

Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas do setor elétrico brasileiro

ARNALDO BARROS FEITOSA
ISCTE Business School
arnaldo.feitosa@camargocorrea.com

NATHANE EVA SANTOS PEIXOTO
UFU - Universidade Federal de Uberlândia
nathaneeva@hotmail.com

THAYSE MACHADO GUIMARÃES
UFU - Universidade Federal de Uberlândia
thaysemg.adm@gmail.com

PABLO ROGERS
UFU - Universidade Federal de Uberlândia
pablo.rogers@hotmail.com

Agradecemos a Fundação de Amparo a Pesquisa de Minas Gerais (FAPEMIG) pelo financiamento do projeto de pesquisa.

Área temática: Finanças – Governança e dividendos

Governança Corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas do setor elétrico brasileiro

RESUMO

A presente pesquisa teve como objetivo avaliar a relação entre a qualidade da governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas do setor elétrico brasileiro, listadas ou não em bolsa. Em termos metodológicos, adaptou-se o índice proposto por Almeida *et al* (2010), que foi confrontado, a partir de testes não paramétricos (Spearman, Mann-Whitey e Kruskal-Wallis), com cinco variáveis de desempenho econômico-financeiro, mais algumas de interesse. Os resultados apontam que apesar da melhora da qualidade da governança corporativa no período 2008-2011, existe grande discrepância entre as empresas. Ao analisar separadamente as dimensões da governança corporativa, a dimensão transparência foi a que apresentou melhor evolução, e o pior avanço foi encontrado na dimensão controle e conduta, talvez em consequência da alta concentração de controle e propriedade encontrado nas empresas do setor. Quando a qualidade da governança corporativa foi confrontada com as medidas de desempenho econômico-financeiro encontrou-se evidências estatísticas de correlações positivas com a transparência. Adicionalmente, o teste de Mann-Whitey apontou de forma estatisticamente significativa, que empresas concentradas possuem menores níveis de transparência, ao passo que as companhias de controle privado estrangeiro e pertencentes aos níveis diferenciados da Bovespa, especialmente o Novo Mercado, possuem maiores medianas de transparência.

Palavras-Chave: Governança Corporativa; Desempenho Econômico-Financeiro; Setor Elétrico.

ABSTRACT

This study aimed to evaluate the relationship between the quality of corporate governance and economic-financial performance of companies in Brazil's Electricity Sector, listed or not on the stock exchange. In methodological terms, adapted the index proposed by Almeida *et al*. (2010), which was confronted as from nonparametric tests (Spearman, Mann-Whitey and Kruskal-Wallis) with five variables of economic-financial performance more variable of interest. The results show that despite the improvement of the quality of corporate governance in the period 2008-2011, there is a large discrepancy between the companies. In analyzing separately the dimensions of corporate governance, the transparency dimension exhibited the best growth, and the worst progress was found in control and Conduct dimension, perhaps in consequence of the high concentration of ownership and control in sector companies. When the quality of corporate governance was confronted with measures of economic-financial performance was found statistical evidence from positive correlations with Transparency. In addition, the Mann-Whitey test demonstrated a statistically significant relation, wherein concentrated firms have lower levels of transparency, while companies with foreign private equity control and belongs different levels of Bovespa, especially the New Market, have higher median of transparency.

Key Words: Corporate Governance, Economic-Financial Performance, Electricity Sector

1. INTRODUÇÃO

A governança corporativa surge com o objetivo de minimizar os conflitos de agência através da adoção de princípios capazes de alinhar os interesses dos proprietários, diretoria e conselho de administração, com o objetivo de preservar e maximizar o valor da organização, facilitando o acesso a recursos e, por fim, contribuindo para a longevidade do negócio (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa [IBGC], 2009). Nas últimas décadas o debate sobre governança corporativa tem tomado corpo na mídia, no meio empresarial e acadêmico devido os escândalos de fraudes contra investidores como os casos Enron, Global Crossing, Bernard L. Madoff, WordCom, Tyco, Xerox e Adelpia ocorridos nos Estados Unidos e os casos Boi Gordo, Banco Santos e Daslu ocorridos no Brasil (Costa & Wood Jr., 2012); e pesquisas internacionais corroborando a eficácia de melhores práticas de governança corporativa (La Porta, Lopez-De-Silanes, & Shleifer, 1999; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer & Vishny, 1998, 2000, 2002; Love, 2010; Djankov, La Porta, Lopez-de-Silanes, & Shleifer, 2008).

No Brasil, principalmente nos últimos quinze anos, muitos esforços têm sido empreendidos para melhorar as práticas de governança corporativa adotada pelas empresas. Em 2001 foi instituída a Lei 10.303, que buscava uma reforma da Lei das Sociedades Anônimas cujo objetivo essencial era uma maior proteção dos acionistas minoritários. Em 2007 foi instituída a padronização das normas contábeis na Lei 11.638, contribuindo assim, para melhorar a transparência e qualidade das informações para tomada de decisões dos investidores. No mesmo período alguns códigos e recomendações de melhores práticas de governança foram editados (e reeditados nesses quinze anos) por importantes agentes do mercado, tais como Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, Comissão de Valores Mobiliários e Associação Nacional dos Bancos de Investimentos.

A esse respeito talvez a principal atuação no sentido de buscar melhores práticas de governança corporativa foi a instituição, pela BM&FBovespa, no final de 2000, do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Por meio de um contrato privado voluntário as empresas aderiram a regras que exigiam a adoção de boas práticas corporativas e foram indexadas no Índice de Governança Corporativa (IGC), que passou a ser calculado a partir de junho de 2001.

A partir de então, uma gama de pesquisas empíricas nacionais tem buscado analisar o desempenho de empresas com padrões de governança corporativa diferenciados. A maioria dessas pesquisas utiliza o próprio índice da BM&FBovespa (Alencar, Almeida, Araujo Neto, Amaral & Matos, 2012; Bortolon, Sarlo Neto, & Santos, 2013; Dalmácio, Lopes, Rezende, & Neto, 2013; Girioli, Felipe, Nogueira, & Calil, 2014; Machado & Famá, 2011; Rogers & Securato, 2009; Rogers, Ribeiro, & Securato, 2008; Silva, Carmona, & Lagioia, 2011; Srour, 2005), enquanto outras utilizam índices de governança corporativa próprios, construídos a partir dos dados da própria pesquisa (Almeida, Santos, Ferreira & Torres, 2010; Amaral, Iquiapaza, Tomaz, & Bertucc, 2008; Andrade, Salazar, Calegário, & Silva, 2009; Barros, Soares, & Lima, 2013; Caixe & Krauter, 2014; Catapan & Colauto, 2014; Catapan, Colauto, & Barros, 2013; Carvalhal-da-Silva & Leal, 2005; Leal & Carvalhal da Silva, 2005; Saito & Silveira, 2008; Santos & Leal, 2007; Silveira & Barros, 2008; Silveira, Perobelli, & Barros, 2009).

Algumas pesquisas comprovaram o melhor desempenho de empresas com práticas de governança corporativa superiores (Almeida *et al.*, 2010; Andrade *et al.*, 2009; Barros; Soares & Lima, 2013; (Bortolon, 2013) Bortolon *et al.*, 2013 Caixe & Krauter, 2014; Carvalhal-da-Silva & Leal, 2005; Dalmácio *et al.*, 2013; Girioli *et al.*, 2014; Machado & Famá, 2011; Rogers & Securato, 2009; Rogers, Ribeiro, & Securato, 2008; Silveira & Barros, 2008, Silveira, Perobelli, & Barros, 2009; Srour, 2005) enquanto outras não puderam concluir que

elevados padrões de governança corporativa resultam em melhor desempenho, seja ele por meio de menor risco, maior retorno, maior liquidez, menor custo de capital ou desempenho econômico-financeiro (Alencar *et al.*, 2012; Amaral *et al.*, 2008; Catapan, Colauto, & Barros, 2013).

A despeito dessas inconclusas evidências, salienta-se que as pesquisas procedidas no Brasil têm concentrado, quase que exclusivamente, em empresas listadas em bolsa, utilizando-se da amostra disponível na BM&FBovespa (*ibid*). Poucas foram as pesquisas nacionais que analisaram a relação governança corporativa e desempenho em setores específicos (Carneiro & Coimbra, 2009; Cunha & Politeo, 2013; Maia, Vasconcelos, & Luca, 2013; Matias-Pereira, 2010; Santos & Pedreira, 2004) e/ou para empresas não listadas em bolsa (Almeida *et al.*, 2010; Santos & Leal, 2007).

O presente estudo busca suprir uma lacuna existente na literatura de governança corporativa no Brasil ao propor estudar a relação governança corporativa e desempenho econômico-financeiro no setor elétrico brasileiro, tanto concernente às empresas listadas como às não listadas em bolsa de valores. O setor elétrico é um dos mais estudados em termos de mercado de capitais, entretanto, encontraram-se poucas pesquisas que relacionam o setor elétrico e governança corporativa (Bernardino, 2014; Beys, 2009), e além do mais, não foram encontradas pesquisas que analisaram a prática de governança corporativa em empresas de energia elétrica não listadas em bolsa (capital fechado).

Na segunda seção deste artigo será apresentada a revisão da literatura que abordará os princípios das práticas de governança corporativa condizentes com as dimensões do questionário do Índice de Governança Corporativa utilizado neste estudo. Na terceira seção será detalhada a metodologia de pesquisa empregada para coleta e análise de dados. Em seguida será apresentada a análise de resultados comparando com os trabalhos empíricos desenvolvidos por outros autores. Por último, na quinta seção, será exposta a conclusão.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Os trabalhos desenvolvidos por Almeida *et al.* (2010) e Santos e Leal (2007), assim como esta pesquisa, agruparam os princípios de governança corporativa em três dimensões: i) transparência, ii) composição e funcionamento do conselho e iii) controle e conduta.

O princípio da transparência revela que mais do que a obrigação de divulgar as informações impostas pela legislação ou as de interesse da organização é necessário que as informações apresentem tanto aspectos positivos quanto negativos, facilitando o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da companhia. Para oferecer aos interessados a verdadeira compreensão dos fatos e conquistar um ambiente de confiança tanto internamente quanto em relação ao mercado externo (IBGC, 2009). Sendo assim, Santos e Leal (2007) complementam que as práticas de governança corporativa não devem restringir às empresas de capital aberto, mas sim, deve abranger todas as companhias que buscam uma relação de transparência e confiança com as partes que mantêm algum relacionamento, pois, a adoção dos princípios das boas práticas de governança corporativa pode ser adotado por qualquer categoria de organização, não importa o porte, a natureza jurídica ou a forma de controle (IBGC, 2009).

A segunda dimensão é um importante mecanismo de governança corporativa, uma vez que a função do conselho de administração é proteger e valorizar o patrimônio da empresa, perseguir a consecução de seu objeto social e estimular a diretoria para maximizar o retorno do investimento dos proprietários agregando valor à companhia. Os conselheiros ainda são responsáveis por buscar o equilíbrio entre os interesses dos proprietários e *stakeholders* através da minimização dos conflitos de interesses (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2002; IBGC, 2009) e, conseqüentemente, redução dos conflitos de agência por meio do

monitoramento das ações dos administradores (Fama & Jensen, 1983a, 1983b) bem como pela supervisão, contratação, demissão e definição da remuneração dos executivos (Andrade *et al.*, 2009). Por isso, Andrade *et al.* (2009, p.6) ressalva que “o conselho de administração é visto como um órgão que tem a responsabilidade de decidir em nome dos proprietários” capaz de influenciar o desempenho e o valor de mercado das empresas.

Em outras palavras, o conselho de administração é um mecanismo interno que contribui tanto para redução dos custos de agência entre acionistas e gestores, quanto para a minimização do conflito de agência entre acionistas minoritários e majoritários. Porém, para que isto seja efetivo, diversos autores e órgãos (CVM, 2002; IBGC, 2009; Moura & Beuren, 2011) defendem a necessidade de um conselho independente, composto por membros externos, qualificados e contratados por processos formais e com mandato de até 2 anos, de forma a reduzir o poder dos acionistas controladores. Além disso, o IBGC (2009) recomenda que os conselhos de administração sejam compostos por no mínimo cinco e no máximo onze conselheiros, partindo do pressuposto que o grupo deve ser grande o suficiente para assegurar a representatividade, entretanto não tão extenso a ponto de prejudicar a eficiência da empresa (CVM, 2002), pois quando um conselho é muito grande é mais complicado agendar as reuniões e entrar em um consenso, ocasionando lentidão na tomada de decisão. Por último, o IBGC (2009) ainda aconselha que o presidente do conselho e o diretor-presidente não sejam a mesma pessoa, para evitar a concentração do poder, haja vista que as atribuições de ambos são completares.

A terceira, e última, dimensão das práticas de governança corporativa é a adoção de normas de controle e conduta ética a fim reduzir os conflitos de interesse. Leal e Carvalho da Silva (2005) enfatizam que a inexistência de investigação e condenação das empresas na CVM é um indicador de bom comportamento e não violação das leis de valores mobiliários por parte das empresas de capital aberto. De acordo com as pesquisas de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer (1999) e La Porta *et al.* (1998) as práticas de ações éticas a estrutura de propriedade e controle produz efeitos positivos no desempenho e valorização das empresas. Outro mecanismo de boas práticas de governança, e não menos importante, é a emissão de apenas ações ordinárias, uma vez que a emissão de ações sem direito a voto pode tornar instrumento de expropriação dos direitos dos acionistas minoritários, pois, permite o controle da empresa com menor parcela de capital (Almeida *et al.*, 2010) desviando do princípio “uma ação um voto” (Bortolon, 2013; Leal & Carvalho da Silva, 2005).

3. METODOLOGIA

3.1 Empresas do estudo

Estudamos empresas abertas e fechadas do setor de energia elétrico brasileiro, que por sua vez, compreende as empresas que realizam ao menos uma das seguintes atividades: i) Geração: usinas de produção de energia; ii) Transmissão: empresas responsáveis pelo envio da energia de alta tensão do local de produção até as estações de rebaixamento de tensão; iii) Distribuição: firmas que transmitem a energia de baixa tensão até o consumidor final; iv) Comercialização: negócios responsáveis pela intermediação financeira das atividades de compra e venda de energia no atacado. Desta forma, neste estudo foram analisadas as empresas do setor de energia, independente da atividade, e que, concomitantemente, sejam sociedade anônima, com ou sem ações negociadas na bolsa de valores.

3.2 Boas práticas de governança corporativa

Pesquisas recentes (Almeida *et al.*, 2010; Carvalhal-da-Silva & Leal, 2005; Leal & Carvalhal da Silva, 2005; Santos & Leal, 2007; Silveira & Barros, 2008; Silveira, Leal, Barros, & Carvalhal-da-Silva, 2009; Catapan & Colauto, 2014) formularam diferentes índices a fim de mensurar a qualidade das práticas de governança em distintos perfis de empresas. Almeida *et al.* (2010) aponta as vantagens encontradas ao optar pelo uso de questionários respondidos pelos autores por meio de dados disponíveis na internet, dentre eles pode-se destacar: (i) uso de informações transparentes; (ii) facilidade de replicação, pois as questões não são subjetivas; (iii) evita a baixa taxa de respostas porque são respondidos pelos próprios pesquisadores e não por gestores e (iv) possibilita a mensuração da qualidade destas práticas tanto em empresas listadas em bolsa quanto em empresas não listadas.

O Quadro 1 apresenta o questionário, composto por 14 questões, divididos em três blocos de perguntas: i) transparência (7 questões), ii) composição e funcionamento do conselho (4 questões) e iii) controle e transparência (5 questões); que foi utilizado como instrumento de pesquisa para mensurar a qualidade das práticas de governança corporativa, durante os anos de 2008 a 2011, das 97 empresas do setor elétrico brasileiro que compõem a população desta pesquisa.

Transparência	
Q1	A companhia prepara seus relatórios financeiros exigidos por lei dentro do prazo previsto?
Q2	A companhia utiliza métodos internacionais de contabilidade (IASB ou USGAAP)?
Q3	A companhia usa uma das principais empresas de auditoria globais?
Q4	A companhia apresenta no seu web site ou nas informações anuais informações sobre a remuneração do diretor geral e dos membros do conselho?
Q5	A empresa teve parecer da auditoria independente sem ressalva entre os anos 2008-2011?
Composição e Funcionamento do Conselho	
Q6	O presidente do conselho e o diretor geral da empresa são pessoas diferentes?
Q7	O conselho é claramente composto por conselheiros externos e possivelmente independentes (não ligados aos controladores)?
Q8	O conselho possui entre 5 e 11 membros, conforme recomenda o código do IBGC?
Q9	Os membros do conselho têm mandato de dois anos, conforme recomenda o código do IBGC?
Controle e Conduta	
Q10	A empresa está sob investigação em curso ou teve qualquer tipo de condenação pela CVM no último ano?
Q11	O grupo controlador, considerando os acordos com os acionistas, possui menos de 50% das ações com direito a voto?
Q12	A porcentagem das ações sem direito a votos é menor que 20% do total do capital?
Q13	O controle da companhia é direto?
Q14	Não existem acordos com acionistas?

Quadro 1: Questionário de governança corporativa

Fonte: Os autores com base em Almeida *et al.* (2010)

O Índice de Governança Corporativa (IGC) foi calculado a partir do somatório das respostas positivas das 14 questões do questionário, onde, respostas positivas recebem pontuação 1 (um) e negativas obtêm pontuação 0 (zero). As perguntas foram respondidas diretamente pelos pesquisadores através das seguintes fontes de dados secundários disponíveis: i) no sistema de Divulgação Externa IRT/DFP/IAN (DIVEXT) localizado no site da CVM; ii) no site da BM&FBovespa e iii) nos sites institucionais das empresas analisadas. Em relação às respostas não encontradas adotou-se o critério de preenchê-la com o valor zero. Nesse caso, a falta de informação sobre algum item do índice de governança corporativa pode indicar má prática de governança, já que dedicou-se tempo para procurar a informação entre os canais públicos disponíveis e não foi possível encontrá-la.

3.3 Desempenho econômico-financeiro e outras variáveis

A última delimitação no campo metodológico desta pesquisa se refere à especificação do desempenho econômico-financeiro a fim de comparar a relação entre as medidas de desempenho e a qualidade das práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas brasileiras do setor elétrico. As variáveis de desempenho e concentração de propriedade utilizadas na pesquisa estão contempladas na base de dados SÉRIES do GESEL/UFRJ (Grupo de Estudos do Setor de Energia Elétrica da Universidade Federal do Rio de Janeiro).

Além do IGC e das dimensões do índice de governança corporativa (Quadro 1), também foram analisadas neste estudo variáveis de desempenho econômico-financeiro (Quadro 2) e variáveis de concentração e controle (Quadro 3): (i) grau de concentração e controle de propriedade; (ii) adesão voluntária aos índices de governança corporativa diferenciados, (iii) tipos de controle e (iv) classificação de controle.

Variável	Código	Fórmula	Conceitual
Retorno sob o ativo	ROA1	Lucro oper./Ativo total	Carvalho-da-Silva & Leal (2005); Santos & Leal (2007)
	ROA2	Lucro líquido/Ativo total	Catapan & Colauto (2014); Santos & Leal (2007)
Retorno sob o PL	RPL	Lucro Líquido/PL	Catapan & Colauto (2014) Silveira & Barros (2008)
Lucro antes de impostos e taxas	EBIT1	Ebtida/Ativo total	Catapan & Colauto (2014)
	EBIT2	Ebitda/PL	Catapan & Colauto (2014)

Quadro 2: Variáveis de desempenho econômico-financeiro

Código	Variável	Fórmula ou categorias	Conceitual
CON_ON1	Concentração de controle do maior acionista	Total de ações ON do maior acionista/ total de ações ON	Santos & Leal (2007), Leal & Carvalho da Silva (2005)
CON_ON3	Concentração de controle dos 3 maiores acionistas	Total de ações ON dos 3 maiores acionistas/ total de ações ON	Leal & Carvalho da Silva (2005)
CON_TOT1	Concentração de propriedade do maior acionista	Total de ações ON+PN do maior acionista/ total de ações	Santos & Leal (2007), Leal & Carvalho da Silva (2005)
CON_TOT3	Concentração de propriedade dos 3 maiores acionistas	Total de ações ON+PN dos 3 maiores acionistas/ total de ações	Leal & Carvalho da Silva (2005)
CON_EXC1	Separação entre os direitos de controle e propriedade	CON_ON1/CON_TOT1	Leal & Carvalho da Silva (2005) Santos & Leal (2007)
BOVESPA	Nível de Governança na Bovespa	Não Listada, Tradicional, Nível 1, Nível2, ou Novo Mercado.	Leal & Carvalho da Silva (2005) Silveira <i>et al.</i> (2009) Silveira, Perobelli, & Barros (2009)
CONTROLE	Tipo de controle da empresa	Governamental, Privado Nacional, Estrangeiro ou Institucional.	Leal & Carvalho da Silva (2005) Silveira & Barros (2008)
CLASCONT	Classificação de controle	Disperso, Dominante ou Majoritário.	Pedersen & Thomsen (1997) Siqueira (1998)

Quadro 3: Variáveis de concentração de propriedade e controle

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Esta seção contempla a apresentação da análise descritiva dos dados encontrados na pesquisa, seguido dos testes de não paramétricos (Correlação de Spearman, de Mann-Whitey e de Kruskal-Wallis) a fim de avaliar as relações existentes entre a qualidade da governança corporativa e desempenho econômico-financeiro das empresas do setor elétrico brasileiro. Os testes não paramétricos foram utilizados porque os testes de normalidade de Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk indicaram que o IGC e as suas dimensões (variáveis ordinais) não seguem distribuição normal.

O Índice de Governança Corporativa (IGC) variou entre 0 e 13 pontos (Tabela 1), ou seja, nenhuma entidade aderiu concomitantemente a todas práticas de boa governança. Valores máximos foram encontrados apenas dentro das dimensões transparência, conselho e conduta que compõem o índice. As empresas analisadas apresentaram em média baixa qualidade de governança (media = 6,92) acompanhada por alta discrepância de resultados entre as empresas (desvio padrão = 2,75). Ao analisar cada dimensão separadamente observou que a transparência apresentou os melhores resultados, enquanto a dimensão controle e conduta obteve a pior pontuação percentualmente ao número de questões da dimensão, que pode ser consequência da alta concentração de controle e propriedade encontrado nas empresas do setor elétrico.

Tabela 1:
Análise descritiva do índice de governança corporativa

	Qtd. De Questões	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
Transparência	5	3,45	1,37	0,00	5,00
Conselho	4	1,73	1,27	0,00	4,00
Conduta	5	1,74	1,05	0,00	5,00
IGC	14	6,92	2,75	0,00	13,00

Os resultados apontam melhora do índice ao longo dos anos como pode ser visto na Tabela 2: a média passou de 6,13 pontos em 2008 para 7,67 em 2011, em outras palavras, o índice elevou aproximadamente 25% no período. Entretanto ao analisar apenas os valores absolutos do IGC não é possível afirmar que as empresas do setor de energia apresentam bons padrões de governança corporativa. A pesquisa de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005) classificou as empresas em três diferentes padrões de governança corporativa de acordo com a pontuação encontrada no IGC: i) Pobre (pontuação entre 0 e 4), ii) Médio (pontuação entre 5 e 9) e iii) Bom (pontuação entre 10 e 15), e ao replicar tal classificação tem-se que as entidades estudadas apresentam padrão médio de governança corporativa, isto significa que as empresas do setor de energia ainda não aderiram totalmente às práticas de boas práticas de governança corporativa apontadas pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Tabela 2:
Médias do índice de governança corporativa por ano

	Ano				Total
	2008	2009	2010	2011	
Transparência	2,83	3,18	3,71	4,00	3,45
Conselho	1,49	1,59	1,80	2,00	1,73
Conduta	1,81	1,78	1,73	1,67	1,74
IGC	6,13	6,54	7,24	7,67	6,92

Quando analisado cada uma das três dimensões separadamente, a pior e melhor média referem-se respectivamente às dimensões, transparência e conselho. Mesmo resultado relatado na pesquisa de Almeida *et al.* (2010) que utilizou um questionário semelhante para analisar a qualidade das práticas de governança corporativa de empresas brasileiras de capital aberto não listadas em bolsa.

A pesquisa desenvolvida por Silveira *et al.* (2009) também confeccionou o próprio índice de governança corporativa e apontou que a adesão voluntária aos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa ou a adesão às ADRs está associada positivamente à melhor qualidade de governança corporativa. Neste sentido, um dos fatores que podem ter contribuído para a baixa qualidade das práticas de governança das empresas analisadas é que 43% das empresas são não listadas e outros 39% pertencem ao mercado tradicional da BM&FBovespa (Tabela 3). Em outras palavras, aproximadamente 80% das entidades deste estudo não precisam obrigatoriamente seguir as medidas de boas práticas de governança como as empresas que estão classificadas nos mercados diferenciados da BM&FBovespa: Nível 1 (9,01%), Nível 2 (2,82%), Novo Mercado (5,63%).

Tabela 3:
Frequência de participação na BM&FBovespa e nos mercados diferenciados de governança corporativa

		N	N % da coluna
BOVESPA	Não listada	154	43,38%
	Tradicional	139	39,15%
	Nível 1	32	9,01%
	Nível 2	10	2,82%
	Novo mercado	20	5,63%
	Total	355	100,00%

As análises apontam alta concentração de controle e propriedade. Os três maiores acionistas detêm 93,37% (CON_ON3) das ações ordinárias das empresas do setor de energia, e 89,41% da concentração de propriedade (CON_TOT3) (Tabela 4). A pesquisa de Carvalhal-da-Silva e Leal (2005b) apresenta resultados homólogos, em que aproximadamente o maior acionista possui aproximadamente 75% do controle e 50% da propriedade das empresas brasileiras de capital aberto. Ambos dados indicam possibilidade dos acionistas majoritários expropriarem os direitos dos acionistas minoritários, decorrentes do alto poder de influência dos acionistas controladores.

Tabela 4:
Análise descritiva das variáveis de concentração de propriedade

	Média	Desvio padrão	Mínimo	Máximo
CON_ON1	78,28%	24,16%	9,59%	100,00%
CON_ON3	93,94%	12,48%	9,92%	100,00%
CON_TOT1	74,14%	25,76%	9,58%	100,00%
CON_TOT3	89,29%	17,88%	9,90%	100,00%
CON_EXC1	0,10	0,31	-0,21	1,61

As pesquisas de Pedersen e Pedersen (1997) e Siqueira (1998), por sua vez, agruparam as variáveis de controle e propriedade em três diferentes classes de concentração acionária.

De acordo com a proporção de ações ordinárias sob posse do maior acionista, a empresa é considerada: (i) Dispersa: quando o controle do maior acionista é inferior a 20%; (ii) Dominante: quando o maior acionista possui de 20% a 50% do controle e (iii) Majoritária: quando o controle do maior acionista é superior a 50% do controle. A maioria das empresas analisadas possuem concentração majoritária (84,21%), e menos de 1% foi considerada dispersa (Tabela 5) indicando que as empresas devem melhorar a proteção aos acionistas minoritários, reduzindo a concentração de propriedade e controle. Apesar de a concentração de propriedade não ser desejável esta não é característica apenas do setor de energia, mas sim de empresas brasileiras de diversos setores, como apontado nos trabalhos desenvolvidos por Leal e Carvalhal da Silva (2005), Mackinsey & Company e Korn/Ferry International (2001) e Santos e Leal (2007).

Tabela 5:
Frequência de cada classificação de controle

		N	%
CLASCONT	Disperso	2	0,70%
	Dominante	43	15,09%
	Majoritário	240	84,21%
	Total	285	100,00%

Devido a não normalidade da distribuição das variáveis foi utilizada a correlação de Spearman para analisar as correlações bivariadas entre as variáveis métricas (ordinais e escalares). A primeira análise avaliou a relação existente entre a qualidade das práticas de governança corporativa (Transparência, Conselho, Conduta e IGC) e medidas de concentração de controle (CON_ON1, CON_ON3), propriedade (CON_TOT1, CON_TOT3) e excesso de votos (CON_EXC1). A Tabela 6 do Apêndice apresenta as relações estatisticamente significativas ao nível de 1%, 5% e 10%. Os resultados apontam correlação negativa e estatisticamente significativa a um nível de 1% entre o IGC (e suas dimensões) e as variáveis de contração de propriedade e controle, ou seja, quanto menor a concentração de controle, propriedade e excesso de votos melhores são as práticas de governança corporativa das empresas.

A matriz de correlação entre desempenho e governança corporativa (Tabela 7 do Apêndice) indicou correlação positiva e estatisticamente significativa ao nível de 1% entre as variáveis de desempenho e grau de transparência, em outras palavras, quanto maior o nível de transferência maior tende a ser o retorno sobre o ativo (ROA1 e ROA2), o lucro antes de impostos e taxas (EBIT1 e EBIT2) e o retorno do patrimônio líquido (RPL).

Porém, as dimensões conselho e conduta apresentaram correlações negativas quando relacionadas com as medidas de desempenho das empresas analisadas, apresentando um resultado contrário ao esperado, que pode ter sido consequência do método adotado para a imputação dos *missings*. Na metodologia de pesquisa, definiu-se que os dados não encontrados ao invés de serem analisados como *missings* seriam analisados como zero, pois se entende que quando não encontram-se os dados a empresa não tem sido transparente, e consequentemente, não apresenta boas práticas de governança. Porém a alta quantidade de *missings* encontrados nas perguntas das dimensões conselho e conduta podem ter contribuído para o desvio do resultado, fato que não ocorreu dentro da dimensão transparência devido à menor incidência de *missings*.

O resultado das dimensões conselho e conduta podem ainda ter impactado o somatório do índice global e, consequentemente, tornado a correlação entre o IGC e desempenho

negativa e sem significância estatística. Ao contrário dos resultados apresentados nas pesquisas de Carvalho-da-Silva e Leal (2005) e Catapan e Colauto (2014) que encontraram correlação positiva entre o IGC e o Retorno sob o Ativo (ROA). Nesta pesquisa, apenas entre IGC versus RPL e EBIT2 apresentou correlação positiva, porém sem significância estatística.

Em seguida foram realizados os testes não paramétricos de Mann-Whitey e Kruskal-Wallis (Tabela 4) para avaliar se as medianas do IGC, Transparência, Conselho e Conduta apresentam valores distintos para as diversas classes de (i) classificação de controle, (ii) participação na BM&FBovespa e (iii) tipo de controle.

O Teste de Kruskal-Wallis aponta que a mediana entre as empresas pertencentes aos diferentes níveis da Bovespa apresentam distintos padrões de governança corporativa, de Transparência, Conselho e de Conduta estatisticamente significativos ao nível de 1%. Sendo que, as medianas da Transparência e do Conselho das diferentes categorias da Bovespa aumentaram com a elevação do nível de governança, ou seja, empresas não-listadas apresentaram as menores medianas, seguida pelo nível tradicional, 1, 2 e Novo Mercado. Por outro lado, as medianas de Conduta das empresas no Nível 2 apresentaram resultados inferiores às medianas das empresas não pertencentes aos mercados diferenciados da Bovespa, impactando na mediana do IGC, que apresentou menor mediana no subgrupo das empresas pertencentes ao Nível 2.

O Teste de Kruskal-Wallis, por sua vez, aponta diferença significativa entre as variáveis Transparência e Conduta em relação aos diversos tipos de controle (ao nível de 1%). Empresas privadas de capital estrangeiro apresentam maiores níveis de Transparência seguida pelas entidades de capital privado nacional, institucional e por último governamental. Por outro lado, as empresas de capital estatal apresentam maiores níveis de Conduta, seguidas pelas companhias de capital estrangeiro, capital nacional, e por último as institucionais.

Por último, o teste de Mann-Whitey avaliou a diferença das médias de Transparência, Conselho, Conduta e IGC para as diferentes categorias de grau de concentração das empresas brasileiras do setor de energia. As medianas apontam que as empresas mais concentradas, pertencentes à categoria controle majoritário, apresentaram menores medianas de Transparência, Conselho, Conduta e IGC, o que vai de acordo com a teoria que defende que empresas concentradas tendem a possuir piores níveis de governança.

Tabela 4:
Estatísticas dos testes Kruskal-Wallis e Mann-Whitey

Variável	Teste	Transparência	Conselho	Conduta	IGC
BOVESPA	Kruskal-Wallis	104,098 ^{***}	115,811 ^{***}	52,754 ^{***}	146,727 ^{***}
CONTROLE	Kruskal-Wallis	12,324 ^{***}	2,930	20,591 ^{***}	5,898
CLASCONT	Mann-Whitey	-2,233 ^{**}	-1,922 [*]	-6,780 ^{***}	-5,077 ^{***}

Nota: ^{***}p-valor<0,01; ^{**}p-valor<0,05; ^{*}p-valor<0,1; No caso da variável CLASCONT adotou-se apenas as categorias Majoritário e Dominante, devido a baixa frequência da categoria Dispersa, motivo pelo qual adotou-se o Teste Mann-Whitey e não o Kruskal-Wallis para essa variável.

5. CONCLUSÃO

A presente pesquisa teve como objetivo avaliar se a qualidade das práticas de governança corporativa está relacionada com o desempenho econômico-financeiro das empresas brasileiras do setor elétrico. As análises realizadas apontam que apenas 17,6% das entidades pertencem aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da BMF&Bovespa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado). Quanto à qualidade das práticas de governança corporativa, calculado através do índice de governança corporativa construído, os dados indicam grande discrepância entre as empresas analisadas e revela que as corporações ainda

não atendem completamente todas as recomendações do Código de Boas Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo IBGC, principalmente no que se refere às dimensões conselho e conduta.

O pior resultado encontra-se na dimensão controle e conduta, talvez decorrente da alta concentração de controle e propriedade. Isto indica que as empresas brasileiras de energia elétrica ainda possuem bastante o que melhorar quando o assunto é boas práticas de governança corporativa. Além disso, a dispersão da propriedade possui relação tanto com a qualidade das práticas de governança quanto com o desempenho econômico-financeiro da empresa, evidenciado pela correlação negativa entre as medidas de concentração e propriedade *versus* desempenho econômico-financeiro. Adicionalmente, o Teste de Mann-Whitey comprovou que as empresas mais concentradas, pertencentes à categoria controle majoritário, apresentaram menores medianas de transparência, conselho, conduta e o índice geral (IGC). Além disso, encontrou evidência que o desempenho está positivamente correlacionado com a dimensão Transparência. Os testes de Mann-Whitey e Kruskal-Wallis foram estatisticamente significativos e provaram que empresas concentradas possuem menores níveis de transparência, ao passo que as companhias de controle privado estrangeiro e pertencentes aos níveis diferenciados da Bovespa, especialmente o Novo Mercado, possuem maiores medianas de transparência.

Entretanto, as correlações negativas em relação conselho e conduta *versus* desempenho econômico-financeiro contradizem o que esperaríamos, no entanto esses resultados podem estar relacionados com o tratamento dado aos *missings*. Desta forma, como sugestão para as próximas pesquisas sugere analisar os mesmos dados, porém sem tratar os *missings* como zero. Estudos mais sofisticados também podem ser realizados, como por exemplo, analisar o impacto das práticas de governança corporativa e as variáveis de controle sobre o desempenho econômico-financeiro através do uso de regressões múltiplas, com técnicas de dados em painel, ao invés de diversas análises bivariadas separadamente. Outras possibilidades tornam-se aumentar o período de tempo e analisar a inclusão de outras variáveis, e por último, sugere-se a replicação do questionário do IGC em empresas de outros setores da economia. Ademais, cremos que mostramos os primeiros indícios da estrutura de propriedade e da relação entre governança e desempenho econômico-financeiro nas empresas do setor de energia elétrica brasileira, inclusive as não listadas em bolsa.

REFERÊNCIAS

- Alencar, V. B. De, Almeida, R. S. G. de, Araujo Neto, L. M. de, Amaral, M. R. do, & Matos, E. B. S. de. (2012, agosto). Dividend Yield: IGC Versus IBOV. *Revista Eletrônica Do Alto Vale Do Itajaí*, (1), 1–11.
- Almeida, M. A., Santos, J. F. dos, Ferreira, L. F. V. de M., & Torres, F. J. V. (2010, setembro/outubro). Evolução da qualidade das práticas de governança corporativa : um estudo das empresas brasileiras de capital aberto não listadas em Bolsa. *Revista de Administração Contemporânea*, 14(5), 907–924.
- Amaral, H. F., Iquiapaza, R. A., Tomaz, W. P., & Bertucc, L. A. (2008, janeiro/março). Governança Corporativa e divulgação de relatórios financeiros anuais. *Contabilidade Vista & Revista*, 19(1), 61–82.
- Andrade, L. P. De, Salazar, G. T., Calegário, C. L. L., & Silva, S. S. (2009, julho/agosto). Governança Corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas brasileiras. *Revista De Administração Mackenzie*, 10(4), 4–31.
- Barros, C. M. E. ., Soares, R. O., & Lima, G. A. S. F. de. (2013). A relação entre Governança Corporativa e gerenciamento de resultados em empresas brasileiras. *Revista de Contabilidade E Organizações*, 19, 27–39.
- Bernardino, F. F. M. (2014). *A governança corporativa como determinante da eficiência das organizações pertencentes ao setor elétrico brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Universidade Federal de Uberlândia, MG, Brasil.
- Beys, F. N. (2009). *Análise das práticas de governança corporativa no setor de energia brasileiro*. Dissertação de Mestrado, Pontifícia Universidade Católica do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, PR, Brasil.
- Bortolon, P. M. (2013, janeiro/março). Por que as empresas brasileiras adotam estruturas piramidais de controle. *BASE - Revista de Administração E Contabilidade Da Unisinos*, 10(1), 2–18.
- Bortolon, P. M., Sarlo Neto, A., & Santos, T. B. (2013, janeiro/abril). Custos de auditoria e Governança Corporativa. *Revista Contabilidade & Finanças*, 24(61), 27–36.
- Caixe, D. F., & Krauter, E. (2014, janeiro/março). Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. *Brazilian Business Review*, 11(1), 96–117.
- Carneiro, T. D., & Coimbra, R. A. (2009, janeiro/julho). Práticas de governança corporativa do setor de construção civil brasileiro. *Revista Da FA7*, 7(1), 63–90.
- Carvalho-da-Silva, A. L., & Leal, R. P. C. (2005). Corporate Governance index , firm valuation and performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1–18.

Catapan, A., & Colauto, R. D. (2014, julio-septiembre). Governança corporativa: uma análise de sua relação com o desempenho econômico-financeiro de empresas cotadas no Brasil nos anos de 2010-2012. *Contaduría Y Administración*, 59(3), 137–164.

Catapan, A., Colauto, R. D., & Barros, E. (2013, maio/agosto). A relação entre a Governança Corporativa e o desempenho econômico-financeiro de empresas de capital aberto do Brasil. *Revista Contabilidade, Gestão E Governança*, 16(2), 16–30.

Comissão de Valores Mobiliários (2002). *Recomendações da CVM sobre governança corporativa*. Recuperado em 20 junho, 2013 de https://www.google.com.br/search?q=Recomenda%C3%A7%C3%B5es+da+CVM+sobre+governan%C3%A7a+corporativa&oq=Recomenda%C3%A7%C3%B5es+da+CVM+sobre+governan%C3%A7a+corporativa&aqs=chrome..69i57.288j0j4&sourceid=chrome&es_sm=122&ie=UTF-8

Costa, A. P. P. da, & Wood Jr., T. (2012, julho/agosto). Fraudes corporativas. *Revista de Administração Eletrônica*, 52(4), 464–472.

Cunha, P. R. da, & Politelo, L. (2013). 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*, 6(2), 211–235.

Dalmácio, F. Z., Lopes, A. B., Rezende, A. J., & Neto, A. S. (2013, setembro/outubro). Uma análise da relação entre Governança Corporativa e acurácia das previsões dos analistas do mercado brasileiro. *Revista De Administração Mackenzie*, 14(5), 104–139.

Djankov, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., & Shleifer, A. (2008). The law and economics of self-dealing. *Journal of Financial Economics*, 88(3), 430–465.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983a, June). Agency problems and residual claims. *Journal of Law & Economics*, 26, 1-29.

Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b, June). Separation of Ownership and Control. *Chicago Journals*, 26(2), 301–325.

Girioli, L. S., Felipe, E., Nogueira, I. V., & Calil, F. (2014, janeiro/abril). Análise da criação de valor de empresas Listadas na BM&FBovespa nos diferentes níveis de Governança Corporativa No Período de 2008 a 2012. *Revista de Administração da UNIMEP*, 12(1), 178–203.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009). *Código das melhores práticas de Governança Corporativa*. (4ª ed.). São Paulo:IBGC.

La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (1999, April). Corporate Ownership Around the World. *The Journal of Finance*, 54(2), 471–517.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998, December). Law and Finance: financial management differences may depend upon countries ' investor rights regulations. *Journal of Political Economy*, 1113(1), 1–33.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3–27.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2002, June). Investor protection and corporate valuation. *The Journal of Finance*, 57(3), 541-517.
- Leal, R. P. C., & Carvalhal da Silva, A. (2005). Corporate Governance and value in brazil (and in Chile). *Coppead Working Paper*, 1–77.
- Love, I. (2010, February). Corporate Governance and performance around the world: what we know and what we don't. *The World Bank Research Observer*, 26(1), 1-29.
- Machado, J. H., & Famá, R. (2011, julho/dezembro). Ativos intangíveis e Governança Corporativa no mercado de capitais brasileiro. *Revista Contemporânea de Contabilidade*, 8(16), 89–110.
- Mackinsey & Company, & Korn/Ferry International (2001). *Panorama de governança no Brasil*. Recuperado em 20 julho, 2013, de http://www.kornferry.com.br/pt/informacao/eventos_354.asp
- Maia, A. B. G. R., Vasconcelos, A. C. de, & Luca, M. M. M. De. (2013). Governança corporativa e internacionalização do capital social das companhias brasileiras do setor de construção e transportes. *Revista Eletrônica de Negócios Internacionais*, 8(2), 40–60.
- Matias-Pereira, J. (2010, janeiro/março). A Governança Corporativa aplicada no setor público brasileiro. *Administração Pública E Gestão Social*, 2(1), 109–134.
- Moura, G. D. De, & Beuren, I. M. (2011, janeiro/abril). Conselho de administração das empresas de governança corporativa listadas na BM&FBovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente. *Revista de Ciências Da Administração*, 13(29), 11–37.
- Pedersen, T., & Thomsen, S. (1997). European patterns of corporate ownership: a twelve-country study. *Journal of International Business Studies*, 28(4), 759–778.
- Rogers, P., Ribeiro, K. C. de S., & Securato, J. R. (2008). Corporate Governance, Stock market and economic growth in Brazil. *Journal of Corporate Ownership & Control*, 6(2), 222–237.
- Rogers, P., & Securato, J. R. (2009, December). Corporate Governance and volatility in the capital markets: Brazil case study. *Journal of Corporate Ownership & Control*, 7, 43–54.
- Saito, R., & Silveira, A. D. M. da. (2008, abril/junho). Governança Corporativa : Custos de agência e estrutura de propriedade. *Revista de Administração Eletrônica (RAE)*, 48(2), 79–86.
- Santos, J. F. dos, & Leal, R. P. C. (2007). Práticas de Governança Corporativa em empresas familiares não-listadas de capital aberto. Anais do VII Encontro Brasileiro de Finanças, São Paulo, SP, Brasil.

Santos, J. O. dos, & Pedreira, E. B. (2004). Análise da relação entre o índice de governança corporativa e o preço das ações de empresas do setor de papel e celulose. *Revista Administração Em Diálogo*, 6(1).

Silva, R. F. M. da, Carmona, C. U. de M., & Lagioia, U. C. T. (2011, abril/junho). A relação entre o risco e as práticas de governança corporativa diferenciada no mercado brasileiro de ações : uma abordagem sob a égide da teoria dos portfólios de Markowitz. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 13(39), 175–192.

Silveira, A. D. M. da, & Barros, L. A. B. de C. (2008, setembro/dezembro). determinantes da qualidade de Governança Corporativa das companhias abertas brasileiras. *Revista Eletrônica de Administração*, 14(3), 512–540.

Silveira, A. D. M. da, Leal, R. P. C., Barros, L. A. B. de C., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2009, julho/agosto/setembro). Evolution and determinants of firm-level Corporate Governance quality in Brazil. *Revista de Administração*, 44(3), 173–189.

Silveira, A. D. M. da, Perobelli, F. F. C., & Barros, L. A. B. de C. (2009, julho/setembro). Governança Corporativa e os determinantes da estrutura de capital : evidências empíricas no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 12(3), 763–788.

Siqueira, T. V. D. E. (1998). Concentração da propriedade nas empresas brasileiras de capital aberto. *Revista Do BNDES*, 8(10), 37–62.

Srouf, G. (2005, outubro/dezembro). Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. *Revista Brasileira de Economia*, 59(4), 635–674.

Apêndice

Tabela 6:
Correlações de Spearman entre os índices de governança corporativa e a concentração de propriedade

	Transparência	Conselho	Conduta	IGC	CON _ON1	CON _ON3	CON _TOT1	CON _TOT3	CON _EXC1
Transparência	1								
Conselho	0,435***	1							
Conduta	0,231***	0,303***	1						
IGC	0,758***	0,805***	0,615***	1					
CON_ON1	-0,107**	-0,247***	-0,273***	-0,300***	1				
CON_ON3	-0,201***	-0,326***	-0,283***	-0,373***	0,684***	1			
CON_TOT1	-0,151***	-0,257***	-0,272***	-0,320***	0,921***	0,692***	1		
CON_TOT3	-0,191***	-0,323***	-0,257***	-0,350***	0,607***	0,854***	0,767***	1	
CON_EXC1	0,107**	0,110**	-0,028	0,079	0,008	-0,203***	-0,273***	-0,495***	1

Nota: ***p-valor<0,01; **p-valor<0,05; *p-valor<0,1

Tabela 7:
Correlações de Spearman para governança corporativa e o desempenho contábil

	Transparência	Conselho	Conduta	IGC	ROA1	ROA2	EBIT1	RPL	EBIT2
Transparência	1								
Conselho	0,415***	1							
Conduta	0,226***	0,328***	1						
IGC	0,761***	0,810***	0,608***	1					
ROA1	0,205***	-0,150***	-0,147***	-0,006	1				
ROA2	0,198***	-0,148***	-0,150***	-0,009	0,976***	1			
EBIT1	0,211***	-0,158***	-0,128***	-0,005	0,916***	0,896***	1		
RPL	0,230***	-0,105**	-0,062	0,047	0,878***	0,879***	0,845***	1	
EBIT2	0,239***	-0,101**	-0,071*	0,049	0,722***	0,679***	0,856***	0,826***	1

Nota: ***p-valor<0,01; **p-valor<0,05; *p-valor<0,1