVO)	<ul style="list-style-type: none"> • Indicou-se tratar com reservas os poison pills não sendo recomendadas cláusulas de difícil remoção ou que representem formas de perpetuar os administradores.
VOTO POR PROCURAÇÃO, ASSINATURA ELETRÔNICA, CERTIFICAÇÃO DIGITAL, AGENTES DO VOTO	<ul style="list-style-type: none"> • Detalharam-se práticas para facilitar a participação dos sócios em assembleia
MANUAL DE PARTICIPAÇÃO NAS ASSEMBLEIAS	<ul style="list-style-type: none"> • Incentivou-se a elaboração desse manual, principalmente para empresas com estrutura societária pulverizada.
GESTÃO	
	<ul style="list-style-type: none"> • Incentivaram-se maior nível de transparência e frequência na divulgação de informações. • Além do Relatório Anual, incentivou-se a divulgação de relatórios periódicos. • Divulgação das informações de remuneração (vide conselho).
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	
Permanecem princípios fundamentais, como a separação das funções de conselho de administração e de gestão.	
CONSELHO FISCAL	
	<ul style="list-style-type: none"> • Detalharam-se mais sua função e composição.
CONDUTA E CONFLITO DE INTERESSES	
	<ul style="list-style-type: none"> • Acrescentaram-se recomendações sobre algumas políticas que a empresa deve adotar, visando maior equidade e transparência, como a política de negociação de ações, a de divulgação de informações, a de combate a atos ilícitos e a de contribuições e doações.

Fonte: IBGC (2009)

Os itens deste Quadro são considerados instrumentos essenciais para uma atuação ou interação maior entre as companhias e os seus *stakeholders*.

Após a quarta edição do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa, lançada em 2009, já se encontra em audiência a quinta edição do código, que tem como

objetivo contribuir para evolução da Governança Corporativa das empresas e demais organizações atuantes no Brasil.

2.4.3 Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada em 1976 pela Lei nº 6.385, é o órgão responsável por assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, promover o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido e regulamentar as matérias expressas na Lei nº 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas), dentre outras competências (CVM, 2002).

Em junho de 2002, a CVM também deu sua contribuição para esse movimento de reformas na gestão das empresas, lançando sua Cartilha com recomendações sobre Governança Corporativa, tendo em vista a divulgação das práticas de boa governança. Segundo a própria CVM (2009), a adoção de tais práticas significa a utilização de padrões de conduta superiores aos exigidos pela legislação ou pela regulamentação da própria CVM. Vale salientar que tal cartilha não constitui uma norma cujo descumprimento seja passível de punição pela CVM. As orientações contidas nessa cartilha têm caráter facultativo.

A CVM (2002) declara que o estatuto deve conter os requisitos essenciais à votação e à representação acionária em assembleias, bem como a autorização para qualquer conselheiro convocar reuniões necessárias quando o responsável não o fizer.

Quanto à composição do conselho de administração, deve ter entre 5 (cinco) e 9 (nove) membros com qualificação técnica, com pelo menos dois deles experientes em finanças e aptos para acompanhar minuciosamente as prática contábeis. Em casos de entidades com controle compartilhado, torna-se justificável um número maior de membros. A quantidade de membros tem por base que deve haver conselheiros suficientes para indicar alta representatividade. Além disso, a independência da maioria dos membros do conselho em relação à administração da instituição é fundamental. O prazo do mandato dos conselheiros deve ser de um ano com possibilidade de reeleição (CVM, 2002).

A CVM (2002) recomenda ainda adoção de um regimento contendo as atribuições, direitos e deveres dos conselheiros administrativos e fiscais; os métodos de convocação de

reuniões; bem como as informações concernentes a comitês especializados, os quais devem ser constituídos por alguns membros do conselho de administração.

O presidente do conselho de administração e o executivo principal não devem ser a mesma pessoa, haja vista que a administração desempenhada pelos diretores é fiscalizada pelo conselho. Com relação ao conselho fiscal, a sua composição deve consistir entre 3 (três) e 5 (cinco) membros.

A CVM (2002) observa também a necessidade de um comitê de auditoria que supervisione o relacionamento da companhia com o auditor interno e externo. Aconselha-se essa prática, a fim de que sejam disseminadas e discutidas, de forma detalhada, as demonstrações financeiras da organização por pessoas aptas a analisá-las e a propor alterações quando achar necessário para que reflitam mais adequadamente à situação econômica, financeira e patrimonial da empresa.

Após oito anos de publicação da sua Cartilha, a CVM considerou que ela estava desatualizada, conforme justificativa retirada de seu manual:

Em reunião realizada no dia 09/02/2010, o colegiado da CVM considerou que esta cartilha não se encontrava atualizada, tendo em vista o relevante desenvolvimento do mercado de capitais, a significativa evolução das práticas de governança corporativa adotadas pelos emissores, bem como o surgimento de práticas e problemas que eram desconhecidos ou incipientes à época da edição do material. Naquela oportunidade, o Colegiado observou que instituições privadas e entidades autor reguladora já haviam assumido papel central na edição de códigos e orientações sobre as melhores práticas de governança corporativa, dando conta, inclusive, da permanente discussão e atualização dos padrões sugeridos ou adotados (CVM, 2010).

A Constatação da CVM sobre a desatualização de sua cartilha se deve muito à evolução que as empresas de capital aberto tiveram, bem como a evolução e a profissionalização cada vez maior nas áreas de Governança Corporativa no Brasil.

Ao mesmo tempo, a CVM emitiu novas regras destinadas a promover uma maior transparência entre as empresas. Editou a Instrução Normativa 308 de 14 de maio de 1999, que dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários. Além disso, definiu os deveres e responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes. Essa Instrução teve como objetivo introduzir no exercício da atividade de auditoria novos mecanismos que visassem a confiabilidade do mercado em relação à competência e à independência dos auditores independentes, como o exame de qualificação técnica, o programa de educação continuada e os controles de qualidade interno e externo, além de exemplificar atividades que caracterizassem o conflito de interesses quando fossem exercidas concomitantemente com a prestação de serviços de auditoria independente para um mesmo cliente.

Em 2002, a CVM editou a Instrução Normativa 358, que dispõe sobre a divulgação e o uso de informações relativo ao ato ou fato relevante das empresas listadas nela. Nessa Instrução, Fato Relevante é entendido como todo fato de caráter político-administrativo, técnico ou econômico capaz de influenciar de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários; na decisão de comprar, manter ou vender os valores emitidos ou no exercício de quaisquer direitos inerentes a condição de titular. Além disso, essa Instrução dispõe sobre a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários de emissão de companhias abertas por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal e de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, assim como na negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado.

Na tentativa de aumentar a credibilidade e manter sua estabilidade em momentos de crise, a CVM editou a Instrução Normativa nº 480 em 7 de dezembro de 2009, com o intuito de estabelecer novas regras para o registro de emissores de valores mobiliários. Ao analisar essa instrução, percebe-se que uma das alterações mais relevantes trata do abandono do formato anterior de publicação de informações periódicas por meio do documento Informações Anuais (IAN) e da adoção de um novo formato, o Formulário de Referência (FRE), em seu lugar (WINK; SILVA; LIBONATI, 2011).

Conforme Romano e Almeida (2012), a Instrução CVN nº 480 é um marco regulatório para a transparência e padronização do mercado de ações brasileiro, caracterizando o país

como forte competidor na busca por capital nacional e estrangeiro. A instrução traz relevância para o novo relatório anual (FRE) de acompanhamento de governança com foco em divulgação econômica e financeira.

A Instrução nº 480 da CVM exige que as empresas que abrem capital e negociam ativos na Bolsa de Valores do Brasil elaborem o “Formulário de Referência”, inspirado no Formulário 20-F da *Securities and Exchange Commission* (SEC), com a finalidade de regular sua situação no mercado mobiliário por meio do seu registro na CVM, além de manterem suas informações atualizadas. O Formulário de Referência é um documento eletrônico cujo conteúdo está contido no anexo 24 da referida Instrução Normativa. É um documento obrigatório para emissores registrados nas categorias “A” e “B” da referida instrução.

O Formulário de Referência, que substitui o IAN (Formulário de Informações Anuais), é o principal informe de comunicação e de prestação de contas da companhia a todos os públicos alvos, uma vez que nele estão reunidas informações relevantes para a compreensão e para a avaliação da companhia e dos valores mobiliários por ela emitidos. Nas mais de 20 seções e dezenas de subseções, é possível encontrar, entre outros: capital social, dados de cadastro, auditores independentes, grupo econômico, controladores e principais acionistas, atividades desenvolvidas, estrutura de controle, fatores de risco, dados econômico-financeiros, projeções, principais ativos, assembleia, comentários dos administradores sobre o desempenho, políticas e práticas de governança corporativa e descrição da composição e da remuneração de sua administração, recursos humanos e planos de recompra de ações.

O Formulário de Referência deve ser visto pela alta administração como um documento estratégico e dinâmico que deve ser cuidadosamente elaborado e permanentemente monitorado. Ele é emitido pela empresa e enviado à CVM anualmente ou quando ocorrerem alterações que afetem o seu conteúdo, notadamente nos casos previstos na regulamentação específica.

Esse formulário tem como objetivo se firmar como fonte permanente e confiável de informação, padronizando os dados disponibilizados pelas companhias e ainda exigindo um maior rigor na elaboração e atualização desse conteúdo. Atualização essa que exige a máxima atenção por parte das empresas listadas, pois o não cumprimento das premissas de reapresentação resulta em abertura de processo por parte da CVM, seguido de multa cominatória, conforme estabelecido pela Instrução CVM nº 480, mais especificamente pelo

artigo 24, cujo primeiro parágrafo determina que "*o emissor deve entregar o formulário de referência atualizado anualmente, em até 5 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social*" (WINK; SILVA; LIBONATI, 2011).

A Instrução da CVM n ° 481, de 17 de dezembro de 2009, abrange os requisitos adicionais sobre os procedimentos de convocação, preparação e realização das assembleias gerais dos acionistas e os instrumentos para facilitar o acesso deles às assembleias gerais, como por exemplo: transmissão pela Internet, transmissão on-line, votação eletrônica e voto por procuração. Essa Instrução contém as normas relativas às informações e pedidos públicos de procuração para o exercício do direito de voto em assembleias de acionistas aplicáveis às empresas de capital (OLIVEIRA et al., 2012).

Ainda segundo Oliveira et al. (2012), a referida Instrução objetivou disciplinar assuntos pautados às assembleias gerais de acionistas de companhias abertas. Dentre os assuntos, pode-se citar: I) informações que devem acompanhar os anúncios de convocação; II) informações e documentos relativos às matérias a serem deliberadas; e III) pedidos públicos de procuração para o exercício do voto.

2.4.4 Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA)

Em dezembro de 2000, após a publicação dos Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) deu a segunda contribuição para o movimento de reestruturação do processo de gestão das companhias brasileiras, ao criar formas de incentivo para que as empresas se adequem aos princípios da Boa Governança. Essas formas são os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Esses segmentos especiais de listagem foram desenvolvidos com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Segundo Soares (2003), o objetivo principal da BM&FBOVESPA era tornar mais forte o crescimento do mercado de capitais brasileiro, buscando aumentar a proteção ao acionista minoritário e dar maior agilidade ao processo de negociação entre eles e empresas. Dessa forma, a Bovespa estabeleceu para as empresas com ações negociadas um conjunto de regras de boa governança corporativa. Opcionalmente, as empresas podem aderir a esse

conjunto de regras, e essa adesão é divulgada ao mercado como sendo um sinal positivo sobre elas. O conjunto de regras está estratificado em quatro segmentos distintos de governança corporativa, a saber: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Bovespa Mais (Plus), além do Mercado Tradicional. Cada um destes segmentos foi criado para atrair novos investidores e novas empresas, sendo que cada um tem exigências diferentes, exigindo sempre mais do que a Lei das Sociedades por Ações obriga (BM&F BOVESPA, 2012). No Quadro 2, são comparadas as principais características dos segmentos de listagem da Bovespa.

Quadro 2 – Comparativo entre os segmentos de listagem de empresas na Bovespa

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS (a partir de 23/05/2014)	TRADICIONAL
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	25% de free float até o 7º ano de listagem	Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Esforços de dispersão acionária	Não há regra	Não há regra
Vedação a disposições estatutárias (a partir de 10/05/2011)	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quorum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra	Quórum qualificado e "cláusulas pétreas"	Não há regra
	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS (a partir de 23/05/2014)	TRADICIONAL
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)

Quadro 2 – Comparativo entre os segmentos de listagem de empresas na Bovespa (continuação)

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS (a partir de 23/05/2014)	TRADICIONAL
Composição do Conselho de Administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos (a partir de 10/05/2011)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Presidente do conselho e diretor presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)	Não há regra	Não há regra
Obrigações do Conselho de Administração (a partir de 10/05/2011)	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia	Não há regra	Não há regra	Não há regra
Demonstrações Financeiras	Traduzidas para o inglês	Traduzidas para o inglês	Conforme legislação	Conforme legislação	Conforme legislação
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo
Divulgação adicional de informações (a partir de 10/05/2011)	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta	Política de negociação de valores mobiliários	Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN (a partir de 10/5/2011)	80% para ações ON (conforme legislação)	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)

Quadro 2 – Comparativo entre os segmentos de listagem de empresas na Bovespa (continuação)

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	BOVESPA MAIS (a partir de 23/05/2014)	TRADICIONAL
Oferta pública de aquisição de ações no mínimo pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Obrigatoriedad e em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação	Obrigatoriedad e em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento	Conforme legislação
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Obrigatório	Facultativo

Fonte: Bovespa (2014)

Dessa forma, as “empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias [...]” (Bovespa, 2006). Buscando assim o entendimento de melhorar a quantidade e a qualidade das informações das empresas para que o mercado e, em especial, os acionistas possam acompanhar o desenvolvimento da empresa nas suas diversas formas de atuação , contudo com enfoque na rentabilidade dos investimentos.

2.4.5 Considerações sobre a Fundamentação Teórica

Diante do exposto, percebe-se que foram várias as iniciativas das Instituições Brasileiras no sentido de aumentar e disseminar a divulgação de governança corporativa e incentivar, com isso, o melhor desempenho das organizações. Percebe-se, por meio das Instituições supracitadas, que, ao longo dos anos, elas vêm alterando as suas normas e Leis com o intuito de contribuir para o desempenho sustentável das organizações, de influenciar os agentes da sociedade no sentido de proporcionar aos usuários um número cada vez maior de informações, bem como de proporcionar mais transparência, divulgação e equidade das informações prestadas pelas organizações aos usuários.

No Quadro 3, são apresentados os 52 indicadores recomendados pela UNCTAD e a sua recomendação ou exigência nas iniciativas comentadas anteriormente.

Quadro 3 – Indicadores Recomendados pela UNCTAD e sua localização nas Instituições Brasileira.

Boas Práticas de Governança Corporativa Recomendadas pelo Guia da ONU		
	Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle	Fonte e localização
1	Estrutura de propriedade	ICVM 480 (Formulário de Referência)
2	Processo para realizar a assembleia geral anual	ICVM 480 (Formulário de Referência); Lei 6.404; Lei 11.638 e Lei 12.431
3	Mudanças acionárias	ICVM 480 (Formulário de Referência) ICVM 358; Lei 6.404; Lei 11.638 e Lei 12.431
4	Estrutura de controle	ICVM 480 (Formulário de Referência)
5	Controle e participação igualitária correspondente	ICVM 480 (Formulário de Referência)
6	Disponibilidade e acessibilidade da agenda de reuniões	ICVM 480 (Formulário de Referência)
7	Direitos de controle	Lei 6.404; Lei 11.638; Lei 12.431 e Regulamento do Novo Mercado
8	Regras e procedimentos regulando a aquisição de controle corporativo nos mercados de capitais	Lei 6.404; Lei 11.638; Lei 12.431 e ICVM 358
9	Medidas <i>anti-takeover</i>	Lei 6.404; Lei 11.638; Lei 12.431 e Regulamento do Novo Mercado
Transparência Financeira e Divulgação de Informações		
10	Resultados financeiros e operacionais	Lei 6.404; Lei 11.638; Lei 12.431 e Regulamento do Novo Mercado
11	Natureza, tipo e elementos das partes relacionadas	ICVM 480 (Formulário de Referência) Lei 6.404; Lei 11.638 e Lei 12.431
12	Objetivos da companhia	ICVM 480 (Formulário de Referência) e ICVM 308
13	Regras e procedimentos regulando transações extraordinárias	Lei 6.404; Lei 11.638 e Lei 12.431
14	O processo de tomada de decisão para aprovação de transações com partes relacionadas	Lei 6.404; Lei 11.638 e Lei 12.431
15	Responsabilidade do conselho quanto a comunicação financeira	ICVM 480 (Formulário de Referência) e ICVM 308
16	Estimativas Contábeis Críticas	ICVM 480 (Formulário de Referência) Regulamento do Novo Mercado e ICVM 358
17	Impacto de decisões contábeis alternativas	ICVM 480 (Formulário de Referência) e Regulamento do Novo Mercado
Auditoria		
18	Processo de interação com auditores externos	Código do IBGC
19	Processo de indicação com auditores externos	ICVM 308 e ICVM 481
20	Sistema de controle interno	ICVM 308 e ICVM 481
21	Processo de interação com auditores internos	Código do IBGC
22	Processo de indicação de auditores internos / alcance de trabalho e responsabilidade	ICVM 480 (Formulário de Referência)
23	Rotação dos parceiros de auditoria	ICVM 480 (Formulário de Referência)
24	Envolvimento de auditores em trabalho fora da auditoria e pagamento dos auditores	ICVM 480 (Formulário de Referência)
25	Confiança do conselho na independência e integridade de auditores externos	ICVM 480 (Formulário de Referência)
26	Duração dos contratos dos atuais auditores	ICVM 480 (Formulário de Referência)
Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal		
27	Política e desempenho em relação com a responsabilidade ambiental e social	Código do IBGC

Quadro 3 – Indicadores Recomendados pela UNCTAD e sua localização nas Instituições Brasileira (continuação).

28	Mecanismos protegendo os direitos de outros <i>stakeholders</i> nos negócios	Código do IBGC
29	Um código de ética para o conselho e renúncia ao código de ética	Código do IBGC
30	Um código de ética para todos empregados da companhia	Regulamento do Novo Mercado
31	Impacto da política de responsabilidade ambiental e social na sustentabilidade da firma	Código do IBGC
32	O papel dos empregados na governança corporativa	Lei 10.303
33	Política sobre proteção de denunciantes para todos os empregados	Lei 10.303
	Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência	
34	Estrutura de governança, como comitês e outros mecanismos, para prevenir conflitos de interesses	ICVM 480 (Formulário de Referência)
35	Composição do conselho de administração (Conselho executivos e não-executivos)	ICVM 480 (Formulário de Referência)
36	Papel e função do conselho de administração	ICVM 480 (Formulário de Referência)
37	Composição e função da estrutura de comitês de governança	ICVM 480 (Formulário de Referência)
38	Qualificação e informação biográfica dos conselheiros	ICVM 480 (Formulário de Referência)
39	Determinação e composição da remuneração dos diretores	ICVM 480 (Formulário de Referência)
40	Interesses materiais dos membros do conselho e gerencia	ICVM 480 (Formulário de Referência) e Lei 10.303
41	Independência do conselho de administração	ICVM 480 (Formulário de Referência) e Regulamento do Novo Mercado
42	Existência de processo (s) de como abordar conflito de interesse entre membros do conselho	ICVM 480 (Formulário de Referência)
43	Mecanismos de <i>check and balance</i> (pesos e contrapesos)	Código do IBGC
44	Objetivos, sistemas e atividades da administração de riscos	ICVM 480 (Formulário de Referência) e Regulamento do Novo Mercado
45	Duração dos contratos dos diretores	Código do IBGC e ICVM 480 (Formulário de Referência)
46	Tipos e deveres dos conselheiros independentes e sua posição ocupada no conselho	ICVM 480 (Formulário de Referência)
47	Existência de um plano de sucessão	Regulamento do Novo Mercado
48	Desenvolvimento profissional e atividade de treinamento	Código do IBGC
49	Número de conselheiros independentes e posições por eles ocupadas no conselho	ICVM 480 (Formulário de Referência)
50	Processo de avaliação de desempenho	ICVM 480 (Formulário de Referência)
51	Disponibilidade e uso de unidade consultiva durante o período de balanço	Código do IBGC
52	Política de compensação para executivos seniores deixando a firma por consequência de fusão ou aquisição	ICVM 480 (Formulário de Referência)

Fonte: traduzido e adaptado de Unctad (2006) e complementado com dados das instituições brasileiras pela autora

Este Quadro traz as orientações sobre boas práticas na divulgação de informações sobre governança corporativa, da UNCTAD (2006) e a localização destes indicadores na legislação brasileira. Ou seja, o Quadro 3 traz as recomendações sobre o que as empresas

devem divulgar a respeito de suas práticas de governança, se constituindo em uma importante ferramenta na gestão das empresas.

3 METODOLOGIA

A classificação deste estudo deu-se em função do objetivo, dos procedimentos e da abordagem do problema. Assim, no que tange ao objetivo, esta pesquisa consistiu em um estudo exploratório, haja vista que o tema evolução das normas sobre divulgação de informações acerca da Governança Corporativa (GC) no Brasil é pouco abordado. Gil (2010) assevera que a pesquisa exploratória é desenvolvida no sentido de proporcionar uma visão mais geral sobre determinado fato, com vistas a torná-lo mais explícito.

Quanto aos procedimentos, esta pesquisa é classificada como investigação documental e pesquisa bibliográfica. A investigação documental é realizada, muitas vezes, mediante consulta a documentos de órgãos públicos e privados (VERGARA, 2009), como os regulamentos divulgados por instituições governamentais e não governamentais. Por sua vez, a pesquisa bibliográfica procura investigar os acontecimentos, os processos e as instituições do passado, verificando suas influências no momento (MARTINS; THEÓPHILO, 2007).

Para realizar a pesquisa documental, utilizou-se os seguintes documentos: 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 Assembleia, Edital de Convocação, Formulário de Referência. Esses documentos podem ser encontrados tanto nos portais eletrônicos das próprias empresas quanto nas informações submetidas aos portais eletrônicos da CVM e Bovespa.

A pesquisa bibliográfica fica visível quando se promove o diálogo de aspectos da Governança Corporativa, do *diclosure* e das normas que se relacionam com o tema Evolução das Normas sobre Divulgação de Governança Corporativa nas empresas brasileiras.

Quanto à abordagem do problema, esta pesquisa se classifica como qualitativa, uma vez que se pretendeu pesquisar e comparar os dados divulgados pelas 10 empresas pesquisadas pela ONU no ano de 2011 com o levantamento feito no ano de 2013, que incluiu

9 dessas 10 empresas. Como em outros estudos qualitativos, parte-se de uma pequena amostra sem intenção de generalização de resultados, que é características de estudos quantitativos.

Este tema, Governança Corporativa, é relativamente novo e muitas das normas que abordam as práticas a serem adotadas e a divulgação a ser realizada pelas empresas do Brasil são recentes, demonstrando que a evolução da divulgação dessas práticas pelas companhias brasileiras é incipiente e que o surgimento de novas normas melhora as práticas de divulgação delas.

Com a finalidade de confirmar essa afirmação, de que o surgimento de novas normas melhora as práticas de divulgação, realizou-se um estudo comparativo com 9 empresas brasileiras estudadas pela ONU em 2011, haja vista que das 10 empresas brasileiras estudadas uma fechou capital em 2012. Conforme comentado no referencial teórico, a UNCTAD (2011a) utilizou 52 práticas de governança corporativa recomendadas em seu guia como parâmetro para análise das práticas divulgadas pelas empresas pesquisadas, confrontando o que era por ela recomendado no guia e o que era efetivamente divulgado pelas empresas brasileiras.

Para comparar a divulgação dos indicadores de governança, foram utilizados como parâmetro os 52 indicadores do *benchmark* da UNCTAD/ISAR, a fim de verificar se essas empresas em 2013, com a edição de novas normas legais, sociais e profissionais brasileiras, passaram a divulgar um número maior de informações sobre Governança Corporativa em relação a 2011. Para isso, foi feito o levantamento sobre normas de caráter obrigatório e voluntário recentes sucintamente apresentado na 3ª coluna do Quadro 3, tendo como referência os indicadores da UNCTAD apresentados na 2ª coluna do Quadro 3.

Além disso, os dados coletados foram submetidos à análise de conteúdo para análise da divulgação dos indicadores de Governança Corporativa, sendo utilizado o *benchmark* da UNCTAD com os 52 indicadores distribuídos entre os cinco grupos a que pertencem e palavras-chave para cada um dos 52 indicadores extraídos do documento da UNCTAD, conforme Quadro 4. Assim, foi atribuído o valor 1 (um), para cada item divulgado que é recomendado pela ONU, e o valor 0 (zero), quando não é divulgado (mesma metodologia utilizada pela ONU em 2011). Não se entrou no mérito da qualidade da informação divulgada, pois a lista de indicadores é extensa e procura ser exaustiva.

A quantidade de indicadores de governança corporativa em cada um dos 5 grupos do *benchmark* é a seguinte: Categoria Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle, 9 indicadores; Categoria Transparência Financeira e Divulgação de Informações, 8 indicadores; Categoria Auditoria, 9 indicadores; Categoria Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal, 7 indicadores; Categoria Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência, 19 indicadores. Portanto, cada empresa poderia atingir até 52 pontos, conforme a quantidade de indicadores sobre os quais divulgasse informação.

Foi utilizado como instrumento de coleta de dados um formulário com os 52 indicadores da ONU para colher os dados de cada uma das 9 empresas, em seguida esses dados foram consolidados e comparados com os dados da ONU em 2011. A seguir, o Quadro 4 traz as categorias e subcategorias de análise do Guia da UNCTAD junto com as respectivas palavras-chave utilizadas para identificação da divulgação ou não pelas 9 empresas brasileiras e referentes aos indicadores recomendados pela UNCTAD/ISAR.

Quadro 4 – Categorias e subcategorias dos Indicadores de Governança Corporativa do Guia da UNCTAD e as respectivas palavras-chave

Grupo / Categoria	Indicador / Subcategoria	Palavras-chave
Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle	1- Estrutura de propriedade	propriedade
	2- Processo para realizar a assembleia geral anual	assembleia geral / reunião dos sócios
	3- Mudanças acionárias	voto / regras de votação / tomada de decisão / aquisição / fusão / ativos / ação / reorganização societária
	4- Estrutura de controle	controle / acionista / voto / voto por acionista
	5- Controle e participação igualitária correspondente	equidade / participação igualitária
	6- Disponibilidade e acessibilidade da agenda de reuniões	agenda / agenda de (as) reunião (ões)
	7- Direitos de controle	direito / controle / direitos de controle / voto
	8- Regras e procedimentos regulando a aquisição de controle corporativo nos mercados de capitais	capital / mercado / mercado de capitais / bolsa de valores
	9- Medidas anti- <i>takeover</i>	<i>takeover</i> / riscos corporativos / aquisição de controle / ativos / ativos da companhia / hostil

Quadro 4 – Categorias e subcategorias dos Indicadores de Governança Corporativa do Guia da UNCTAD e as respectivas palavras-chave (continuação)

Grupo / Categoria	Indicador / Subcategoria	Palavras-chave
Transparência Financeira e Divulgação de Informações	10- Resultados financeiros e operacionais	resultados / financeiros / operacionais / demonstrações financeiras
	11- Natureza, tipo e elemento das partes relacionadas	partes relacionadas
	12- Objetivos da companhia	objetivo / companhia / meta / objetivos da companhia
	13- Regras e procedimentos regulando transações extraordinárias	extraordinária / transações / regra / aquisição / fusão / <i>takeover</i> / contribuições / doações
	14- O processo de tomada de decisão para aprovação de transações com partes relacionadas	partes relacionadas / transparência
	15- Responsabilidade do conselho quanto à comunicação financeira	comunicação / responsabilidade / financeira / conselho
	16- Estimativas contábeis críticas	estimativas / provisões
	17- Impacto de decisões contábeis alternativa	contabilidade / decisões contábeis / impacto
Auditoria	18- Processo de interação com auditores externos	externos / auditores / auditores externos / interação / relação
	19- Processo de indicação com auditores externos	externos / auditores / auditores externos / indicação / seleção
	20- Sistema de controle interno	interno / controle / sistema / sistema de controle interno
	21- Processo de interação com auditores internos	internos / auditores / auditores internos / interação / relação
	22- Processo de indicação de auditores internos / alcance de trabalho e responsabilidade	internos / auditores / auditores internos / indicação / seleção / alcance / trabalho / responsabilidade
	23- Rotação dos parceiros de auditoria	rotação / parceiros / auditoria
	24- Envolvimento de auditores em trabalho fora da auditoria e pagamento dos auditores	envolvimento / auditores / trabalho extra / pagamento
	25- Confiança do conselho na independência e integridade de auditores externos	confiança / conselho / independência / integridade / auditores externos
	26- Duração dos contratos dos atuais auditores	duração / contrato / auditores

Quadro 4 – Categorias e subcategorias dos Indicadores de Governança Corporativa do Guia da UNCTAD e as respectivas palavras-chave (continuação)

Grupo / Categoria	Indicador / Subcategoria	Palavras-chave
Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal	27- Política e desempenho em relação com a responsabilidade ambiental e social	responsabilidade social / ambiental
	28- Mecanismos protegendo os direitos de outros <i>stakeholders</i> nos negócios	direitos / <i>stakeholders</i> / partes interessadas / proteção
	29- Um código de ética para o conselho e renúncia ao código de ética	ética / código / código de ética / renúncia / conselho de administração / conduta
	30- Um código de ética para todos empregados da companhia	ética / código / código de ética / empregados / conduta
	31- Impacto da política de responsabilidade ambiental e social na sustentabilidade da firma	responsabilidade social / ambiental / impacto / sustentabilidade
	32- O papel dos empregados na governança corporativa	governança / governança corporativa / empregados
	33- Política sobre proteção de denunciante para todos os empregados	<i>whistle blower</i> / proteção / empregados
Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência	34- Estrutura de governança, como comitês e outros mecanismos, para prevenir conflitos de interesses	governança / comitês / conflito de interesses
	35- Composição do conselho de administração (conselheiros executivos e não-executivos)	composição / conselho de administração
	36- Papel e função do conselho de administração	papel / função / atuação / conselho de administração
	37- Composição e função da estrutura de comitês de governança	composição / estrutura / comitês / governança
	38- Qualificação e informação biográfica dos conselheiros	qualificação / biográfica / informação biográfica
	39- Determinação e composição da remuneração dos diretores	remuneração / honorário / diretoria
	40- Interesses materiais dos membros do conselho e gerência	interesses materiais / conselho de administração
	41- Independência do conselho de administração	independência / conselho de administração
42- Existência de processo(s) de como abordar conflitos de interesse entre membros do conselho	conflitos de interesse / conselho de administração	

Quadro 4 – Categorias e subcategorias dos Indicadores de Governança Corporativa do Guia da UNCTAD e as respectivas palavras-chave (continuação)

Grupo / Categoria	Indicador / Subcategoria	Palavras-chave
Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência	43- Mecanismos de <i>check and balance</i> (pesos e contrapesos)	<i>check and balances</i> / freios e contrapesos / pesos e contrapesos
	44- Objetivos, sistemas e atividades da administração de risco	risco / administração de risco
	45- Duração dos contratos dos diretores	duração / contrato / diretores / prazo / mandato
	46- Tipos e deveres dos conselheiros independentes e sua posição ocupada no conselho	conselheiros / independentes / posição
	47- Existência de um plano de sucessão	sucessão / plano de sucessão
	48-Desenvolvimento profissional e atividades de treinamento	treinamento / desenvolvimento / educação
	49- Número de conselheiros independentes e posições por eles ocupadas no conselho	conselheiros / independentes / número
	50- Processo de avaliação de desempenho	performance / desempenho / resultado / avaliação de desempenho
	51- Disponibilidade e uso de unidade consultiva durante o período de balanço	unidade consultiva / período / balanço / conselho consultivo
52- Política de compensação para executivos seniores deixando a firma por consequência de fusão ou aquisição	Fusão/aquisição / compensação	

Fonte: traduzido e adaptado de Unctad (2006) e complementado com palavras-chave identificadas pela autora

O Quadro 4 traz as cinco categorias de análise, representadas pelos 5 grupos de indicadores de governança corporativa recomendados pela UNCTAD, e nas subcategorias, representadas, pelos 52 indicadores, no qual foi utilizado para cada indicador palavras-chave, para identificar a presença desses indicadores nas empresas da amostra. A divulgação desses indicadores é considerada de suma importância, haja vista, que os reguladores precisam destas informações para incentivar e até melhorar as prática de governança corporativa.

4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 Caracterização da Amostra

O estudo, realizado pela ONU no ano de 2011, tinha em sua amostra as 10 maiores empresas brasileiras, já o presente estudo se propôs a analisar a evolução de divulgação de Governança Corporativa de 9 dessas 10 empresas, haja vista que a empresa Tele Norte fechou capital no ano de 2012. O Quadro 5 apresenta as empresas que fazem parte do estudo da ONU e do presente estudo.

Quadro 5- Empresas da amostra

QUANTIDADE	EMPRESAS BRASILEIRAS	
	2011 (ONU)	2013
1	Ambev	Ambev
2	Banco Bradesco	Banco Bradesco
3	Banco Itaú Hidg. Fin. (S.A.)	Banco Itaú Hidg. Fin. (S.A.)
4	Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)	Companhia Siderúrgica Nacional (CSN)
5	Petrobras	Petrobras
6	Gerdau S.A.	Gerdau S.A.
7	Tele Norte Leste Part.	FECHOU CAPITAL
8	Itaú Unibanco	Itaú Unibanco
9	Usiminas	Usiminas
10	Vale do Rio Doce	Vale do Rio Doce

Fonte: Elaborado pela autora (2013)

A seguir, são apresentados os principais resultados encontrados nesta pesquisa e a comparação com os estudos da ONU em 2011 referentes à divulgação de governança corporativa dos 52 indicadores da UNCTAD pelas 9 empresas brasileiras. Assim como no estudo da ONU, este estudo não pretende medir a qualidade da divulgação, mas pretende avaliar se estas empresas, com a evolução das normas brasileiras, passaram a divulgar, ou não, um número maior de informações sobre governança corporativa.

4.2 Análise da Divulgação dos Indicadores de Governança Corporativa por Categoria Recomendados pela UNCTAD

Após a apresentação das empresas brasileiras, procedeu-se à análise da divulgação dos Indicadores de Governança Corporativa e à comparação por categoria. A Tabela 1 traz uma

primeira explanação sobre o quantitativo de indicadores divulgados por categoria pelas empresas analisadas.

Conforme explicitado na metodologia, cada empresa poderia atingir até 52 pontos. Na categoria Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle, o total de 9 indicadores; na categoria Transparência Financeira e Divulgação de Informações, o total de 8 indicadores; na categoria Auditoria, o total de 9 indicadores; na categoria Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal, o total de 7 indicadores; e, na Categoria Estrutura e processo do conselho e da diretoria, o total de 19 indicadores.

No ano de 2011, como havia 10 empresas, na categoria Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle, o total de pontos obtidos poderia variar de 0 a 90. Na categoria Transparência Financeira e Divulgação de Informações, o total de pontos obtidos poderia variar de 0 a 80. Na categoria Auditoria, o total de pontos obtidos poderia variar de 0 a 90. Na categoria Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal, o total de pontos poderia variar de 0 a 70. Na categoria Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência, o total de pontos poderia variar de 0 a 190.

Para o ano pesquisado neste estudo, na categoria Transparência Financeira e Divulgação de Informações, considerou-se 9 empresas; logo, nesse ano de pesquisa, poderiam ser obtidos até 81 pontos. Na categoria Transparência Financeira e Divulgação de Informações, poderiam ser obtidos até 72 pontos. Na categoria Auditoria, poderiam ser obtidos até 81 pontos. Na categoria Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal, poderiam ser obtidos até 63 pontos. E, na categoria Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência, poderiam ser obtidos até 171 pontos; conforme Tabela 1.

Tabela 1- Quantidade Divulgada dos Indicadores de Governança Corporativa por Categoria

Grupos de Indicadores de GC (Categorias de Análise)	Qtde. Divulgada (ONU-2011)	Média de divulgação por categoria (ONU-2011)	Qtde. Divulgada (Brasil 2013)	Média de divulgação por categoria (Brasil 2013)
Estrutura de propriedade e exercício dos direitos de controle	63	7	71	8
Transparência financeira e divulgação de informações	63	8	68	9
Auditoria	54	6	62	7
Responsabilidade social corporativa e conformidade	51	7	44	6
Conselho de administração e diretoria	124	7	120	6

Fonte: Elaborado pela autora (2013)

Ao investigar a média de divulgação dos indicadores por categoria, é possível observar que “Transparência Financeira e Divulgação de Informações”, seguido por “Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle” apresentaram a maior média, corroborando o estudo da ONU (2011). Ao comparar este estudo com o estudo da ONU, observa-se que as duas categorias citadas anteriormente obtiveram um aumento na divulgação de governança corporativa pelas empresas. Isso mostra a preocupação dos gestores em conferir à empresa maior credibilidade junto ao mercado acionário e aumentar a confiança dos investidores no processo de aquisição de ações. Pode-se inferir que esse acréscimo de divulgação de indicadores dessas categorias tem relação com a Instrução Normativa da CVM 480 (Formulário de Referência), introduzidas desde o estudo da ONU que requereu a divulgação dos indicadores Estrutura de Propriedade; Processo para realizar a assembleia geral anual; Estrutura de controle; Processo de tomada de decisão para aprovação de transações com partes relacionadas; Responsabilidade do conselho quanto a comunicação financeira; Estimativa contábeis críticas; e Impacto de decisões contábeis alternativa no Formulário de Referência, conforme apontado no Referencial Teórico.

Outra constatação refere-se à baixa média de divulgação dos indicadores de Responsabilidade Social Corporativa, que pode ser atribuída ao fato de a divulgação dessas informações pelas empresas ser opcional. Esse resultado reforça a afirmação de Yamamoto e Salotti (2005), que encontraram em sua pesquisa que o gestor divulga apenas a informação que beneficia o resultado da empresa. Com relação ao estudo da ONU (2011), essa categoria diminuiu no número de divulgação dos indicadores de governança corporativa no *benchmark* da UNCTAD.

Com relação à categoria de Auditoria, que no estudo da ONU (2011) tinha obtido a menor média entre as categorias dos indicadores analisados, neste estudo, obteve um leve aumento na média, passando de 6 para 7, ficando atrás apenas, em número de indicadores divulgados, das categorias Transparência Financeira e Divulgação de Informações e Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle. Pode-se inferir que esse aumento no número de indicadores divulgados dessa categoria tem relação com a Norma da CVM, Instrução Normativa 480, mais precisamente com o Formulário de Referência, uma vez que os indicadores Processo de indicação de auditores internos; Rotação dos parceiros de auditoria; Envolvimento de auditores em trabalho fora da auditoria e pagamento dos auditores; Confiança do conselho na independência e integridade de auditores externos; e

Duração dos contratos dos atuais auditores são exigidos na sua seção 2, intitulada Auditores, conforme apontado no Referencial Teórico.

Já a média da categoria Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência diminuiu em relação ao estudo da ONU. Isso mostra a dificuldade das empresas em identificar precisamente quais indicadores de governança são bons para a empresa medir a qualidade do conselho e divulgar. Esse resultado causa espanto porque, dos 19 indicadores dessa categoria, 17 têm sua divulgação exigida pelo Formulário de Referência e, além disso, os membros do Conselho de Administração têm um importante papel na elaboração desse formulário. Os resultados deste estudo estão associados aos achados de Lanzana (2004), que encontrou evidências empíricas de que empresas com maior percentual de membros externos no conselho de administração tendem a apresentar maior nível de *disclosure*.

Abaixo se apresenta um resumo dos principais resultados encontrados neste estudo e as comparações com os estudos da ONU, em relação a cada indicador de governança corporativa encontrado no guia da referida instituição (2011).

4.3 Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle

O estudo da ONU, que se baseou nas normas brasileiras de cunho obrigatório ou voluntário vigentes no Brasil à época do estudo, assim como o levantamento feito neste estudo, referente à categoria Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle, possuíram todos os indicadores de governança corporativa obrigatórios. Isso indica que as empresas estudadas são obrigadas a divulgar, não significando que as empresas divulguem os indicadores dessa categoria em seus documentos. Vale ressaltar que em 2011 eram 10 empresas e em 2013 eram 9 empresas.

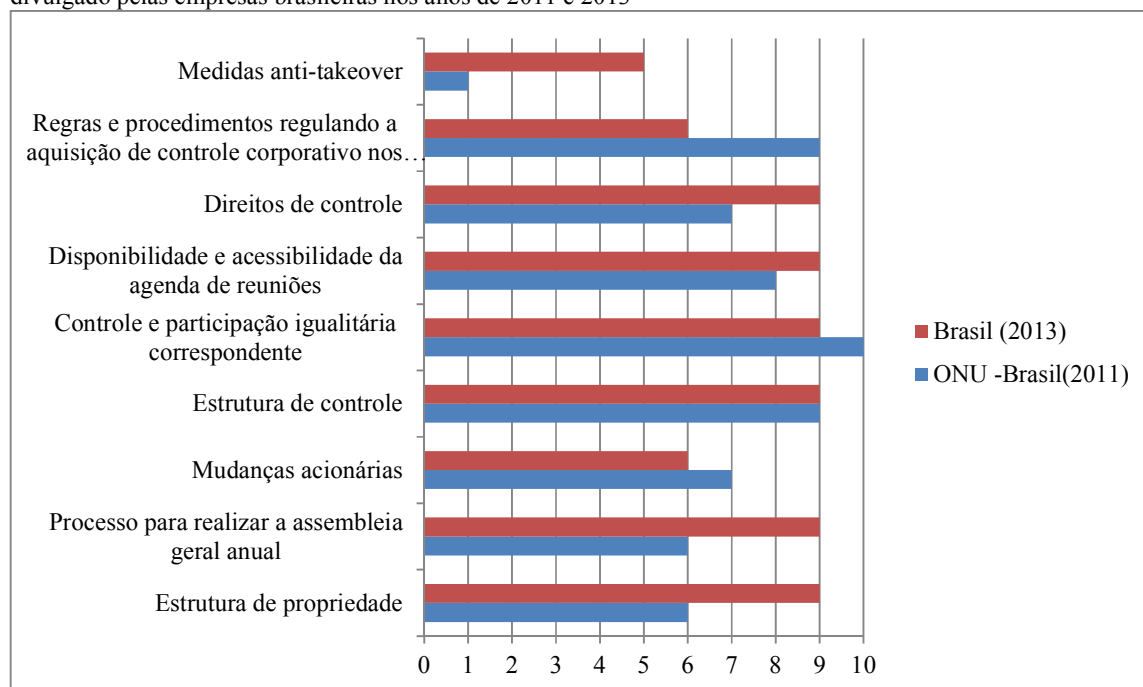
Conforme apresenta-se no Gráfico 1, dos 9 indicadores desse grupo, todos eles eram contemplados nos estudos da ONU, e atualmente os mesmos 9 estão presentes neste estudo; entretanto, houve um aumento significativo em relação aos estudos da ONU na divulgação de 3 indicadores destes grupos: Estrutura de propriedade e Processo para realizar a assembleia geral anual. Eles obtiveram um aumento de aproximadamente 40% no percentual de divulgação deste indicador, Medidas *anti-takeover*, pelas empresas. Ele obteve o maior percentual, 46%. Isso representa que os indicadores Estrutura de propriedade e Processo para

realizar a Assembleia geral anual foram divulgados por apenas 6 empresas em 2011, enquanto que 9 empresas o divulgaram em 2013. Já com relação ao indicador Medidas *anti-takeover*, apenas 1 empresa o divulgou em 2011, já, em 2013, 5 empresas o divulgaram. A divulgação dos demais indicadores obteve pouco aumento ou se manteve constante, isto é, nem aumentou nem diminuiu de 2011 para 2013.

A categoria Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle apresentou o segundo maior número de indicadores divulgados pelas empresas. Isso indica que, dos 9 indicadores que foram requeridos à divulgação, 6 foram divulgados por todas as 9 empresas. Entre os indicadores divulgados por todas elas estão: Estrutura de propriedade; Processo para realizar a assembleia geral anual; Estrutura de controle; Controle e participação igualitária correspondente; e Disponibilidade e acessibilidade da agenda de reuniões. Vale salientar que a divulgação dessas informações tornou-se obrigatória com as Instruções nº 480 e 481/2009 da CVM.

O Gráfico 1 apresenta um comparativo entre os indicadores de governança corporativa da categoria Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle divulgados pelas empresas no ano de 2013 e os do estudo da ONU em 2011.

Gráfico 1- Comparação dos indicadores de Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle divulgado pelas empresas brasileiras nos anos de 2011 e 2013



Fonte: Elaborado pela autora (2013)

No Gráfico 1 pode-se constatar um aumento no número de indicadores dessa categoria quando comparado com o estudo da ONU (2011), o que mostra que as empresas passam a divulgar um número maior de informações sobre governança corporativa, principalmente após as Instrução nº 480 e 481 da CVM.

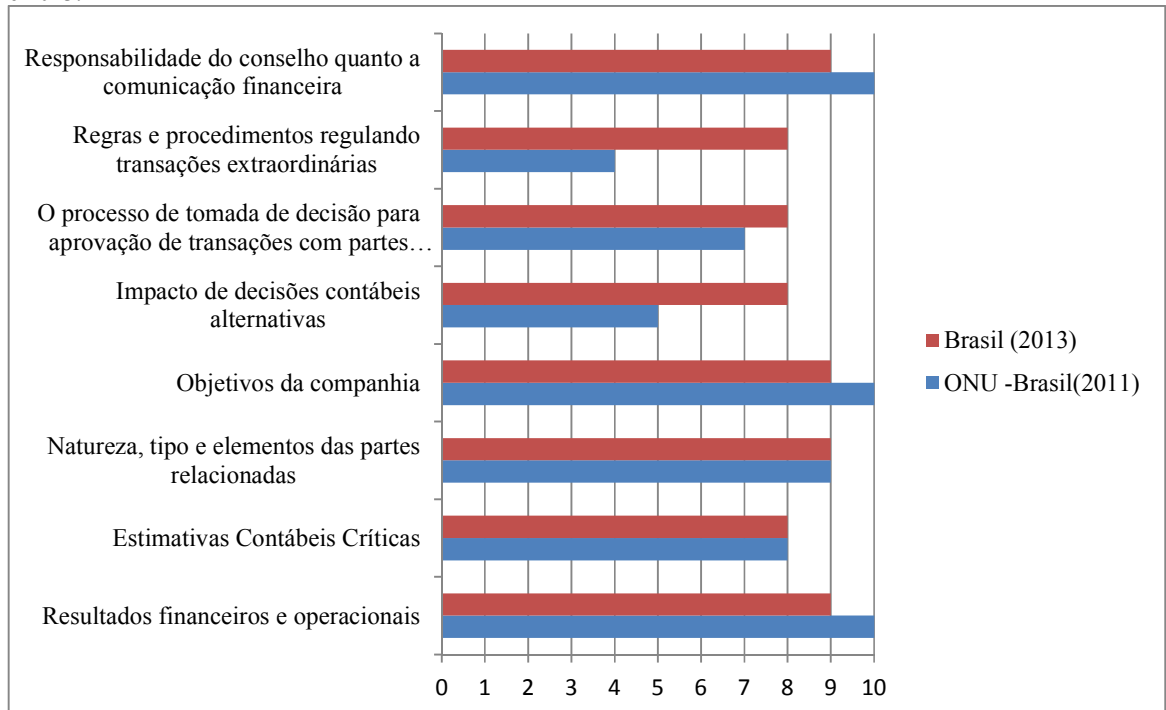
4.4 Transparência Financeira e Divulgação de Informações

Assim como na categoria Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle, a categoria Transparência financeira possui todos os seus indicadores exigidos por alguma Norma Brasileira. Ao contrário daquela categoria citada anteriormente, quando comparada com os estudos da ONU, esta teve um aumento significativo em apenas 2 indicadores, a saber: “ O processo de tomada de decisão com partes relacionadas”, que obteve em aumento de aproximadamente 20% na sua divulgação; e Regras e Procedimentos regulando transações extraordinárias, que obteve um aumento de aproximadamente 50% na sua divulgação, comparado com o estudo da ONU (2011). Isso mostra que o indicador processo de tomada de decisão com partes relacionadas, que foi divulgado por apenas 7 empresas em 2011, passou a ser divulgado por 8 empresas em 2013. Já, em relação ao indicador Regras e Procedimentos regulando transações extraordinárias, 4 empresas o divulgaram em 2011, enquanto 8 empresas o divulgaram em 2013. Com exceção do indicador Responsabilidade do conselho, quanto à comunicação financeira, que obteve um leve aumento na sua divulgação, a divulgação dos demais indicadores que compõe esta categoria do *benchmark* da UNCTAD se manteve constante.

É importante salientar que essa categoria, de todas as analisadas, é a que apresenta uma distribuição mais uniforme, pois todos os indicadores foram divulgados por pelo menos 8 empresas, o que levou essa categoria a ter a maior média de divulgação (Tabela 1). Esses resultados corroboram o estudo de Lanzana (2004), que verificou a relação entre *disclosure* e governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto, encontrando que empresas de grande porte tendem a ser mais transparentes. Pelas empresas pesquisadas serem todas sociedades anônimas de grande porte, a divulgação da maioria desses indicadores já era exigida pela Lei das S/A e normas recentes da CVM tornaram a divulgação dos demais obrigatórias também.

A seguir, é apresentado o Gráfico 2. Ele compara os indicadores da categoria de Transparência Financeira nas empresas brasileiras nos anos de 2011 e 2013.

Gráfico 2- Comparação dos Indicadores de Transparência Financeira nas empresas brasileiras nos anos de 2011 e 2013.



Fonte: Elaborado pela autora (2013)

As categorias deste Gráfico, quando comparado com as demais categorias é a que apresenta a maior homogeneidade entre os indicadores divulgados pelas empresas da amostra, ou seja, tanto neste estudo quanto no estudo da ONU, os indicadores desta categoria foram os mais divulgados, o que corrobora com a literatura apresentada nesse estudo, a de que empresas maiores tendem a ser mais transparentes, isto é, divulgar um número maior de informações aos seus usuários.

4.5 Auditoria

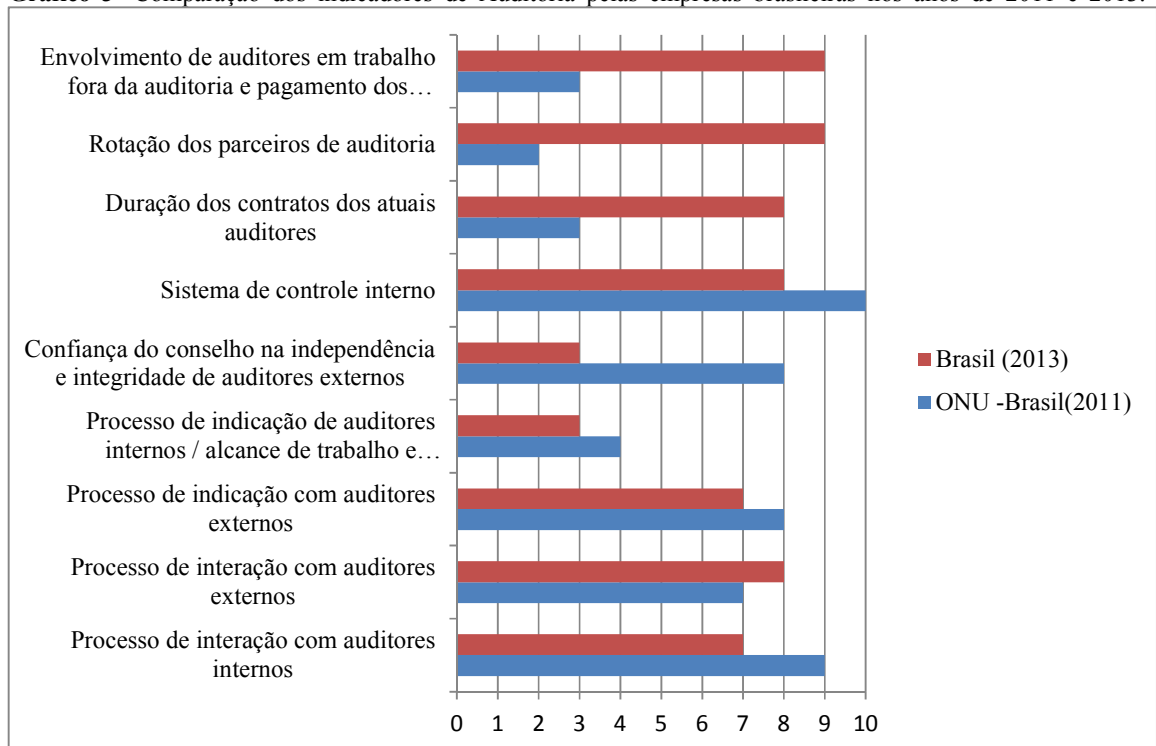
A categoria de Auditoria, assim como as duas categorias citadas anteriormente, possui todos os seus indicadores exigidos por alguma norma brasileira, o que implica que as empresas submetidas a essas normas são obrigadas a divulgar em seus documentos as informações referentes a esses indicadores.

No estudo da ONU (2011), essa categoria juntamente com a categoria Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência obtiveram o menor número de indicadores divulgados pelas empresas. Isso foi motivo de surpresa, haja vista que auditoria é uma área de fundamental importância para governança corporativa e que o conselho é um dos principais mecanismos de proteção e valorização da empresa. Entretanto, os resultados deste estudo mostram que a categoria de Auditoria, ao contrário da categoria de Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência, que continuou diminuindo a divulgação de informações de governança corporativa, aumentou de 54 indicadores divulgados pela ONU em 2011, para 62 em 2013. Esse aumento pode ser observado principalmente nos indicadores Processo de indicador de auditores internos, Envolvimento de auditores em trabalho fora da auditoria e pagamento dos auditores, confiança do conselho na independência e integridade de auditores externos, e Duração dos Contratos dos atuais auditores. Este aumento pode ser atribuído aos requerimentos presentes nas Instruções nº 480 e 481/2009 da CVM. Este resultado diverge dos encontrados pela UNCTAD (2008).

Os resultados deste estudo demonstram que das 9 categorias analisadas 5 apresentaram diminuição no número de divulgação dos indicadores de governança corporativa, comparados com o estudo da ONU (2011). Apesar dessa diminuição, houve um acréscimo na divulgação de três indicadores dessa categoria. Sendo eles: Duração dos contratos dos atuais auditores, Rotação dos parceiros de auditoria e Envolvimento de auditores em trabalho fora da auditoria e pagamento dos auditores.

O Gráfico 3 apresenta a comparação da Auditoria nas empresas brasileiras nos anos analisados no estudo.

Gráfico 3- Comparação dos indicadores de Auditoria pelas empresas brasileiras nos anos de 2011 e 2013.



Fonte: Elaborado pela autora (2013)

O Gráfico 3 mostra o aumento no número de indicadores divulgados pelas empresas brasileiras, quando comparado com o estudo da ONU, passando de 54 indicadores divulgados para 62. Entretanto, observa-se que ainda existe uma grande deficiência das empresas da amostra em divulgar alguns desses indicadores, o que se constitui em motivo de preocupação, haja vista, que a Auditoria é uma importante ferramenta no processo de governança corporativa.

4.6 Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal

Essa categoria de indicadores, ao contrário das demais categorias citadas anteriormente, não possui todos os seus indicadores exigidos por normas brasileiras. Isso pode ser explicado pela relativa novidade de muitas questões ambientais e sociais no âmbito da governança corporativa.

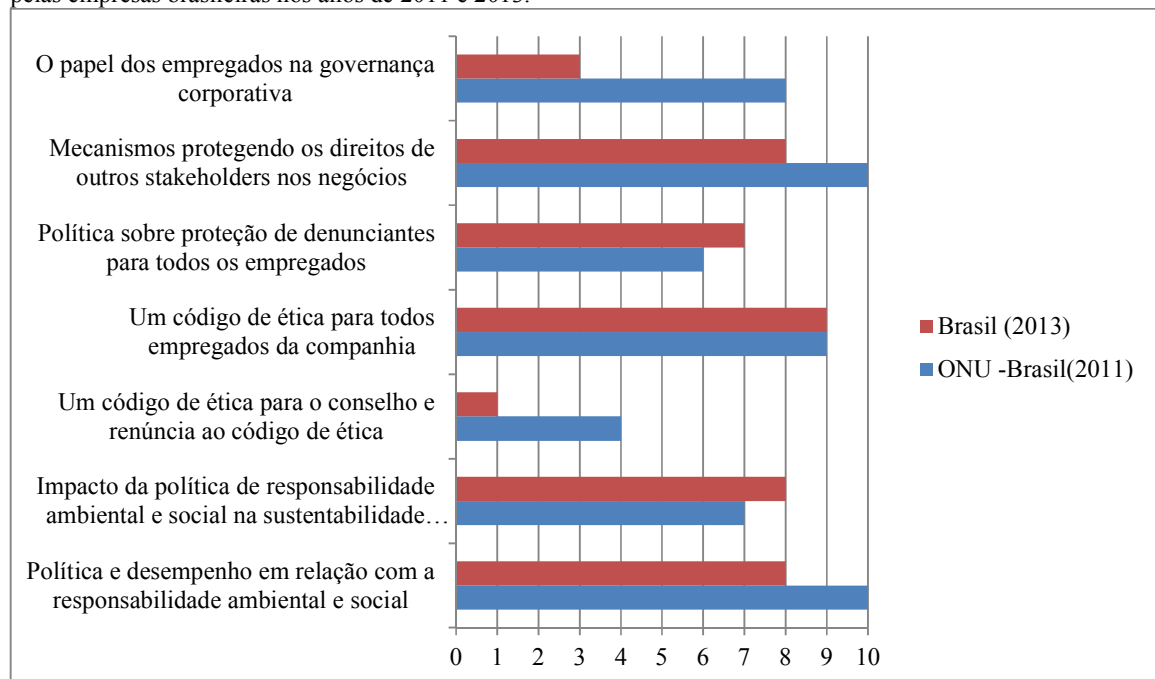
Os resultados encontrados neste estudo mostram que ocorreu uma diminuição significativa da divulgação de governança corporativa nessa categoria em relação ao estudo da ONU, passando de 7 para 6. Ao contrário dos resultados encontrados nas categorias

mencionadas anteriormente, em que todas elas aumentaram seu grau de divulgação sobre governança corporativa, quando comparadas com os resultados da ONU, essa categoria diminuiu o seu número de divulgação. Isso ocorre porque a maioria dos indicadores dessa categoria são submetidos ao Código do IBGC, o que indica que a divulgação desses indicadores é voluntária. Esse resultado corrobora com os estudos de Oliveira (2013) que concluiu que as empresas, prioritariamente, divulgaram itens obrigatórios pela legislação nacional.

Com relação a essa diminuição, os indicadores que obtiveram menor divulgação foram os relativos: ao “Um código de ética para o conselho”, com uma diminuição de 75% no percentual de divulgação pela empresa; e o Papel dos empregados na Governança Corporativa que diminuiu aproximadamente 65% em relação ao estudo da ONU. Isso mostra que o indicador Um código de ética para o conselho, que foi divulgado por 4 empresas em 2011, passou a ser divulgado por apenas 1 empresa em 2013. Já em relação ao indicador o Papel dos empregados na Governança Corporativa, 8 empresas o divulgaram em 2011, enquanto que apenas 3 o divulgaram em 2013.

A seguir, é apresentado o Gráfico 4, que compara a categoria de responsabilidade corporativa e conformidade legal das empresas analisadas nos anos de 2011 e 2013.

Gráfico 4- Comparação dos indicadores de Responsabilidade Corporativa e Conformidade Legal divulgado pelas empresas brasileiras nos anos de 2011 e 2013.



Fonte: Elaborado pela autora (2013)

Com relação a esta categoria observa-se uma diminuição no número de indicadores divulgados pelas empresas brasileiras. Isso pode ser ocasionado pela maioria dos indicadores dessa categoria ser de cunho voluntário, o que torna a sua divulgação voluntária. Esse resultado corrobora com os achados de Oliveira (2013), que encontrou em seus estudos que as empresas tendem a divulgar itens, prioritariamente, que são de cunho obrigatório.

4.7 Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência

A Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência possui o maior número de indicador de governança corporativa e é a categoria da qual é exigida a divulgação do menor número de indicadores de governança corporativa por normas brasileiras. Isto é, apesar dessa categoria contemplar a maioria dos indicadores de governança corporativa do *benchmark* da UNCTAD, eles não são contemplados em documentos brasileiros; portanto, recai-se nos argumentos da Teoria da Divulgação Voluntária, que aponta para a discricionariedade da escolha pelas empresas do que e quanto divulgar.

Em 2011, no estudo realizado pela ONU, dos 19 indicadores dessa categoria, apenas 18 foram divulgados pelas empresas. Já, em 2013, foi constatado por essa pesquisa que todos esses 19 indicadores foram divulgados pelas companhias pesquisadas. Apesar disso, verificou-se uma diminuição na divulgação de alguns indicadores de governança corporativa, principalmente daqueles relacionados à natureza operacional das empresas.

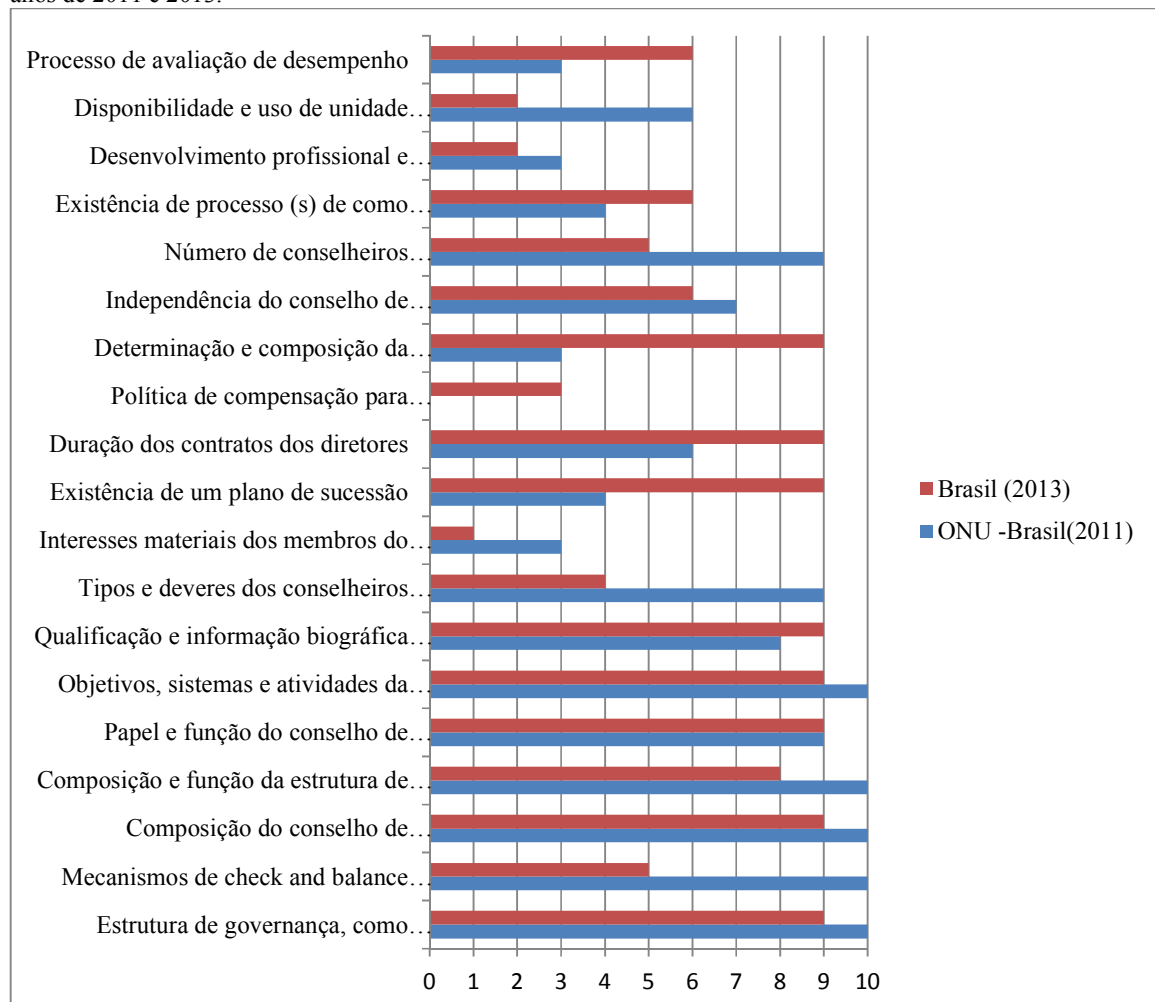
Essa categoria teve 8 indicadores divulgados por todas as empresas analisadas, apesar disso, sua média diminuiu em relação a 2011, influenciada pelos 11 indicadores que obtiveram baixa divulgação. Apesar da alta divulgação dos indicadores “Duração dos contratos dos diretores e Existência de um plano de sucessão”, a categoria Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência diminuiu o seu número de divulgação, passando de 124 em 2011 para 120 em 2013.

Comparando com estudo da ONU (2011), no qual os resultados encontrados demonstram um baixo percentual na divulgação dos indicadores: Política de compensação para executivos seniores e Duração dos contratos dos diretores, os resultados desta pesquisa são diferentes, haja vista que o primeiro indicador aumentou 100% e o segundo aumentou 50% em relação aos resultados encontrados pela ONU (2011). Isso mostra que o indicador

Política de compensação para executivos seniores, que não era divulgado pelas empresas em 2011, passou a ser divulgado por 3 empresas em 2013. Já em relação ao indicador Duração dos contratos dos diretores, 3 empresas o divulgaram em 2011, enquanto que 6 empresas passaram a divulgar em 2013. Pode-se concluir que o aumento de divulgação dos indicadores dessas categorias tem relação com a norma da CVM, isto é, com a Instrução Normativa 480, mais precisamente com o Formulário de Referência, que, a partir de 2009, passou a exigir que as empresas brasileiras divulgassem essas informações em seus documentos.

No Gráfico 5, apresenta-se um comparativo da divulgação dos indicadores de GC da Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência das empresas analisadas nos anos de 2011 e 2013.

Gráfico 5- Comparação dos indicadores de Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência pelas empresas nos anos de 2011 e 2013.



Fonte: Elabora pela autora (2013)

É possível constatar que, com a evolução da edição de Normas brasileiras sobre *disclosure*, as empresas, em geral, aumentaram seu nível de divulgação de informações sobre governança corporativa, passando de 69% no estudo da ONU para 78% neste estudo. Embora esse número não seja tão expressivo, é notório que as práticas cuja divulgação é obrigatória são aquelas que são priorizadas pelas empresas.

É importante salientar que algumas divergências encontradas, como o decréscimo em alguns indicadores do *benchmark*, pode ser devido em função de os dados das empresas não terem sido coletados pela mesma pessoa em 2011 e 2013, levando-se em consideração a expectativa de que sempre o que foi divulgado pelas empresas venham a ser divulgado novamente.

5 CONCLUSÕES

O presente estudo teve como objetivo analisar a evolução das normas editadas por instituições brasileiras referentes ao *disclosure* de informações relativas à Governança Corporativa e seu impacto na divulgação pelas empresas brasileiras. Para tanto, comparou-se os dados das 9 empresas brasileiras estudadas pela ONU em 2011, haja vista que das 10 empresas estudadas uma fechou capital em 2012, com o levantamento feito no ano de 2013. Sendo utilizado o *benchmark* da UNCTAD, com os 52 indicadores distribuídos entre os cinco grupos a que pertence, como parâmetro para análise das práticas divulgadas pelas empresas pesquisadas.

Foi possível constatar que as categorias de Transparência Financeira e Divulgação de Informações, e Estrutura de Propriedade e Exercício dos Direitos de Controle, assim como no estudo da ONU (2011), foram as que apresentaram maior média de divulgação pelas empresas pesquisadas. Esse resultado confirma o que foi relatado anteriormente na análise dos resultados, a constatação de que a divulgação de informações de governança corporativa pelas empresas brasileiras é influenciada pela maior pressão coercitiva exercida pelas Instituições Normativas.

Esse resultado destaca o importante papel que as Instituições que são capazes de impor sanções, multas e penalidades exercem sobre a divulgação de informações sobre governança corporativa no Brasil, um país regido por Leis. Além disso, pode-se inferir que a atualização ou criação de novas Leis relacionadas à divulgação de informações sobre governança corporativa pelas empresas pesquisadas teve uma contribuição importante nesse aumento da divulgação desses indicadores.

Outra constatação refere-se à baixa média de divulgação dos indicadores de Responsabilidade Social Corporativa, encontrada tanto neste estudo como no estudo da ONU (2011). Acredita-se que esse resultado pode ser decorrente da falta de regulamentação ou pressão coercitiva exercida pelas instituições brasileiras sobre essa categoria.

Quanto à categoria Auditoria, verificou-se um leve aumento em sua média, sendo a terceira categoria com o maior número de indicadores divulgados pelas empresas pesquisadas. Isso mostra a preocupação dos gestores em conferir à empresa maior credibilidade junto ao mercado acionário e aumentar a confiança dos investidores no processo de aquisição de ações.

Já a média da categoria Estrutura e Processo do Conselho e da Gerência diminuiu em relação ao estudo da ONU, isso mostra a dificuldade das empresas em identificar precisamente quais indicadores de governança são bons para a empresa medir a qualidade do conselho e divulgar.

Por fim, observou-se que, apesar de ter ocorrido um aumento geral de 9% na divulgação dos indicadores do *benchmark* da UNCTAD, nem todos os indicadores obrigatórios, regidos por leis, foram divulgados pelas empresas da amostra.

O referido estudo limitou-se a analisar as 9 empresas brasileiras estudadas pela ONU (2011); portanto seus resultados não podem ser aplicados a todas as empresas brasileiras, pois a amostra não é probabilística, mas intencional. Sugere-se, assim, para futuras pesquisas o aprofundamento do estudo com um número maior de empresas, a fim de que sejam identificados novos subsídios teóricos ou eventuais discordâncias com os resultados aqui apresentados. Dessa forma, espera-se ter contribuído com o desenvolvimento do conhecimento sobre o assunto e que possa fomentar novas pesquisas para ampliar o nível informacional do tema.

REFERÊNCIAS

AMARAL, H. F.; IQUIAPAZA, R., A.; TOMAZ, W., P.; BERTUCCI, L., A. Governança Corporativa e Divulgação de Relatórios Financeiros Anuais. **Contab. Vista & Rev.**, v. 19, n. 1, p. 61-82, jan./mar. 2008.

ALMEIDA, R. S.; KLOTZLE, M. C.; PINTO, A. C. F. Composição do conselho de administração do setor de energia elétrica do Brasil. **Revista de Administração da UNIMEP**, v. 11, n. 1, 2013.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P.. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P.. **Governança Corporativa: Fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BEUREN, I. M. (Org) et al. **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: Teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Atlas. 2006. 185 p.

BM&FBOVESPA. **Historia 2011**. Disponível em: <[HTTP://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/abmfbovespa/_sobre-a-bolsa/historia/historia.aspx?Idioma=PT-br](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/abmfbovespa/_sobre-a-bolsa/historia/historia.aspx?Idioma=PT-br)>. Acesso em: 07 de dez. 2013.

BM&F BOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 08 de ago. 2014.

BM&F BOVESPA. **Níveis diferenciados de Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>. Acesso em: 07 de dez. 2013.

BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/Home.Aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 18 ago. 2014.

Brasil. Lei n. 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 as sociedades de grande porte disposições relativas a elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Presidência da República – Subchefia para assuntos Jurídicos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2007-2010/2007/Lei/L11638.htm>. Acesso em: 10 de dez. de 2013.

----- **Lei n. 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre mercado de valores mobiliários e cria 65 A comissão de Valores Mobiliários. Presidência da República – Subchefia para assuntos Jurídicos. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2001-2010/2001/Lei/L10303.htm>. Acesso em: 10 de dez. de 2013.

BOGONI, N. M.; ZONATTO, V. C. S.; ISHIKURA, E. R.; FERNANDES, F. C. Proposta de um modelo de relatório de administração para o setor público baseado no parecer de Orientação n. 15/87 da Comissão de Valores Mobiliários: um instrumento de governança corporativa para a administração pública. **Revista de Administração Pública**, v. 44, n. 1, p. 119-142, Rio de Janeiro, jan./fev. 2010.

BORGES, L. F. X.; SERRÃO, C. F. B.. Aspectos de Governança Corporativa Moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 24, p. 111-148, dez. 2005.

BULGARELLI, W. Direito Comercial. 13. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, p. 65-87, 2003

BUSHMAN, R.; PIOTROSKI, J.; SMITH, A. J. What determines corporate transparency? **Journal of Accounting Research**, v. 42, n. 2, p. 207-252, 2004.

CADBURY COMMITTEE. **The report of the committee on financial aspects of corporate governance**. Londres: Cadbury Committee, 1992.

CARVALHO, A. G. Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva. **Revista de Administração da USP**, São Paulo, v. 37, n.3, p.19-32, jul./set. 2002.

CVM -Comissão de Valores Mobiliários. **Recomendações sobre governança corporativa**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 de dez de 2013.

_____ Cartinha de Recomendações sobre Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 10 de dez de 2013.

CORRÊA, R. **Governança Corporativa: Um Estudo Bibliométrico da Produção Científica das Dissertações e Teses Brasileiras**. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v.15, n. 3, p. 52 – 70, Brasília, set./dez. 2012.

CRISÓSTOMO, V. L.; FREIRE, F. S.; SOARES, P. M. Uma Análise Comparativa da Responsabilidade Social Corporativa entre o Setor Bancário e outros no Brasil. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, v. 23, n. 1, p. 103-128, out./dez. 2013.

CUNHA, P., R.; POLITETO, L. 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, n.2, p. 211-235, São Paulo. 2013.

CUNHA, J. V. A.; RIBEIRO, M. S. Divulgação voluntária de informações de natureza social: um estudo nas empresas brasileiras. **Revista de Administração Eletrônica**, São Paulo, v. 1, n. 1, jan./jun. 2008.

DANTAS, José Alves; ZENDERSKY, Humberto Carlos; NIYAMA; Jorge Katsuma. A dualidade entre os benefícios do *disclosure* e a relutância das organizações em aumentar o grau de evidenciação. **E & G – Economia e Gestão**, v. 5, n. 11, p. 56-76, dez. 2005.

DYE, R. Disclosure of nonproprietary information. **Journal of Accounting Research**, v. 23, p.123-145, 1985. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=312319>. Acesso em: 04 de dez. 2013.

DYE, R. An evaluation of “essays on disclosure” and the disclosure literature in accounting. **Journal of Accounting and Economics**, v. 32, p. 181-235, 2001.

EDGTON, V. A governança por fazer. **Revista Capital Aberto**, n.41, p. 62-63, 2007

ELESWARAPU; THOMPSON; VENKATARAMAN. The impact of regulation fair disclosure: trading costs and information asymmetry. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, v. 39, n. 2, 2004. Disponível em: http://kvenkataraman.cox.smu.edu/papers/RegFD_JFQA.pdf. Acesso em: 22 set. 2014

GERON, Cecília Moraes Santostaso. **Evolução das Práticas Contábeis no Brasil nos últimos trinta anos: da Lei nº 6.404/76 a Lei nº 11.638/07**. 2008. 300f. Dissertação (Mestrado em Contabilidade)- Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, USP, São Paulo, 2008.

GIL, Antônio Carlos. **Como Elaborar projetos de pesquisa**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010. 184 p.

GIRIOLI, L. S.; SOUZA, E. F. S.; NOGUEIRA, I. V.; CALIL, J. F. Análise da criação de valor de empresas listadas na Bovespa nos diferentes níveis de governança corporativa no período de 2008 a 2012. **RAU**, v.12, n.1, jan./abr. 2014.

HEBB, T. The Economic Inefficiency of Secrecy: Pension Fund Investors' Corporate Transparency Concerns. **Journal of Business Ethics**, v. 63, p. 385-495, 2005.

HEALY, P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, n. 1-3, p. 405-440, 2000.

HEALY P. M.; PALEPU, K. G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: a review of the empirical disclosure literature. **Journal of Accounting and Economics**, v. 31, p. 405-440, 2001.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2010.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código brasileiro das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/codigoMelhoresPraticas.aspx>>. Acesso em: 22 dez. 2013.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Teoria da contabilidade**. 6. ed. São Paulo, Atlas, 2006.

JESUS, R. M. R. **Governança Corporativa: A formação de Mecanismos por Investidores Institucionais, o Caso Previ**. 2004, 118 p. Dissertação (Mestrado em Educação) – Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2004.

KIRCH, G.; LIMA, J. B. N.; TERRA, P. R. S. Determinantes da defasagem na divulgação das demonstrações contábeis das companhias abertas brasileiras. **Revista Contabilidade & Finanças** – USP, São Paulo, v. 23, n. 60, p. 173- 186, set./out./nov./dez. 2012.

KLAPPER, L. F.; LOVE, I. **Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets**. The World Bank Development Research Group. World Bank Working Paper 2818. Abril. 2002.

LANZANA, Ana Paula. **Relação entre Disclosure e Governança Corporativa das Empresas Brasileiras**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

MAIA, A. B. G. R.; VASCONCELOS, A. C.; DE LUCA, M. M. M. Governança Corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. **Revista Eletrônica de Negócios Internacionais**, v.8, n.2, São Paulo, p.40-60, 2013.

MALACRIDA, M. J. C.; YAMAMOTO, M. M. Governança corporativa: nível de evidenciação das informações e sua relação com a volatilidade das ações do Ibovespa. **Revista Contabilidade & Finanças**, edição comemorativa, p. 65-79, set. 2006.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MARTINS, S. M.; SILVA, T. R.; BARROS, A. S. Governança Corporativa: teoria e prática. **Revista Eletrônica de Gestão de Negócios**, v. 1, n. 3, p. 76-90 out./dez, 2005.

NARDI, P.C.C.; SILVA, R. L. M.; RIBEIRO, E. M. S.; NAKAO, S. H. Mecanismos de Governança Corporativa e a Relação com o Valor de Mercado e Desempenho das Empresas Brasileiras. In: Enanpad 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** Enanpad Rio de Janeiro: Anpad, 2007.

NIYMA, J. K.; CAMPOS, E. S.; GONÇALVES, R. L.; CAMPOS, G. P. da S. Reconhecimento, Mensuração e Evidenciação de Operações de Remunerações em Opções de Ações de Companhias Abertas Listadas nos Segmentos Especiais de Governança Corporativa pela BM&FBOVESPA. **Revista Contabilidade Vista & Revista**, v. 23, n. 1, p 49-72, Belo Horizonte, jul./set. 2012.

OLIVEIRA, M. C.; ARAGÃO, L. A.; PONTE, V. M. R.; CAVALCANTE, D. S. Cumprimento às Exigências de Divulgação de Informações e de Pedidos Públicos de Procuração de Voto pelas Companhias no Brasil. **Contabilidade, Gestão e Governança**, v. 15, p. 17-34, 2012.

OLIVEIRA, Marcelle Colares. 2013 **Review of the Implementation Status of Corporate Governance Disclosures: Brazil** (p. 6–8). Geneva. 2013.

PENA, R. Transparência e Desenvolvimento. In: Rosas, S. (coord). **Governança Corporativa e os Fundos de Pensão**. 1. ed. São Paulo, ABRAPP, 2010.

PONTE, V. M. R.; ARAGÃO, L. A.; OLIVEIRA, M. C.; CAVALCANTE, D. S. Grau de Cumprimento as Exigências de Divulgação de Informações e de pedidos Públicos de Procuração de Voto pelas Companhias Abertas no Brasil. In: Enanpad XXXV 2011, Rio de Janeiro. **Anais...** Enanpad. Rio de Janeiro: Anpad, 2011.

RIBEIRO, H. C. M.; JUNIOR, C. M.; SOUZA, M. T. S. S.; CAMPANÁRIO, M. A.; SILVEIRA, Alexandre de Miceli. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. Disponível em < <http://www.ibgc.or.br>>. Acesso em: 18 ago. 2014.

RIBEIRO NETO, Ramon Martinez; FAMÁ, Rubens. **A Importância da Governança Corporativa na Gestão das Empresas – O caso do grupo Orsa**. São Paulo: Estudo de Caso. Finanças, 2003.

_____. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo: Teoria e prática.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

SILVA, A. L. C. **A influência da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, estrutura de capital e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto.** Universidade Federal do Rio de Janeiro Instituto COPPEAD de Administração. Rio de Janeiro. 2002.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** 2002. 165f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

SILVEIRA, A. M. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 204. 250f. Tese (Doutorado)- Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, USP, São Paulo. 2004.

SILVEIRA, A., M.; BARROS, L. A. B. C. Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras. **REAd**, v. 14, n. 3, 61. ed., set./dez., 2008.

SILVEIRA, A., M.; LEAL, R., P., C.; BARROS, L., A., B., C.; SILVA, A., L., C. Evolution and determinants of firm-level corporate governance quality in Brazil. **REAd**, v.44, n.3, p.173-189, jul./ago./set. São Paulo. 2009

TAVARES FILHO, Francisco. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da BOVESPA.** Dissertação apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2006.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade And Development. **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. Geneva: United Nations, 2008.

UNCTAD - United Nations Conference on Trade And Development. **Corporate Governance Disclosure in Emerging Markets.** Geneva: United Nations. (2011a).

VASCONCELOS, A., F.; MONTE, P., A. A remuneração de executivos e o desempenho financeiro das empresas brasileiras. **Recont**, v.4, n. 1, p.1-17, jan./abr. 2013.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração.** 11. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 94 p.

VERRECCHIA, R. E. Essays on Disclosure. **Journal of Accounting and Economics**, v.32, p. 97–180, 2001.

VIEIRA, S. P.; MENDES, A. G. S.T. Governança Corporativa: uma análise de sua evolução no Mercado de capitais brasileiro. **Organizações em contexto**, ano 1, n. 3, junho. 2006.

WINK, P. K. S.; SILVA, F. M.; LOBONATI, J. J. Remuneração dos conselhos de administração, executivo e fiscal – uma análise nas 10 maiores empresas brasileiras listadas na bm&f, bovespa. **Recont**, v., n. 1. 2011.

WERDER, A. V.; Corporate governance and stakeholder opportunism. **Organization Science**, v.22, n. 5, p. 1345-1358, 2011.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M. **Informação Contábil**: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.

ZINGALES, L. Corporate Governance. NBER Working Paper 6309. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w6309>>. Acesso em: 31 ago. 2014.