

## QUALIDADE INFORMACIONAL *VERSUS* NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA: ANÁLISE DE CORRELAÇÃO DAS EMPRESAS DO SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA

### *INFORMATIONAL QUALITY VERSUS CORPORATE GOVERNANCE LEVEL: CORRELATION ANALYSIS OF THE COMPANIES OF THE ELECTRICITY ENERGY SECTOR OF BRAZIL*

Adriana Maria Miguel Peixe<sup>1</sup>  
Universidade Federal do Paraná  
adriana5196@hotmail.com

Jessika Nassif Korontai  
Universidade Federal do Paraná  
jenassif@yahoo.com.br

Neusa Higa  
Universidade Federal do Paraná  
neusa.higa@hotmail.com

Denise Kowalski  
Universidade Federal do Paraná  
denisedwk@yahoo.com.br

Ademir Clemente  
Universidade Federal do Paraná  
ademirclemente@gmail.com

Blênio Cezar Severo Peixe  
Universidade Federal do Paraná  
bleniocsp@gmail.com

#### RESUMO

A Governança Corporativa tem recebido destaque na academia nos últimos anos devido sua relevância para com os *stakeholders* das empresas. Demonstrar quantidade e qualidade das informações ao mercado passou a ser um diferencial para empresas de capital aberto. O estudo analisou um dos setores de maior relevância nacional - o Setor de Energia Elétrica. O objetivo foi analisar se entre o período 2011 à 2014 houve aumento da quantidade e qualidade das informações na medida em que essas empresas elevaram seu Nível de Governança na Bolsa de Valores (B3). Buscou-se dados secundários da amostra de 55 empresas do setor nos Relatórios Anuais de Administração e das Notas Explicativas divulgados na Comissão de Valores Mobiliários e B3. Pesquisa de natureza documental, exploratória, descritiva, quali-quantitativa e estudo multi-caso; com análise estatística. Os resultados esperados não foram totalmente satisfeitos, sendo (H1) rejeitado e (H2) não pode ser rejeitada, por existir dispersão de informações em todos os níveis. As informações mais evidenciadas pelas empresas são os itens E, J, K e T, descritos na Figura 1 das Notas Explicativas ou Variáveis Independentes do estudo. Palavras-chave: Governança Corporativa, Qualidade das Informações, Dispersão das Informações, Empresas do Setor de Energia Elétrica.

#### ABSTRACT

Corporate Governance has received prominence in academia in recent years due to its relevance to corporate stakeholders. Demonstrating quantity and quality of information to the market has become a differential for publicly traded companies. The study analyzed one of the sectors of greater national relevance - the Electric Energy Sector. The objective was to analyze whether there was an increase in the quantity and quality of information between 2011 and 2014 as these companies raised their Governance Level on the B3. Secondary data from the sample of 55 companies of the sector were sought in the Annual Management Reports and Explanatory Notes

<sup>1</sup> Adriana Maria Miguel Peixe - Universidade Federal do Paraná  
Endereço: R. Urbano Lopes, 488, Ap. 1802, Cristo Rei, CEP. 80050-520, Curitiba-PR.

published by the Securities and Exchange Commission and B3. Research of documentary nature, exploratory, descriptive, quali-quantitative and multi-case study; with statistical analysis. The expected results were not fully satisfied, with (H1) being rejected and (H2) not being rejected because of the dispersion of information at all levels. The information most evidenced by the companies is the items E, J, K and T, described in Figure 1 of the Explanatory Notes or Independent Variables of the study.

Keywords: Corporate Governance, Information Quality, Dispersion of Information, Companies of the Electric Energy Sector.

## 1 INTRODUÇÃO

O termo Governança Corporativa ou o movimento pela Governança Corporativa passa a despontar no cenário mundial a partir do início da década de 80 nos Estados Unidos. No Brasil as práticas de Governança Corporativa passam pela formação dos conselhos de administração, os quais tiveram origem com as multinacionais norte-americanas, como forma de seguir os princípios e modelo de gestão da matriz. Seus membros tinham como função assessorar o *Chief Executive Officer* (CEO) - Diretor Executivo, ou seja, maior autoridade da organização que na maioria das vezes era estrangeiro – na sua introdução na sociedade local e na aproximação aos diversos executivos. Em regra geral, eram pessoas bem conhecidas na sociedade e no mundo dos negócios (PEREIRA e QUELHAS, 2005).

A linha de modelagem de Governança Corporativa está baseada em dois conjuntos de práticas que podem ser chamados de paradigmas: (1) modelo *shareholder* ou financeiro, cujo foco central é o interesse do acionista; e (2) modelo *stakeholders* ou de públicos relevantes, que adota uma visão mais abrangente, que enfatiza, a responsabilidade social da corporação, colocando-a no centro de uma rede formal e informal de relacionamento com diversos atores (FONTES FILHO, 2004, ALMEIDA, FONTES FILHO e MARTINS, 2005).

Nesse sentido, a Governança Corporativa visa maior transparência da gestão do capital da empresa, por meio da adesão aos princípios instituídos nas regras estabelecidas pela B3. Sendo assim, o Nível de Governança demonstra a quão disposta a organização está em ser transparente em suas decisões para com os investidores. Quanto maior o Nível de Governança, melhor será a gestão da organização, pois todos os acionistas, independente do percentual de participação poderão participar das tomadas de decisões. Dessa forma, estuda-se há correlação positiva entre o Nível de Governança Corporativa e a qualidade das informações adicionais à legislação disponibilizadas pelas empresas para o mercado e investidores, se há dispersão da quantidade e qualidade de informações entre empresas do mesmo nível de governança e em relação à média do grupo. Adicionalmente, demonstra-se quais informações são mais

evidenciadas por Nível de Governança Corporativa. Diante disso surge o problema da pesquisa o qual está alicerçada na seguinte pergunta de pesquisa: Que relação existe entre a qualidade e quantidade das informações disponibilizadas pelas empresas e o Nível de Governança Corporativa? O objetivo foi analisar se entre o período 2011 à 2014 houve aumento da quantidade e qualidade das informações na medida em que essas empresas elevaram seu Nível de Governança na Bolsa de Valores (B3).

Justifica-se o presente estudo porque o Setor de Energia Elétrica é um dos mais relevantes na economia do país e sua aderência às boas práticas de Governança Corporativa podem trazer resultados positivos para a sociedade e o aprimoramento do mercado acionário, com a redução de riscos e conflitos entre gestores e acionistas. Para Jesus e Dalangaro (2018) o resultado econômico das ações realizadas na gestão pode elevar a governança a uma maior representatividade na sociedade, além de mensurar a eficiência na produção da transparência e da *accountability*. Assim, os achados de Hitt, Ereland e Hoskisson, (2005) mencionam que a governança corporativa é considerada uma das mais avançadas técnicas de gerenciamento de negócios, podendo ser aplicada em organizações de todos os segmentos e portes, garantem uma maior eficiência às decisões tomadas e eliminam o conflito de interesses. Para tanto, a Qualidade Informacional *versus* Nível de Governança Corporativa reflete maior transparência às empresas listadas na B3 para reduzir o nível de risco ao investidor. A Governança Corporativa tem ajudado a alavancar o nível de investimento nacional e internacional, já que as empresas estão conseguindo captar mais recursos para seus empreendimentos, gerando emprego e renda para os países.

A pesquisa está estruturada da seguinte forma: introdução; referencial teórico, no qual são expostos conceitos dos estudos por meio de pesquisas realizadas em literatura nacional e internacional, bem como as hipóteses a serem testadas. Na sequência descreve-se a metodologia utilizada para analisar os dados das empresas. Por fim, analisa-se os resultados da pesquisa e considerações finais.

## **2. REFERENCIAL TEÓRICO**

Os estudos sobre a Governança Corporativa para elucidar os conceitos, definem com propriedade os três estágios que regem a Governança Corporativa nas empresas; no Brasil: (1) modelo atual - que compreende empresas gerenciadas por poucos acionistas controladores com práticas informais de governança; (2) modelo emergente - que são aquelas lideradas por poucos acionistas controladores com governança formal e acesso ao capital para executar suas estratégias; (3) modelo de mercado - que são empresas com controle compartilhado e governança formal com pretensões e capacidade financeira para competir globalmente.

As práticas de compartilhamento de controle se consolidam em valores, recursos e ideais, bem como se tornam mais maduros o conceito e a prática da responsabilidade social (PEREIRA e QUELHAS, 2005). Assim, descreve-se os tópicos abordados na sequência dos conceitos colocados sobre Governança Corporativa, Finanças Corporativas, Tipos de Relatórios Divulgados pelas Empresas, Teoria da Agência, Hipóteses e Informações Adicionais.

## 2.1. GOVERNANÇAS CORPORATIVA

A Governança Corporativa é um sistema que permite mensurar os resultados de uma companhia. De acordo com Andrade e Rossetti (2004), existem vários conceitos e expressões chaves que são associadas aos princípios, modelos, práticas, mecanismos e propósitos da Governança Corporativa, citando entre os principais: (1) conflito de agência (proprietários *versus* gestores); (2) sistema de relações; (3) sistema de valores; (4) sistema de governo; (5) estrutura de poder; (6) estrutura de regulação; (7) padrões de comportamento; (8) direito dos acionistas (*shareholders*); (9) direito dos *stakeholders*. As boas práticas de governança não devem ser implementadas apenas no nível estratégico das organizações; devem partir do nível estratégico e serem disseminadas aos demais níveis, tático, gerencial e o nível operacional, de modo a evitar-se lacunas entre os mesmos (PEREIRA e QUELHAS, 2005; ALMEIDA, FONTES FILHO e MARTINS, 2005).

A Governança Corporativa está vinculada a transparência, isso quer dizer a forma de deixar as informações da empresa explícita, as decisões não estão engavetadas e sim colocadas para todos os acionistas terem conhecimento, do passado, presente e futuro da empresa (B3, 2014). Para CVM (2002) é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas os *stakeholders*, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital.

O construto de Governança Corporativa proporciona uma arquitetura de prestação de contas que engloba todos as disposições e mecanismos destinados a garantir que os ativos da empresa sejam conduzidos de forma eficiente preservando os interesses dos provedores de financiamento, aplicado para minimizar os problemas de agências (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Existem três segmentos de Governança Corporativa criados pela B3 no ano de 2000. A empresa para estar num desses níveis (N) tem de submeter-se as regras estabelecidas em cada um dos níveis, N1, N2 e Novo Mercado (NM). O NM e os diferenciados níveis de Governança Corporativa chamados de N1 e N2, são segmentos que tem como objetivo estimular interesse por parte dos investidores e valorizar as companhias. Assim, as empresas registradas na B3

possuem compromisso de serem transparentes, mediante as legislações e princípios estabelecidos para cada Nível de Governança Corporativa.

Para estar no N1 da Bolsa de valores, mercadorias e futuros (B3), as empresas devem estar registradas com assinatura no contrato de adoção de práticas diferenciadas, a assinatura do contrato torna-se imprescindível. Diante disso, fica aberto o poder de fiscalização por parte da B3, delegando o dever de punir os infratores caso esteja fora das regras estabelecidas no contrato. As práticas de Governança Corporativa baseiam-se, além do arcabouço teórico, regulamentos e das questões de poder, em um conjunto de princípios consolidados na maioria das legislações internacionais e no Brasil. Esse conjunto de princípios é defendido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). Em síntese os princípios fundamentais da boa governança são: Transparência (*disclosure*); Equidade (*fairness*); Prestação de Contas (*accountability*); Cumprimento das Leis (*compliance*); e Ética (*ethics*) (FONTES FILHO, 2004).

## 2.2. FINANÇAS CORPORATIVAS

As Finanças Corporativas segundo Modigliani e Miller (1958), compreende o desenvolvimento dos negócios das organizações, por meio de decisões a serem tomadas por seus administradores financeiros, os quais refletem em gestores mais otimistas e mercados de capitais com investidores racionais. O construto desenvolve um modelo simples de Finanças Corporativas, no qual os gestores são excessivamente otimistas e o mercado de capitais é eficiente, ou seja, os investidores são racionais (HEATON, 2002).

Desse modo, a forma de divulgação de resultados financeiros deve priorizar pela legitimidade e a legalidade das informações que são imprescindíveis, no mercado competitivo havendo interesse, não somente, por parte dos proprietários das empresas, mais por terceiros como acionistas e outros interessados, no acesso das informações. A *disclosure* vem a ser a forma de divulgação, transparência das informações das organizações em mercado globalizado. Para Kyle's (1985) que investigou as normas de divulgação determinando modelo estratégico de negociação em bolsas, adaptado para receber informações por operadores de mercado.

## 2.3. TIPOS DE RELATÓRIOS DIVULGADOS PELAS EMPRESAS

As empresas buscam gerenciar a transparência e confiabilidade das informações a serem publicadas, para que todos os *stakeholders* possam acessar os dados e informações que preservem a saúde financeira das empresas (B3, 2014). Para suprir as necessidades dos usuários internos e externos da contabilidade, os dados e informações precisam ser diferenciados de acordo com o usuário, bem como precisam ser diferentes os diversos relatórios, em termos quer de sua forma, quer de seu conteúdo (MARTINS, 1991).

As empresas podem adotar diferentes formas de evidenciação, mas devem fornecer informações em quantidade e qualidade que atendam às necessidades dos usuários das demonstrações contábeis. Ao ocultar informações ou fornecê-las de forma demasiadamente resumida é tão prejudicial quanto fornecer informação em excesso (IUDÍCIBUS, 1997).

As atividades podem ser reportadas por meio de relatórios que são o conjunto de informações relacionados sobre um determinado experimento. Estes relatórios a serem divulgados pelas empresas tem por objetivo demonstrar como está o nível de desempenho organizacional. Existindo dessa forma vários tipos de relatórios, os quais se define o propósito a ser analisado. Os Níveis de Governanças Corporativas das empresas estudadas pela análise dos relatórios, tornam-se o ponto fundamental para comparar as informações disponíveis do setor de energia elétrica. Estes relatórios de nada vão adiantar caso seu conteúdo não esteja condizente com o padrão proposto estabelecida na legislação. Para este estudo, foram analisados os Relatórios Anuais, bem como as Notas Explicativas, alinhadas com os conceitos da teoria da agência para analisar os conflitos de interesses na divulgação das informações.

#### 2.4. TEORIA DA AGÊNCIA

A propriedade e o controle de capital ocasionam informações não harmônicas em proporções regulares convergindo de forma assimétrica. A teoria da agência tem como objetivo analisar essa assimetria das informações disponíveis visando opinar pelas melhores alternativas nas tomadas decisórias. O construto da Teoria da Agência é uma vertente da Teoria dos Contratos. Essa teoria se interessa pelo relacionamento entre o principal e o agente. Desse relacionamento surgem os problemas de conflito de agência, devidos à assimetria da informação (PINTO JUNIOR e PIRES, 2009).

Sendo assim, a Teoria da Agência visa analisar os conflitos e custos resultantes da separação entre a propriedade e o controle de capital, o que origina as assimetrias informacionais, os riscos e outros problemas pertinentes à relação principal-agente (JENSEN e MECKLING, 1976).

#### 2.5 HIPÓTESES E INFORMAÇÕES ADICIONAIS

Os conflitos de interesses emergem entre à relação principal-agente, quando a alta administração pode tomar decisões face a seus próprios interesses em detrimento aos interesses dos acionistas, que pode ser traduzida pela maximização do valor de sua posição acionária.

O monitoramento das relações existentes entre os administradores e acionista é papel da Governança Corporativa que busca minimizar as discrepâncias existentes entre eles por meio da controladoria, cujo objetivo é o apoio da avaliação de desempenho da empresa, para

administrar os sistemas de informações e atender aos agentes do mercado (JENSEN e MECKLING, 1976).

Para fundamentar as hipóteses mencionadas acima foram usadas as informações adicionais constantes no Quadro 1:

Quadro 1 - Notas Explicativas ou Variáveis Independentes

Informações Trimestrais (ITRs)	(A) Demonstrações financeiras consolidadas; (B) Demonstração dos fluxos de caixa da companhia (C) Demonstração dos fluxos de caixa da companhia consolidado; (D) Abertura da posição acionária, por espécie e classe, de qualquer acionista que detiver mais de 5% das ações de cada espécie e classe do capital social, de forma direta ou indireta, até o nível de pessoa física; (E) A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal; (F) Evolução da posição descrita acima em relação aos 12 meses anteriores; (G) Quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas; (H) Relatório de revisão especial emitido por auditor independente; (I) Informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem.
Demonstração Fluxo de Caixa Projetado (DFCP)	(J) demonstrações dos fluxos de caixa da companhia e do consolidado, discriminadas em fluxos de operação, dos financiamentos e dos investimentos referentes ao exercício encerrado; (K) Relatório da Administração, a informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem
Informações Anuais (IANs)	(L) A quantidade e as características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal; (M) Evolução da posição anterior em relação aos 12 meses anteriores; (N) Quantidade de ações em circulação, por espécie e classe, e sua porcentagem em relação ao total das ações emitidas; (O) Informação da existência e vinculação à Cláusula Compromissória de arbitragem.
Outras Informações (OI)	(P) A empresa deve realizar ao menos uma reunião pública anual, com analistas e outros interessados, para apresentar sua situação econômico financeira, projetos e perspectivas. O objetivo desses encontros é promover maior aproximação com os investidores; (Q) A empresa deve também divulgar, até o final de janeiro de cada ano, um calendário anual no qual constem os eventos corporativos programados, tais como: assembleias, divulgação de resultados financeiros trimestrais e anuais, reunião pública com analistas, reuniões do Conselho de Administração, dentre outros. O objetivo desse calendário é facilitar o acompanhamento das atividades da empresa por parte dos investidores e outros interessados; (R) A companhia deve divulgar os termos dos contratos firmados com partes relacionadas, cujos valores, em um único contrato ou em contratos sucessivos, atinjam os fixados no regulamento de Nível 1(N1). O objetivo é fornecer elementos para que os acionistas investidores avaliem esses contratos em comparação às condições normais de mercado; (S) O acionista controlador deve divulgar, mensalmente, quaisquer negociações relativas a valores mobiliários de emissão da companhia e de seus derivativos que venham a ser efetuadas. O objetivo dessas divulgações é garantir transparência aos negócios de pessoas que possam ter acesso a informações privilegiadas.
Padrão Internacional (PI)	(T) ao fim do exercício social, elaborar demonstrações financeiras ou demonstrações consolidadas, conforme previsto nos padrões internacionais de contabilidade, aceitando-se o IFRS ou US <i>Gaap</i> . Para o cumprimento desse requisito, em função da sua complexidade, há um prazo de carência de aproximadamente dois anos; (U) elaborar as demonstrações financeiras trimestrais de acordo com os padrões internacionais ou divulgar as ITRs, no padrão do Nível 2 (N2), traduzidas para a língua inglesa.

Assim, utilizou-se essa teoria para levantar as hipóteses da pesquisa:

**H<sub>1</sub>:** há correlação positiva entre o Nível de Governança Corporativa e a qualidade das informações adicionais à legislação disponibilizadas pelas empresas para o mercado e investidores; e

**H<sub>2</sub>:** há dispersão da quantidade e qualidade de informações entre empresas do mesmo grupo e em relação à média do grupo.

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Nos procedimentos metodológicos utilizou-se de uma pesquisa documental, com dados secundários, exploratória, descritiva e quali-quantitativa. Para Vergara (2006), constitui-se em pesquisa documental e descritiva, quando está alinhada à investigação para analisar informações existentes, com a descrição dos resultados de forma consistente, preocupando-se com a atuação prática, dando uma nova visão do problema de pesquisa. O estudo caracteriza-se como quali-quantitativo, empregando procedimentos qualitativos na coleta das informações, como a análise de conteúdo das Notas Explicativas das empresas objeto de estudo e instrumentos estatísticos na análise dos dados e informações. Configurando-se, dessa forma, uma interligação de instâncias entre os métodos na coleta de dados e na análise da informação (RICHARDSON, 2008). Ao definir a visibilidade do problema por aproximação, possibilita uma maior familiaridade e compreensão do investigador em relação ao fenômeno do estudo de multicaso que resulta no aprimoramento de ideias (GIL, 2017). O estudo multicaso, como ferramenta de investigação científica é utilizado para compreender os processos da complexidade social em situações problemáticas para análise de avaliação de modelos (YIN, 2016).

Para operacionalizar a pesquisa, busca-se os dados e informações no *site* da CVM e no *site* da B3 das empresas do setor de energia elétrica. Pretende-se seguir os procedimentos adotados pelos autores Eng e Mack, (2003); Gul e Leung, (2004); Matsumoto e Roelofsen, (2006); Cheng e Courtenay, (2006); Lim, Matolcsy, e Chow, (2007) que apresentam trabalhos dessa natureza como modelo definido para verificar as principais práticas das empresas no mundo, para delinear esta proposta de estudo científico, adaptando ao contexto do cenário brasileiro, principalmente, relacionando a legislação para divulgação de informações obrigatórias e voluntários de forma exploratória e descritiva. A proposta busca analisar o comportamento da gestão dos resultados trimestrais das empresas, a partir dos relatórios divulgados na B3, sobre níveis de Governança Corporativa das empresas do setor de energia elétrica. A escolha desse setor para estudo foi por ser um setor regulamentado, em que as informações devem estar disponíveis no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), independentemente, do tipo de governança, N1, N2 e NM. Na coleta de dados secundários,

consideram-se as informações disponibilizadas pelas empresas em relatórios no *site* da CVM e na B3. Assim, definindo o planejamento da pesquisa, que teve a preparação para as buscas, técnica de coleta, consolidação dos dados e informações, tratamento estatístico, análise, discussão e conclusão do estudo.

### 3.1. LEVANTAMENTO DOS DADOS E INFORMAÇÕES

No intuito de atender o objetivo geral do artigo, analisa-se a qualidade e quantidade das informações disponíveis pelas empresas conforme seu Nível de Governança Corporativa em 13 trimestres (1T2011 à 1T2014); (1) verificar se há dispersão de informações de empresas do mesmo Nível; (2) efetuou-se a análise da população de 66 empresas do Setor de Energia Elétrica, listadas na B3 no ano de 2014; (3) que possuem ações negociadas no mercado acionário.

Destas 66(sessenta e seis) empresas, foram selecionadas 55(cinquenta e cinco) empresas listadas nos segmentos (N1, N2, NM e as Tradicionais). As demais 11(onze) empresas que não foram selecionadas fazem parte do Bovespa Mais - novo segmento criado pelo órgão e vigente a partir de 23/5/2014. Portanto, estão fora do escopo da pesquisa, ou seja, não há informações relevantes para o estudo e as demais empresas são negociadas no Balcão Organizado Tradicional – empresas que negociam suas ações, fora da Bolsa de Valores.

Desse modo, por meio das Notas Explicativas das empresas listadas na B3, e notas constantes no *site* da CVM, utilizou-se como variável dependente, a qualidade de informação, e como variáveis explicativas, 20(vinte) informações adicionais que devem ser publicadas pelas empresas optantes pela adesão aos níveis de Governança Corporativa.

Estas informações adicionais e/ou Notas Explicativas das empresas foram analisadas por meio de itens de evidenciação chamados de variáveis explicativas e mencionados na Tab. 1 - Notas Explicativas ou Variáveis Independentes, constante no referencial teórico.

Para cada informação a mais divulgada pela empresa além da legislação, atribuiu-se o valor de 1(um), ou seja, quando na nota explicativa da empresa constar a informação procurada e 0(zero) nos demais casos, como por exemplo, não consta a informação desejada ou falha no sistema. Assim, a partir dessa atribuição de valores (1 e 0), na análise calculou-se a média das informações divulgadas a mais pelas empresas e considerou se a qualidade é boa ou não, conforme segue: (1) boa qualidade de informação - ocorrerá quando a média da empresa for maior que a média geral; e (2) má qualidade de informação - ocorrerá quando a média da empresa for menor que a média geral.

As variáveis utilizadas serão as obrigações necessárias para as empresas acessarem os níveis de Governança Corporativa da B3. A descrição das variáveis: (1) variável dependente -

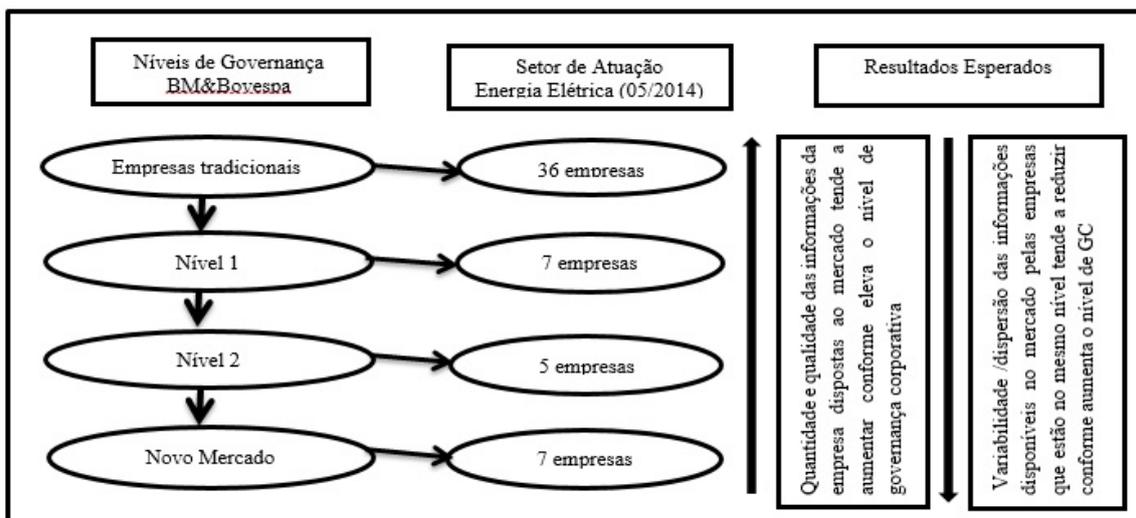
qualidade da informação; e (2) variáveis explicativas - informações adicionais para adesão aos níveis de Governança Corporativa.

As empresas do segmento N1 devem divulgar as informações obrigatórias pela legislação mais 15(quinze) informações adicionais exigidas pela B3; e as empresas do segmento N2 e NM, devem possuir as informações obrigatórias do N1 mais 5(cinco) informações adicionais, conforme descrito na Tab.1 exigidas pela B3.

Nesse aspecto, as empresas listadas na B3 com algum Grau de Governança Corporativa (N1, N2 e NM,) obtém maior interesse por parte dos investidores, pois estes segmentos demonstram que as organizações possuem maior transparência na sua administração para com o mercado. Portanto, quanto maior for o Grau de Governança Corporativa da empresa, melhor será sua transparência para com o mercado e conseqüentemente, poderá obter maiores investimentos e alavancar seu volume de negócios na Bolsa de Valores (B3, 2014). Adicionalmente, à análise das hipóteses, verifica-se também quais informações são mais relevantes por Nível de Governança Corporativa.

A Fig. 1 apresenta o desenho da pesquisa com os níveis de Governança Corporativa, área de atuação do setor de energia elétrica e perspectivas de resultados esperados das empresas no estudo multicaso.

Figura 1 - Desenho da Pesquisa – Níveis de Gov. Corporativa, Setor de Atuação e Resultados Esperados



Observa-se que em maio de 2014 das 55(cinquenta e cinco) empresas aqui analisadas, 7(sete) estão no segmento do NM, 5(cinco) empresas listadas no N2, 7(sete) empresas listadas no N1 e as demais 36(trinta e seis) empresas são consideradas tradicionais, ou seja, não optaram pela Governança Corporativa e portanto, não precisam divulgar informações adicionais àquelas já obrigatórias pela legislação vigente.

Os resultados esperados são: (1) verificar se na medida em que aumenta o Nível de Governança Corporativa, eleva-se também a quantidade e qualidade das informações divulgadas pelas empresas; e (2) se dentro do mesmo Nível de Governança há dispersão das informações das empresas, ou seja, se há empresas com muitas informações e empresas com poucas informações divulgadas para o mercado.

#### 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Busca-se evidenciar a discussão com a abordagem da aplicação do tratamento estatístico para testar as hipóteses ( $H_1$ ) e ( $H_2$ ). Neste sentido, inferesse a análise da qualidade das informações *versus* nível de Governança Corporativa e a dispersão das informações em um mesmo Nível de Governança Corporativa das empresas estudadas, realizando-se as principais discussões sobre o tema do estudo. Os resultados vão ao encontro dos achados fundamentados pelos autores Eng e Mack, (2003); Gul e Leung, (2004); Matsumoto e Roelofsen, (2006); Cheng e Courtenay, (2006); Lim, Matolcsy, e Chow, (2007) que apresentam trabalhos dessa natureza.

##### 4.1 QUALIDADE DAS INFORMAÇÕES *VERSUS* NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

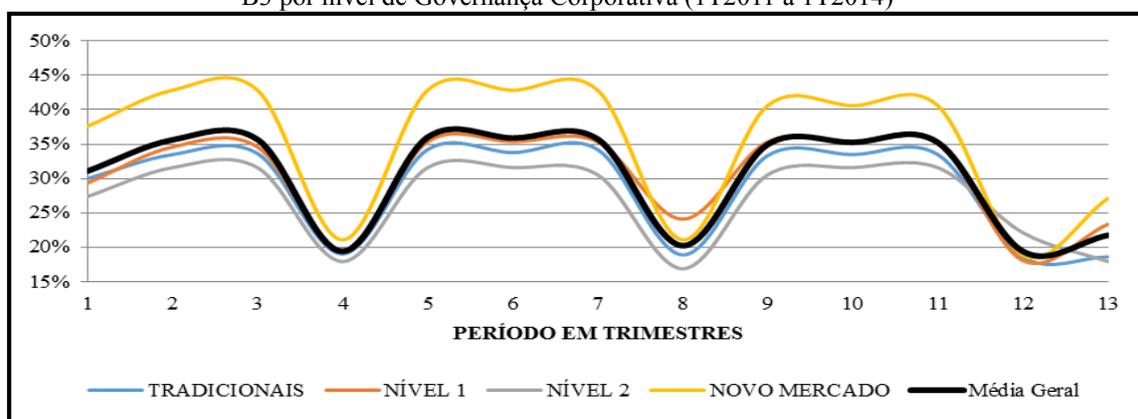
Ao analisar as 55 empresas do Setor de Energia Elétrica listadas na B3 no período trimestral compreendido entre janeiro de 2011 a março de 2014 (13 trimestres), observa-se que

a média das informações adicionais trimestrais disponibilizadas ao mercado pode ser considerada relativamente baixa para todos os níveis de Governança Corporativa.

A média geral em todo o período analisado está entre (20%) e (35%). Os períodos de queda sempre são no 4º trimestre de cada ano porque tais informações do referido trimestre não foram totalmente divulgadas pelas empresas. Dentre todas as empresas analisadas, nenhuma possui mais que 45% das informações solicitadas pela B3, para obter o maior Nível de Governança Corporativa (Novo Mercado).

A Fig.2 demonstra a média das informações adicionais disponibilizadas ao mercado conforme o Nível de Governança Corporativa.

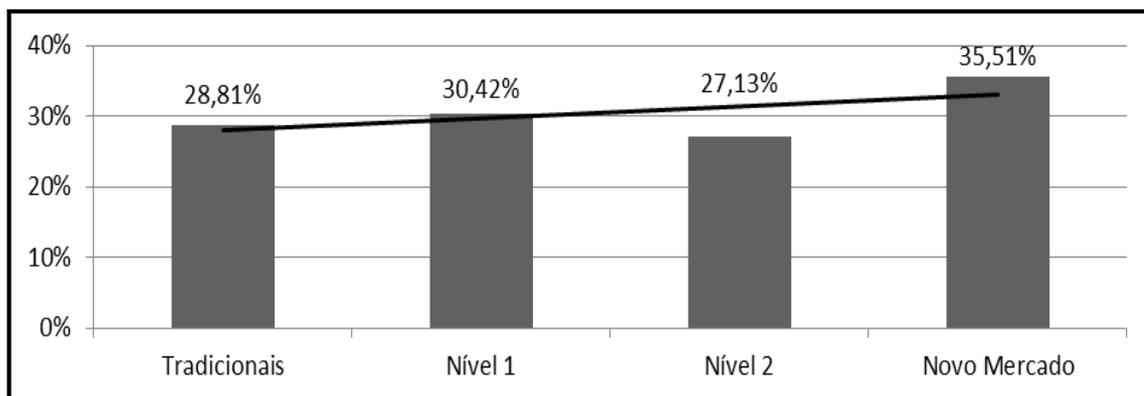
Figura 2 - Médias das informações disponibilizadas pelas empresas do setor de energia elétrica listadas na B3 por nível de Governança Corporativa (1T2011 à 1T2014)



Um aspecto relevante observado é que as empresas do NM são as que tem maiores médias das informações divulgadas, como previsto no início do estudo. E estão acima da média geral de informações adicionais, sendo as empresas deste segmento consideradas com boa qualidade de informação ao mercado. Entretanto, a Fig.3 também mostra que as empresas do N1, tradicionais, e principalmente as empresas do N2 possuem má qualidade das informações disponibilizadas ao mercado em relação à média geral, ou seja, estão com médias dos grupos abaixo da média geral.

Em relação a Fig.3, verifica-se a média trimestral por nível de GC, onde demonstra claramente que o N2 possui médias inferiores de informações em relação aos outros níveis de Governança Corporativa.

Figura 3 - Média Trimestral da Divulgação das Informações Conforme o Nível de Governança Corporativa



A Fig.3 também mostra uma tendência de que quanto maior o Nível de Governança Corporativa, maior será a qualidade e quantidade de informações divulgadas por estas empresas. Este resultado vai ao encontro da hipótese de pesquisa H<sub>1</sub>. Contudo, há uma exceção que são as empresas do N2, elas fogem da tendência, pois o segundo maior Nível de Governança Corporativa (N2) tem médias de informações divulgadas inferiores às empresas listadas no N1, bem como as tradicionais e Novo Mercado. Essa relação deveria ser oposta, as informações das empresas N2 deveriam ter médias superiores às N1 e tradicionais, fazendo com que a (H<sub>1</sub>) seja rejeitada.

Desse modo, o fato do N2 ser inferior aos outros segmentos de Governança Corporativa pode ser explicado por motivo das 5(cinco) empresas negociadas neste Nível, uma delas (Taesa) não foi encontrado dados divulgados em todo o período do estudo, fazendo com que a média geral deste grupo fosse calculada somente com dados das demais 4(quatro) empresas, enquanto que nos outros níveis de governança possuíam mais empresas e que algumas delas elevaram a média do grupo em que se encontravam. Como exemplo, a empresa CMIG do N1 foi a empresa que mais divulgou informações (37%) e puxou a média para cima. No NM, tiveram 4(quatro) empresas das 7(sete) negociadas que tiveram quase (40%) de informações disponibilizadas ao mercado. E das empresas tradicionais, 7(sete) empresas divulgaram (32%) das informações sem serem obrigadas, já que não aderiram a nenhuma prática de governança, também puxando a média do grupo.

A Tab. 1 demonstra o total de informações por Nível de Governança nos 13(treze) trimestres analisados, com o objetivo de verificar quais informações são mais relevantes para cada nível de GC.

Tabela 1 - Total de Informações por Nível de Governança Corporativa (1T2011 à 1T2014)

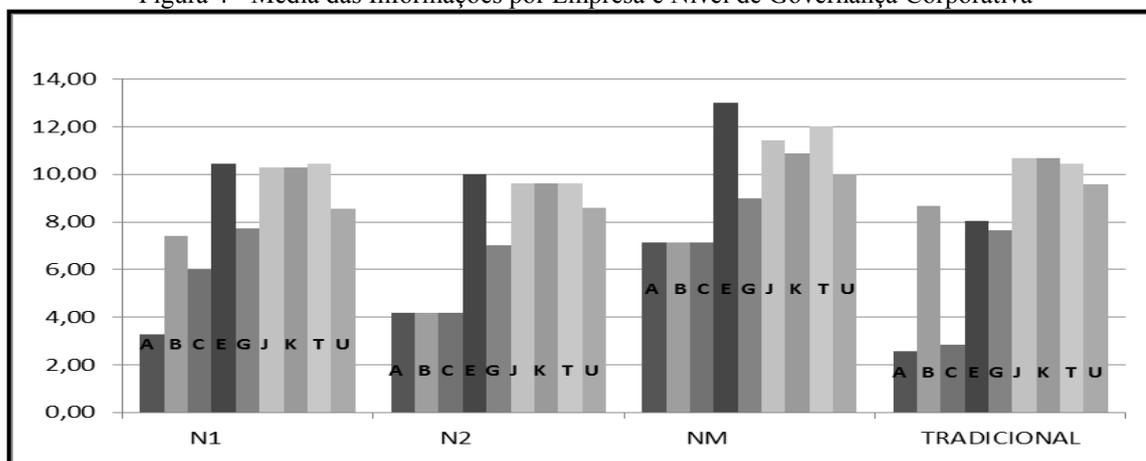
Nível B3	Empresas	A	B	C	E	G	J	K	T	U
----------	----------	---	---	---	---	---	---	---	---	---

N1	7	23	52	42	73	54	72	72	73	60
N2	5	21	21	21	50	35	48	48	48	43
NM	7	50	50	50	91	63	80	76	84	70
TRADICIONAL	36	93	312	102	289	276	384	385	376	345
Total geral	56	187	435	215	503	428	584	581	581	518

É importante ressaltar que a definição das letras da Tab.1, estão dispostas na Fig. 1 – Notas Explicativas ou Variáveis Independentes, contidas no item do referencial teórico. Verifica-se que no N1, as informações que são mais evidenciadas são “E” e “T”. No N2 e NM, a informação “E” é a mais divulgada e em relação as empresas tradicionais, as informações “J” e “K” são as que mais aparecem nos relatórios da administração.

Assim, as empresas tradicionais estão mais preocupadas em demonstrar os fluxos de caixa para captar mais recursos do mercado, informações “J” e “K”. As empresas no N1 estão mais preocupadas em dar transparência nos valores pagos aos controladores, diretores, membros do Conselho de Administração e Conselho Fiscal, informações “E” e “T”. As empresas do N2 e NM, além de priorizar a informação anterior, evidenciam também as demonstrações contábeis nos padrões internacionais, informações “E”. Graficamente, observa-se a média das informações por empresa e por Nível de Governança Corporativa. A Fig.4 deixa evidente a média das informações por empresa e Nível de Governança Corporativa.

Figura 4 - Média das Informações por Empresa e Nível de Governança Corporativa



Verifica-se quais informações são mais evidenciadas por Nível de Governança e por empresa. Percebe-se também que algumas informações não foram citadas, pois não foi divulgada por nenhuma das empresas estudadas. Nesse sentido, das 20(vinte) informações adicionais divulgadas à legislação, conforme descritas na Tab.1, para alcançar o NM, as empresas divulgaram no máximo 9(nove) informações adicionais.

As informações D, F, H, I, L, M, N, O, P, Q, R, S (total de 12) não estão sendo divulgadas pelas empresas no período analisado, fazendo com que a transparência prevista pela B3 não esteja sendo totalmente atendida pelo mercado.

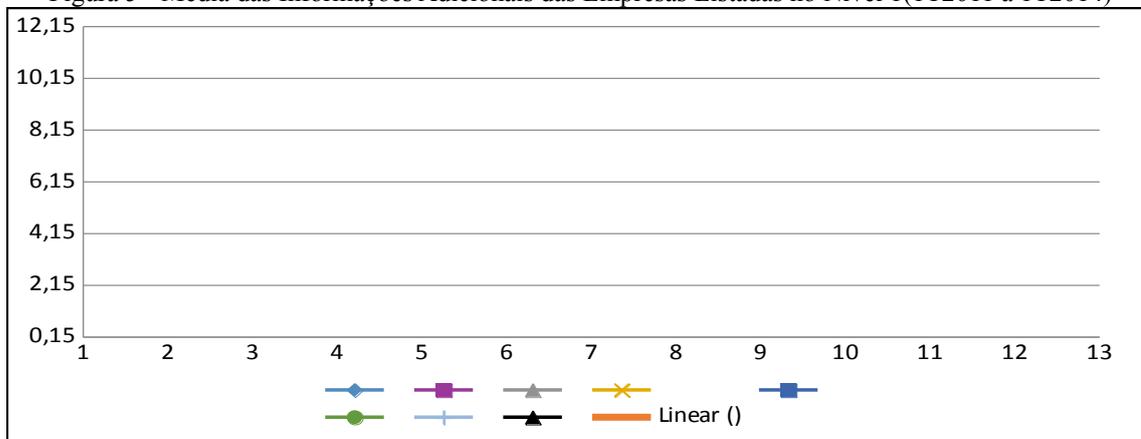
#### 4.2 DISPERSÃO DAS INFORMAÇÕES EM UM MESMO NÍVEL DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

As figuras 6 a 9 apresentam as médias das informações disponibilizadas ao mercado por Nível de Governança Corporativa com o objetivo de identificar se há ou não dispersão do número de informações dentro de um mesmo Nível de Governança, conforme (H<sub>2</sub>) dessa pesquisa.

Esta última empresa, pelos dados da CVM, não divulgou nenhuma informação adicional no período analisado, portanto, pode-se considerar como a pior empresa do grupo estudado em relação à divulgação adicional a legislação vigente.

As empresas Eletrobrás e *Tran Paulista* são as empresas que podem ser consideradas de má qualidade das informações, estão abaixo da média do grupo do N1, conforme está exposto na Fig. 5.

Figura 5 - Média das Informações Adicionais das Empresas Listadas no Nível 1(1T2011 a 1T2014)

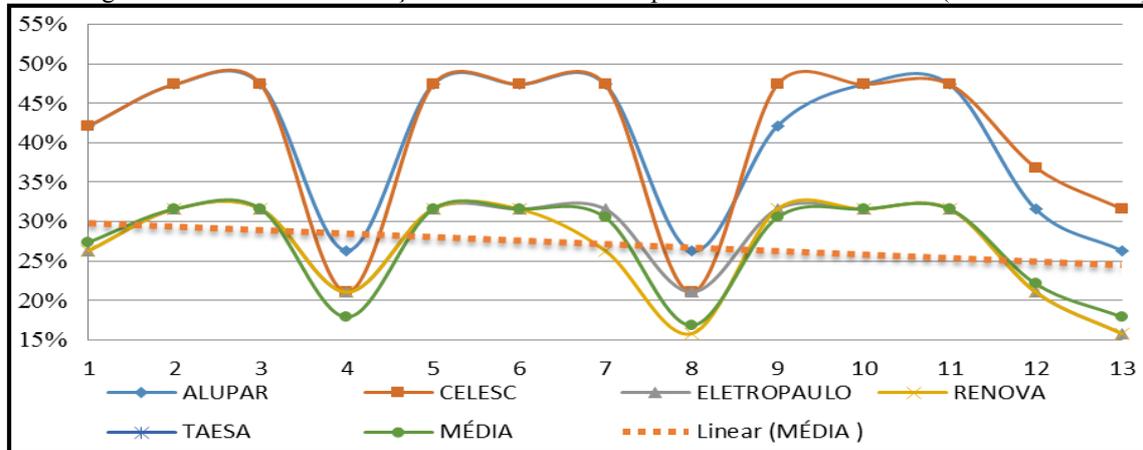


Portanto, a Fig.5 demonstra as médias das informações das empresas listadas, no Nível 1 de Governança Corporativa, com uma leve tendência de queda ao longo do período.

Em seguida, a Fig.6 apresenta a média das informações adicionais das empresas listadas com N2 de Governança Corporativa em relação ao grupo N2, também com leve tendência de queda no período analisado. Assim sendo, a maioria das empresas do N2 possuem uma boa qualidade das informações adicionais disponibilizadas ao mercado em relação à média do grupo, pois estão acima da média; e há também uma dispersão da qualidade das informações em relação à média do grupo, superior à dispersão do N1 mencionado anteriormente. Isso quer

dizer que as empresas apresentam informações adicionais à legislação dispersas, com um significativo desvio padrão entre elas e à média.

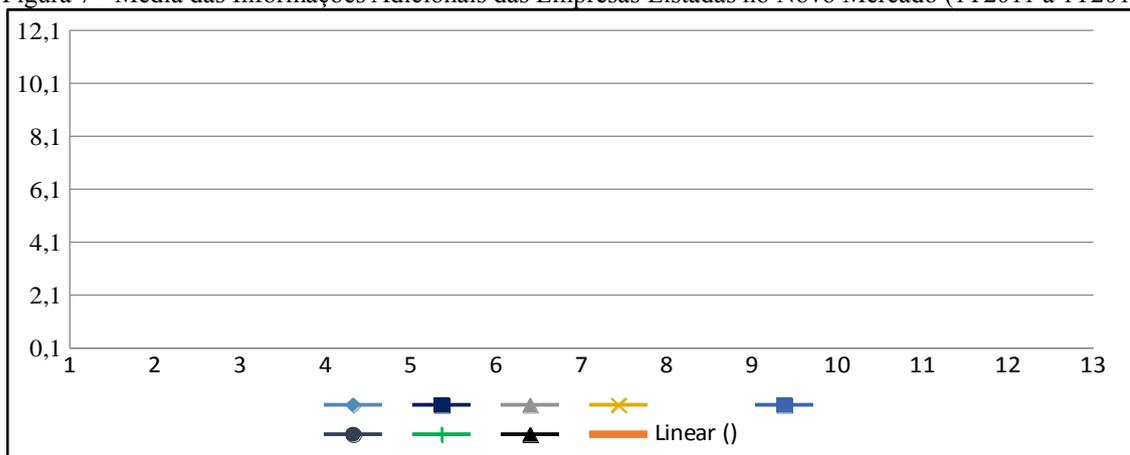
Figura 6 - Média das Informações Adicionais das Empresas Listadas no Nível 2 (1T2011 à 1T2014)



Observa-se que há uma dispersão considerável em torno da média, sendo que a grande parte das empresas possui divulgação das informações acima da média do grupo e portanto, pode-se considerar que as informações são de boa qualidade em relação ao grupo, com exceção do último trimestre de cada ano, pois estes períodos não possuem todas as informações divulgadas normalmente em outros trimestres. Porém a Empresa Renova, possui alguns períodos com pouca transparência de informação para com o mercado, abaixo da média do grupo e que a Empresa Taesa não divulgou nenhuma informação no período analisado. Consta-se graficamente, que há uma concorrência de divulgação das informações adicionais relevante, pois estão pouco distantes da média do grupo e muito próximas umas das outras, com desvio padrão baixo.

Sendo considerada uma empresa com má qualidade de informação adicional em relação ao grupo N2. Outro aspecto relevante é exposto na Fig.7, a qual mostra a qualidade das informações adicionais à legislação divulgadas pelas empresas do setor listadas no NM. A média geral das informações adicionais divulgadas por este grupo também sofre queda ao longo do período analisado, como nos outros grupos já estudados. Assim, demonstra que no grupo do NM a dispersão das informações adicionais disponibilizadas ao mercado entre as empresas listadas é menor que dos Níveis 1 e 2 analisados anteriormente.

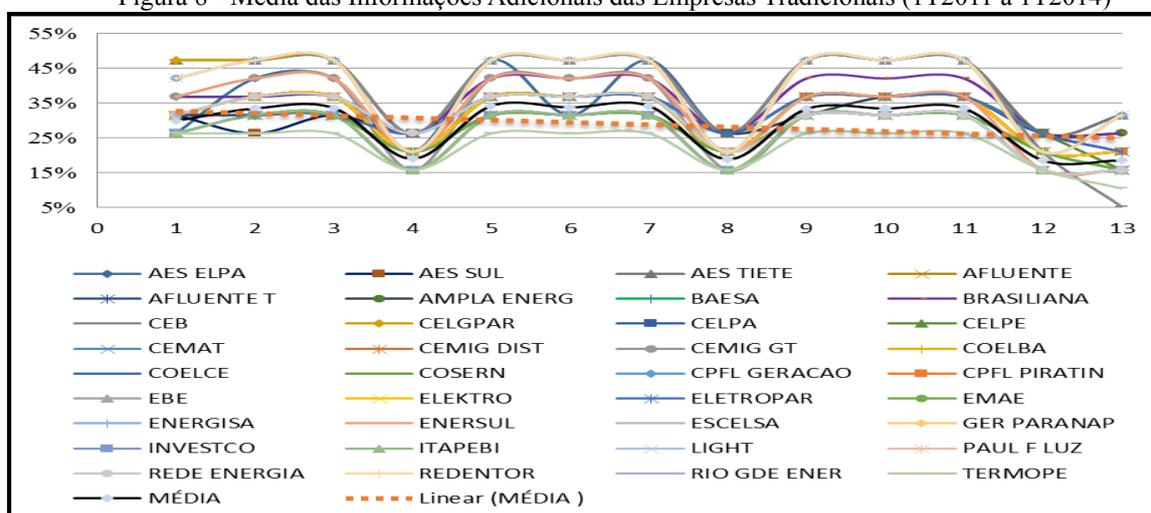
Figura 7 - Média das Informações Adicionais das Empresas Listadas no Novo Mercado (1T2011 à 1T2014)



As empresas que podem ser consideradas com má qualidade das informações adicionais divulgadas para o mercado em relação a este grupo são: Energia BR e Eneva. A partir de 2014, a empresa Light S/A teve queda no nível das suas informações disponibilizadas ao mercado e passou a ser considerada também uma empresa com má qualidade de informação.

A seguir, é analisado a Fig.8 que traz as empresas que não optaram por nenhum Nível de Governança Corporativa - empresas tradicionais, mas que negociam seus ativos na B3 e podem divulgar informações extras à legislação se houver interesse.

Figura 8 - Média das Informações Adicionais das Empresas Tradicionais (1T2011 à 1T2014)



É importante salientar que o NM é o grupo mais importante do conceito de Governança Corporativa e onde os investidores poderão verificar a maior transparência na administração das empresas nele listadas. Contudo, até mesmo as empresas deste grupo estão com médias de qualidade das informações adicionais disponibilizadas ao mercado inferiores a (50%) do que orienta a B3, ou seja, nenhuma delas possui todas as 20(vinte) informações adicionais que rege o NM.

Fica evidenciado que mesmo essas 36(trinta e seis) empresas não tendo a obrigação de divulgar informações adicionais ao mercado, pois não optaram pelos níveis de Governança Corporativa, há uma dispersão considerável das informações adicionais, entre elas e em relação à média do grupo para atrair investidores.

As empresas GER PARANAP, PAUL F LUZ e RIO GDE ENER não divulgaram informações adicionais à legislação no período e podem ser consideradas com ~~má~~ baixa qualidade informacional em relação ao grupo, dentre outras empresas com médias inferiores ao grupo analisado.

Empresas como, por exemplo, CELGPAR, REDENTOR, AES TIETE, dentre outras com médias altas, são consideradas de boa qualidade de informações adicionais em relação ao grupo e com tendências a aderir aos Níveis de Governança Corporativa. Estão acima da média do grupo e, principalmente, por não estarem obrigadas a divulgar estas informações, ou seja, divulgam na medida em que há interesse da administração em atrair investidores. É importante salientar também que a média da qualidade das informações adicionais deste grupo sofreu queda no período, como em outros Níveis de Governança analisados.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O objetivo foi analisar se entre o período 2011 à 2014 houve aumento da quantidade e qualidade das informações na medida em que essas empresas elevaram seu Nível de Governança na Bolsa de Valores (B3). Os dados foram extraídos dos relatórios anuais e notas explicativas das empresas, disponíveis na base de dados da CVM e B3, no período compreendido entre no 1T(1ºtrimestre) 2011 a 1T(1ºtrimestre) 2014 na B3.

Constatou-se que em geral há uma correlação positiva entre os Níveis de Governança e a qualidade das informações disponibilizadas pelas empresas para o mercado, exceto o N2 o qual não houve a correlação positiva, fazendo com que ( $H_1$ ) fosse rejeitada.

Um aspecto relevante é que as empresas listadas no NM possuem sim a maior média de informações adicionais à legislação disponibilizadas ao mercado (35,51%), sendo essas empresas consideradas com boa qualidade informacional em relação à média geral (30,47%). Entretanto, a média geral das informações adicionais do N2 (27,13%) foi inferior à do N1 (30,42%) e empresas tradicionais (28,81%). Todas elas podem ser consideradas de má qualidade informacional em relação à média geral.

Não obstante, a resposta para essa discrepância pode ser relacionada ao fato de que para as empresas tradicionais aderirem ao N1, necessitam optar por divulgar 15(quinze) informações adicionais à legislação vigente. E, para as empresas elevarem o grau do N1 para o N2 ou NM, necessitam atender mais 5(cinco) itens da Governança Corporativa. Embora, ao observar os

dados levantados via CVM e B3, verifica-se que nem todas as empresas do N2 possuem as primeiras 15(quinze) informações adicionais ao mercado, puxando para baixo a média do grupo. Assim, pode-se responder porque as empresas do N2 possuem uma média de qualidade das informações inferior às empresas listadas no N1 e as Tradicionais.

Nesse contexto, pode-se concluir que a ( $H_1$ ) deve ser rejeitada, pois não há como afirmar que na medida em que aumenta o Nível de Governança Corporativa, eleva também a quantidade e qualidade das informações divulgadas adicionalmente a legislação.

De modo suplementar, verificou-se que as informações mais evidenciadas pelas empresas são as “E”, “J”, “K” e “T”, conforme descrito na Fig.1. As empresas Tradicionais estão mais preocupadas em demonstrar os fluxos de caixa para captar mais recursos do mercado. As empresas no N1 estão mais preocupadas em dar transparência nos valores pagos aos controladores, diretores, membros do Conselho de Administração e Conselho Fiscal. As empresas do N2 e NM, além de priorizar a informação anterior, evidenciam também as demonstrações contábeis nos padrões internacionais.

Em relação a segunda hipótese testada ( $H_2$ ) no estudo, o resultado foi ao encontro do esperado, pois existe dispersão das informações adicionais disponibilizadas ao mercado no mesmo Nível de Governança Corporativa. Portanto, infere-se que a ( $H_2$ ) não pode ser rejeitada, pois possui dispersão das informações entre as empresas do mesmo grupo, bem como a média de cada grupo. Conclui-se também que as empresas listadas no NM são as que possuem menor grau de dispersão entre as empresas e em relação à média do grupo.

Ao concluir a pesquisa, observa-se que os resultados esperados inicialmente não foram totalmente satisfeitos, mas responderam a questão da pesquisa “Que relação existe entre a qualidade e quantidade das informações disponibilizadas pelas empresas e o Nível de Governança Corporativa?”.

Os achados desta pesquisa demonstram que as empresas do Setor de Energia Elétrica do Brasil, mesmo aderindo aos diferentes Níveis de Governança Corporativa da B3 as empresas, ainda não conseguiram demonstrar de fato a aplicabilidade das boas práticas elencadas pelo IBGC e exigidos pela instituição do mercado acionário nacional.

Assim, sugere-se para futuros estudos aprofundar as análises da qualidade e quantidade de informações adicionais dentro de cada grupo, bem como verificar se empresas com maior Nível de Governança Corporativa estão alavancando o volume de negócios na Bolsa de Valores como previsto na teoria. E se realmente a adesão a maiores Níveis de Governança Corporativa está atraindo novos investidores as empresas.

Ademais, recomenda-se aprofundar o estudo para identificar o porquê de a transparência ser menor no quarto trimestre de cada ano analisado, bem como analisar o motivo pelo qual a maior parte dos tipos de informações adicionais não foram colocadas. E por fim, verificar por qual o motivo algumas informações adicionais foram priorizadas para divulgação em detrimento de outras.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, A.; ROSSET, J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

ALMEIDA, G. S.; FONTES FILHO, J. R.; MARTINS, H. Identificando stakeholders para formulação de estratégias organizacionais. São Paulo, 2005. Disponível em: <<http://www.unb.br/criord/informações/material>>. Acesso em: 19 fev. 2015.

Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Disponível em [www.BM&FBovespa.com.br](http://www.BM&FBovespa.com.br). Acesso em 23/05/2014.

CHENG, E. C. M.; COURTENAY, S. M. Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure. *The International Journal of Accounting*. 41, 262–289, 2006.

CVM. Comissão de Valores Mobiliários, 2014. Disponível em <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em 23/05/2014.

ENG, L. L.; MAK, Y. T. Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, (22)4, 325–345, 2003.

FONTES FILHO, J. R. Estudo de validade de generalizações práticas de governança corporativa ao ambiente de fundos de pensão: Uma análise segundo as teorias da agência e institucional, 2004. 203 f. Tese (Doutorado em Administração) - Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas da Fundação Getúlio Vargas – FGV, São Paulo, 2004.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2017.

GUL, F. A.; LEUNG, S. Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures. *Journal of Accounting and Public Policy*, (23)5, 351–379, 2004.

HEATON, J. B. Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*. 33-45, Summer, 2002.

HITT, Michael A.; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração Estratégica**. São Paulo: Editora Thomson, 2005.

IUDÍCIBUS, S. de. **Teoria da contabilidade**. 5ª. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

IUDÍCIBUS, S de.; LOPES; A. B. **Teoria avançada da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.  
YIN, R. K. Pesquisa qualitativa do começo ao fim, segunda edição. Nova Iorque: The Guilford Press, 2016.

JENSEN M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure. In: **Journal os Financial Economics**. 305-360, 1976.

JESUS, M. R. de.; DALONGARO, R. C. Governança Corporativa na Administração Municipal: Uma Análise do Resultado Econômico da Secretaria de Fazenda De Ijuí (Rs) – Brasil. Revista Observatório de la Economía Latinoamericana, abril 2018. En alínea:<https://www.eumed.net/rev/oel/2018/04/administracao-municipal-brasil.html/acessoem31/05/2018>.

KYLE, A. S. Continuous auctions and insider trading. *Econométrica*. 53, 315-1335, 1985.

LIM, S.; MATOLCSY, Z.; CHOW, D. The association between board composition and different types of voluntary disclosure. **European Accounting Review**, (16)3, 555–583, 2007.

MARTINS, E. De Luca Pacioli à volta à contabilidade gerencial. **Informações Objetivas - Temática Contábil**, 34, 335-342, 1991.

MATSUMOTO, D.; PRONK, M.; ROELOFSEN, E. Do analysts mitigate optimism by management? **Working paper**. University of Washington, Tilburg University and RSM/Erasmus University, 2006.

MODIGLIANI, F.; MILLER SOURCE, M H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. **The American Economic Review**, (48), 3, 261-297, 1958.

PEREIRA, C. S.; QUELHAS, O. L. G. Governança Corporativa e Gestão de Pessoas. Organização e Estratégia, 1, 58-81, 2005.

PINTO JÚNIOR, H. Q.; Pires, M. C. P. Assimetria de Informações e Problemas Regulatórios, 2009. Disponível em:<[http://www.anp.gov.br/doc/notas\\_tecnicas/Nota\\_Técnica\\_\\_ANP\\_\\_09\\_2000.pdf](http://www.anp.gov.br/doc/notas_tecnicas/Nota_Técnica__ANP__09_2000.pdf)>. Acesso em: 28/02/2009.

RICHARDSON, R. J. **Pesquisa social: Métodos e Técnicas**. 3. ed., São Paulo: Atlas, 2008.  
SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, (52)2, 737–783, 1997.

VERGARA, S.C. **Métodos de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2006.