



Governança Corporativa *versus* desempenho das ações: um estudo das empresas do setor elétrico no âmbito da Bovespa

“Governança Corporativa” é um tema que vem suscitando grande interesse do mercado financeiro e do meio acadêmico. Sua crescente importância se deu no início deste século, quando grandes corporações americanas protagonizaram um dos maiores escândalos financeiros da história. Assim, essa pesquisa, resultado de um estudo de multicasos, procurou investigar a relação entre a adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa e o desempenho das ações das empresas do setor elétrico. A escolha desse setor justifica-se pela importância na economia do País e por sua representatividade nos níveis diferenciados da Bovespa. Este estudo foi conduzido sob a ótica quantitativa, utilizando-se o teste estatístico U, de Mann-Whitney. Verificou-se o comportamento dos indicadores de desempenho seis meses antes e seis meses depois da entrada dessas empresas nos três níveis diferenciados de governança criados pela Bovespa. Adicionalmente, procedeu-se à análise de correlação entre as variáveis de desempenho e os indicadores de mercado, a fim de verificar se a melhora de alguma variável de desempenho não esteve relacionada à tendência de subida do mercado.

Othon Mello

Contador e professor da PUC-Minas, com Mestrado em Administração e especialização nas áreas de Auditoria e Gestão de Empresas.

Orientador

Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo

Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Cândido Mendes, especialização em Finanças e Contabilidade pela UFMG, Mestrado em Administração pela UFMG e Doutorado em Ciências das Organizações pela Université de Paris IX.

1. Introdução

São públicos e notórios os escândalos financeiros que abalaram as empresas norte-americanas em 2001 e 2002. A busca de retorno financeiro para seus administradores e as promessas de rentabilidade para seus acionistas, naquele momento, justificaram a adoção do princípio de que os fins justificam os meios. A questão central passou a ser o restabelecimento da credibilidade dos mercados, principalmente o americano. No Brasil, o foco dessa questão se deu nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, que, desde a sua implantação, vêm sendo trabalhados no sentido de divulgar e esclarecer a importância e seus benefícios para as empresas, investidores e o próprio mercado de capitais brasileiro, passando aos poucos, a ganhar novos adeptos.

As novas regras criadas para se estabelecerem nesses níveis foram elaboradas com o objetivo de proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, ao mesmo tempo, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.

Devido aos novos desafios impostos pela realidade brasileira ao setor elétrico e dada a magnitude do tema Governança Corporativa, esta pesquisa envolveu as empresas do setor elétrico, que, durante a última década, passaram a utilizar o capital privado, seja por escassez de recursos públicos ou por razões ideológicas. O fato é que, além da importância desse setor no contexto do País, cujo índice de energia elétrica (IEE) foi o primeiro a ser lançado pela Bovespa, em agosto de 1996, o estudo se justifica pela representatividade dessas empresas nos níveis diferenciados de governança da Bovespa.

Baseado na teoria de finanças, na qual a maximização do valor da empresa e, consequentemente, a geração de riqueza para seus acionistas constituem a preocupação central, todo o movimento em torno da Governança Corporativa se justifica pela hipótese de que, segundo a Bovespa (2008), a qualidade das informações prestadas e o grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas influenciam positivamente na valorização e na liquidez das ações. Vários estudos sobre governança têm procurado verificar os efeitos de tais práticas sobre as empresas. Contudo, segundo Vieira e Mendes (2004, p. 116), "ainda não existe uma resposta clara sobre os seus resultados nos retornos da ação ou mesmo na sua volatilidade".

Dessa forma, o objetivo deste artigo é verificar se existe relação entre a adoção aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa e o desempenho das ações das empresas do setor elétrico.

2. Governança Corporativa

Segundo relata Silveira (2005), o tema Governança Corporativa tem sua origem nos Estados Unidos, por volta dos anos de 1980, provocado pelos abusos praticados por executivos que, naquela época, dominavam os Conselhos de Administração. Entretanto, os chamados "investidores institucionais" – na sua maioria, os fundos de pensão – reagiram fortemente, e dentre as diversas medidas sugeridas, nasceu, em 1985, o Conselho dos Investidores Institucionais. Tal associação tinha por objetivo cuidar dos interesses dos investidores ins-

titucionais, atuando como importante organismo de lobby para alterar a legislação americana. Desse modo, os investidores passaram a concentrar mais seus votos nas assembleias gerais, elegendo um maior número de conselheiros independentes.

Um estudo realizado pelo IBGC, McKinsey & Co. e Korn Ferry International (2001) relata que o modelo empresarial do Brasil encontra-se em processo de transição. Assiste-se à mudança de empresas com fortes características de controle e administração exclusivamente familiar, em uma estrutura de controle acionário altamente concentrado, marcada por Conselhos de Administração sem poder de decisão e acionistas minoritários passivos, para uma nova estrutura de empresa, em que a participação de investidores institucionais é intensa, caracterizada pela pulverização do controle acionário e pelo foco na eficiência econômica e na transparência de gestão.

No estudo em foco, intitulado "Panorama da Governança Corporativa no Brasil", foram citados vários fatores de pres-



“Essa pesquisa demonstrou o início de uma conscientização entre acionistas, controladores e administradores da importância da Governança Corporativa como forma de valorizar as companhias.”

são a favor dessas mudanças. Entre elas, estão:

- as privatizações;
- o movimento internacional de fusões e aquisições;
- o impacto da globalização;
- as necessidades de financiamento e, conseqüentemente, o custo do capital;
- a intensificação dos investimentos de fundos de pensão; e
- a postura mais ativa de atuação dos investidores institucionais nacionais e internacionais.

Essa pesquisa demonstrou o início de uma conscientização entre acionistas, controladores e administradores da importância da Governança Corporativa como forma de valorizar as companhias. Identificou-se a ocorrência de mudanças importantes rumo a um maior profissionalismo dos Conselhos de Administração e a uma maior participação dos acionistas minoritários. Como consequência,

estabeleceu-se um melhor relacionamento com o mercado e os órgãos reguladores.

Durante a década de 1990, vários códigos de melhores práticas foram desenvolvidos, o que ajudou, de forma definitiva, a propagação do tema.

Um dos primeiros textos escritos sobre governança no Brasil traz o seguinte conceito sobre o assunto:

Um sistema de Governança Corporativa é composto pelo conjunto de instituições, regulamentos e convenções culturais, que rege a relação entre as administrações das empresas e os acionistas ou outros grupos às quais as administrações, de acordo com o tipo de modelo, devem prestar contas. As características e o desenvolvimento desses modelos, que podem ser associados a grupos de países, refletem as peculiaridades de formas distintas de organização capitalista e prioridades políticas e sociais diversas (LETHBRIDGE, 1997, p. 210).

Ricardino e Martins (2004) postulam que a busca por mecanismos de proteção aos acionistas não é uma preocupação nascida ao final do século XX e, sim, um novo nome para antigas práticas.

Para Zingales (2000), a palavra *governance* implica exercício de autoridade. Segundo o autor, um sistema de governança tem o objetivo preliminar de proteger a integridade da empresa. Contudo, alerta que é preciso entender como essa autoridade será exercitada e por que ela é necessária, já que se vive em uma economia de livre mercado e este é o responsável por alocar todos os recursos, eficientemente, sem a intervenção de autoridades.

Segundo Shleifer e Vishny (1997), a Governança Corporativa trata da maneira como os fornecedores de capital asseguram o retorno de seu investimento.

Para Gillan (2006), independentemente da definição usada, o conceito dos pesquisadores sobre Governança Corporativa, frequentemente, encaixa-se em



um dois grupos: os internos e os externos à empresa.

Segundo o autor, dos internos fazem parte o gestor, que age como agente dos acionistas, decidindo sobre como investir os recursos e sobre como financiar os investimentos, e o Conselho de Administração, encarregado de monitorar os sistemas de controle interno e os gestores. Os externos surgem da necessidade de se levantar o capital. São os fornecedores de capital, os detentores das dívidas e os acionistas.

Bertucci, Bernardes e Brandão (2006, p. 185) definem: "A Governança Corporativa é um construto e, portanto, não pode ser explicada por um único conceito, mas por intermédio de construções teóricas que envolvem vários campos do conhecimento".

Para Silveira (2004), a discussão sobre Governança Corporativa surgiu como resposta aos diversos relatos sobre expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores, evidenciada pelo chamado "Problema de agência".

2.1. O Problema de Agência

No Brasil, segundo Campos (2006), as empresas apresentam diferentes estruturas de propriedade, com o número maior de ações em mãos de um acionista ou famílias ou bancos como acionistas majoritários. Não obstante a isso, a disseminação dos princípios da boa governança é de vital importância para a mitigação desses conflitos, independentemente da característica da empresa, pois, apesar da grande concentração de poder, o conflito de agência no Brasil se dá entre os acionistas controladores e os minoritários, visto que os últimos são alijados de participar de decisões impor-



tantes. Como decorrência dessa concentração, os minoritários são reféns dos administradores cuja gestão se alinha aos interesses dos majoritários sem a interferência dos conselheiros, que, em sua maioria, são indicados pelo próprio controlador.

Silveira, Lanzana e Fama (2004, p. 362) corroboram com a ideia



anterior, reconhecendo que "o principal conflito de agência nas companhias abertas brasileiras ocorre entre acionistas controladores e minoritários como decorrência da presença de uma estrutura de propriedade concentrada nas empresas".

Siffert Filho (1999, p. 4) postula: "O problema clássico provocado pela separação de propriedade e gestão é tratado pela literatura econômica através da teoria da agência".

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato entre o "principal" e o agente, na qual o primeiro delega ao segundo autoridade de decisão em seu nome.

Fundamentado na teoria econômica tradicional, o IBGC (2006) conceitua que "a Governança Corporativa surge para procurar superar o chamado conflito de agência, presente a partir do fenômeno da separação entre a propriedade e a gestão empresarial".

Sobre custos de agência, Jensen e Meckling (1976) afirmam que, geralmente, é impossível assegurar que o agente tome decisões ótimas em nome do "principal", sem que este despenda recursos ao agente, buscando, assim, garantir que as ações deste último não prejudiquem seus interesses. Os autores consideram que o "principal" pode limitar as divergências de seu interesse estabelecendo incentivos apropriados para o agente e incorrendo em custos de monitoração, buscando limitar atividades extravagantes do agente.

Segundo Mendonça e Machado Filho (2004), na relação principal-agente, o "principal" busca construir uma estrutura de incentivos e monitoramento, visando alinhar os interesses do agente aos seus. Para os autores, se os agentes não possuem

informações ocultas, se o “principal” tem completa informação sobre as ações e os resultados e os agentes atuam sob baixo risco, isso tudo contribui para o maior alinhamento nas relações de agência.

Almeida (2002, p. 15) relata: “Do ponto de vista dos acionistas, é racional esperar que seja obtido retorno máximo para um perfil desejado de risco em um conjunto de investimentos em empresas e títulos que compõem sua carteira”. Contudo, segundo o autor, pode haver diferença entre o retorno esperado pelos administradores profissionais e aquele desejado pelos acionistas. Se isso ocorre, tem-se um problema de agência.

Em suma, a opinião dos autores converge para relação conflituosa entre os acionistas e aqueles que são contratados para administrar sua empresa. Assim sendo, a teoria da agência se interessa pelas relações bilaterais entre um indivíduo (o principal) e outro (o agente). Como a Governança Corporativa trata do controle das corporações, identificar uma estrutura de propriedade é o primeiro passo necessário para se ter um aparato organizacional sob o qual as transações possam ser gerenciadas (SIFERT FILHO, 1999).

2.2. Estudos relevantes sobre Governança Corporativa

Para Shleifer e Vishny (1997), era preciso conhecer as estruturas de Governança Corporativa além das fronteiras americanas, pois o entendimento sobre o tema em outros países permanecia bastante limitado. Deste então, o tema Governança Corporativa vem sendo objeto de estudos em todo o mundo. A amplitude do assunto permite pesquisas sob as mais variadas óticas, buscando,

na maioria das vezes, relacionar: Governança Corporativa, valor e desempenho das empresas.

Segundo Gillan (2006), os pesquisadores estudam diferentes dimensões da governança, os quais envolvem leis, direitos dos acionistas, estrutura do Conselho de Administração, procedimentos de divulgação, estrutura e posse.

No Brasil, Leal (2004) reuniu em seu artigo sobre práticas de governança e valor das organizações uma série de pesquisas da literatura recente, que buscavam examinar, entre outros, a relação entre práticas de Governança Corporativa, valor da firma, concentração de voto e os direitos sobre o fluxo de caixa dos acionistas controladores.

Silva (2004) relacionou Governança Corporativa a valor, alavancagem e política de dividendos em empresas brasileiras. Em seu estudo, analisou os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos. Os resultados da pesquisa demonstraram alto grau de concentração de capital votante, mesmo na ausência de um acionista majoritário. Os testes revelaram que existe relação, muitas vezes estaticamente significativas, entre estrutura de governança e as variáveis analisadas.

Silveira et al. (2004) analisaram o efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. O objetivo, segundo os autores, foi investigar se a diferença entre direito a voto e direito a participação no capital total dos acionistas controladores tem relação com o valor de mercado das companhias. Os resultados sugeriram que as empresas com a maior diferença entre direito a voto e direito sobre o fluxo de caixa em posse do acionista controlador

tendem a apresentar menor valor de mercado. De acordo com os autores, esses resultados apontam para uma maior contribuição na maximização do valor da empresa se for adotada a regra de uma ação-um voto.

Schiechl e Santos (2004) estudaram a estrutura do controle acionário e a composição do Conselho de Administração em empresas de capital aberto listadas na Bovespa. Para tanto, investigaram o tamanho do Conselho de Administração, a proporção de *outsiders* e a dualidade do diretor-presidente. Constatou-se que, em geral, o Conselho de Administração das empresas é predominantemente composto de acionistas majoritários e de executivos dessas empresas. Confirmou-se, ainda, que a presença de *outsiders* no Conselho de Administração é menor nas empresas que possuem um acionista controlador na estrutura de capital social. Assim sendo, segundo os autores, essa evidência reforça o argumento de que a independência do Conselho de Administração está inversamente relacionada à concentração do controle acionário das empresas. Confrontando-se a amostra das empresas brasileiras com a de companhias abertas americanas e canadenses, evidenciou-se, ainda, uma incidência significativamente menor de dualidade do diretor-presidente.

Silveira (2005) demonstrou em sua pesquisa intitulada “Governança Corporativa, Desempenho





e Valor da Empresa no Brasil” que a variável relacionada à presença de pessoas distintas ocupando cargos de diretor executivo e presidente do Conselho apresentou resultados importantes. Segundo o autor, há forte evidência de que, em média, as empresas que tiveram pessoas distintas ocupando esses cargos obtiveram maior valor de mercado, refletido pelo valor de suas ações, corroborando, assim, as recomendações feitas tanto pela CVM quanto pelo IBGC. Entretanto, nessa mesma pesquisa, em relação à variável de independência do Conselho, não houve comprovação estatística de sua relevância para o valor de suas ações. O autor relata que a obtenção desses dados baseou-se apenas em fontes secundárias, o que fragilizou a análise da relação de independência.

Campos (2006) realizou uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil, sob o prisma da estrutura de propriedade e desempenho econômico. A amostra caracterizou-se pela grande concentração de capital e pelo reduzido número de acionistas que detêm grande parte do controle acionário. O resultado da pesquisa demonstrou que empresas fami-

liares apresentam taxa de retorno sobre o patrimônio e margem líquida menores do que as demais. Concluiu-se que não houve correlação entre a taxa de retorno sobre o capital investido e a concentração acionária das empresas.

Bertucci, Bernardes e Brandão (2006) pesquisaram as dimensões relevantes do mercado acionário brasileiro que favorecem ou dificultam a implantação de políticas e práticas de Governança Corporativa. Esse estudo se baseou na realização de entrevistas sob a perspectiva de quatro grupos de stakeholders: dirigentes empresariais, gestores de portfólio, acionistas minoritários e executivos de associações de analistas de mercado, da Bovespa e do IBGC. O resultado demonstrou que o modelo de Governança Corporativa que contempla o maior número de características aplicadas à realidade brasileira é o financeiro. Contudo, a pesquisa também revelou alguma preocupação com os *stakeholders*, demonstrando, assim, que a escolha atribuída aos retornos dos investimentos realizados não exclui a preocupação com os minoritários.

Outro estudo recente, publicado por Coutinho, Amaral e Bertucci

(2006), trata do impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. Nessa pesquisa, o foco foi ampliado para outras empresas, e não apenas as que se caracterizavam por ter em seu quadro societário investidores institucionais. Assim, os autores analisaram também as empresas controladas pelos segmentos de governo, família e outros. Os resultados demonstraram que o comportamento de risco é inferior, predominantemente, nos portfólios que representam as empresas controladas por grupos familiares. Segundo os autores, esse resultado indica que a forma como esses negócios são conduzidos minimiza o risco incidente sobre os ativos negociados em bolsa de valores.

La Porta (2000) utilizou uma amostra de empresas de 33 países para esclarecer as políticas de dividendo de grandes corporações. Considerando a existência de diferentes proteções legais dos acionistas minoritários nesses países, o autor encontrou evidências consistentes para concluir que países com maior proteção legal pagam dividendos superiores quando comparados a países com menor rigidez.

Segundo Gillan (2006), trabalhos recentes focalizam cada vez mais



mecanismos múltiplos sobre governança. O autor cita vários exemplos, como o trabalho de Gompers, Ishii e Metrick (2003), nos quais examinam a relação entre 24 diferentes medidas contra os *takeovers* e o desempenho das empresas. Cita também o trabalho de Danielson e Karpoff (1998), que examina medidas contra os *takeovers* e a independência do Conselho. O autor relata ainda a pesquisa de Black, Jang e Kim (2002), que examinam práticas de governança em empresas coreanas. Para o autor, as práticas de governança podem ser fortemente influenciadas por considerações regulatórias, tamanho da empresa e risco e, por isso, devem ser consideradas.

Um estudo conduzido por Aguiar, Corrar e Batistella (2004) buscou verificar o impacto nas variáveis, quantidade média, volume médio em reais e preço médio de ações após a adesão de 12 empresas ao nível 1 de Governança Corporativa da Bovespa. O resultado demonstrou não ter havido nenhuma mudança significativa nas variáveis analisadas.

Lopes (2006) realizou estudo sobre o impacto da Governança Corporativa no desempenho das empresas brasileiras. Segundo o

autor, os resultados da pesquisa não sustentam a suposição de que a Governança Corporativa tenha sido capaz, por si só, de afetar o desempenho econômico-financeiro das empresas estudadas.

Camargos e Barbosa (2006) analisaram o impacto da adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa sobre o comportamento das ações no mercado, visando identificar se ocorreram mudanças significativas sobre o retorno acionário anormal. Uma de suas constatações foi que a adesão aos níveis diferenciados não resultou na criação de riquezas para os acionistas no período analisado.

Silva e Leal (2007) investigaram a relação entre a qualidade das práticas de Governança Corporativa, valor de mercado e desempenho. Segundo os autores, houve comprovação estatística na relação melhores práticas de governança e desempenho apenas para a variável ROA (retorno sobre os ativos). Em relação ao valor da firma medido pelo Q de Tobin, os resultados não foram estatisticamente significativos.

Para Carvalho (2003), é preciso considerar as diferenças entre

as empresas, pois a tentativa de uniformizar regras de governança pode criar sérias distorções.

3. Metodologia

Esta pesquisa, desenvolvida sob a ótica quantitativa, baseia-se em definições fixas e se utiliza de técnica estatística para explicitar o comportamento de dados secundários.

Conforme descrito como objetivo de pesquisa, buscou-se investigar a existência da relação entre a adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa pelas empresas do setor elétrico e o respectivo desempenho de suas ações, medido por indicadores financeiros de mercado.

Para tanto, utilizou-se um teste de significância, cujo objetivo é avaliar afirmações feitas a respeito de médias populacionais.

O teste utilizado foi o de Mann-Whitney (teste U), não paramétrico, que, segundo Stevenson (2001), é usado para testar se duas amostras independentes provêm de populações com médias iguais.

Essa escolha deve-se ao fato de, segundo o autor, ser um teste que

“Esta pesquisa, desenvolvida sob a ótica quantitativa, baseia-se em definições fixas e se utiliza de técnica estatística para explicitar o comportamento de dados secundários.”

pode ser aplicado como alternativa ao teste de duas amostras, pois não exige que as populações tenham a mesma variância. Além disso, o autor considera-o tão forte quanto o teste de duas amostras para a média.

Dessa forma, o teste U permitirá observar dois grupos distintos (seis meses antes e seis meses depois da adesão aos níveis diferenciados de governança, dada a limitação dos dados), verificando, assim, se houve, ou não, alterações significativas nas variáveis de desempenho. Será utilizado um nível de significância de 5%. Ou seja, resultados maiores ou iguais a este indicarão uma hipótese nula. Em outras palavras, a suposta relação entre a adesão aos níveis diferenciados de governança e o desempenho das ações das empresas não será confirmada.

Outro teste utilizado neste estudo refere-se ao Coeficiente de Correlação de Pearson, que, segundo Stevenson (2001), mede o grau da correlação (e a direção dessa correlação – se positiva ou negativa) entre as variáveis.

Assim, foi verificado se a possível melhora no desempenho das variáveis dependentes, depois da adesão aos níveis diferenciados de governança da Bovespa foi influenciada pela relação com o

desempenho apresentado pelos indicadores de mercado, refletidos pelos índices Ibovespa e IEE.

Nesse estudo de multicasos, a seleção da amostra foi feita de forma não probabilística. Do universo de 12 empresas do setor elétrico, observou-se a disponibilidade de informações para 8 empresas. Para suas ações, tanto preferencial, quanto ordinária, foram coletadas na base de dados da Economática informações relativas aos seis meses anteriores e posteriores a sua adesão aos níveis diferenciados da Bovespa. Dessa forma, a população amostral contemplou 8 empresas, sendo analisadas 12 ações, conforme demonstrado no Quadro 1.

3.1. Variável independente – níveis de governança (NG)

O que se buscou nesta pesquisa foi verificar se existe relação significativa e positiva entre a adesão aos níveis diferenciados de governança e o desempenho de suas ações.

Para cada empresa analisada, o nível de governança (NG) é a variável independente, já que as exigências para adesão no nível 1, no nível 2 e no Novo Mercado abarcam de forma crescente as boas práticas de Governança Corporativa.

3.2. Variáveis dependentes – Indicadores de mercado

Preocupando-se em não restringir a análise apenas à utilização de índices extraídos das demonstrações contábeis, justifica-se a utilização dos indicadores de mercado como forma de mensurar o desempenho das empresas do setor elétrico.

As variáveis a seguir, obtidas na base de dados ECONOMÁTICA e disponíveis para o período analisado, foram consideradas dependentes, pois se parte do princípio de que serão influenciadas após a adesão dessas empresas aos níveis diferenciados da Bovespa.

Preço das ações (PA) – Este indicador reflete o preço da ação ao final de cada mês.

Preço / Valor Patrimonial (PPL) – Este índice é calculado pela relação entre o valor de uma ação e o seu respectivo valor patrimonial por ação. Dessa forma, o PPL assumirá quanto o valor de mercado de uma ação representa do valor contábil da mesma.

Price Sales Ratio (PSR) – Este indicador assumirá o resultado do preço de uma ação em relação à receita líquida operacional por ação, ou seja, por quanto a ação está sendo negociada em Bolsa em relação à receita líquida da empresa.

EV / EBIT (EE) – Este indicador retorna o resultado da divisão do EV (valor de mercado de uma ação mais a dívida total líquida e a participação dos acionistas minoritários) e o lucro operacional (EBIT).

4. Análise dos resultados

Os resultados, objeto desse estudo, demonstram que, das empresas que ingressaram no nível 1 de

Quadro 1 – Lista de empresas selecionadas e respectivas ações

Empresa (SIGLA)	BOVESPA	Tipo de ação
CELESC	NÍVEL 2	PNB
CESP	NÍVEL 1	ON PNA
CEMIG	NÍVEL 1	ON PN
ELETROBRÁS	NÍVEL 1	ON PNB
ELETROPAULO	NÍVEL 2	PNA
LIGHT	NOVO MERCADO	ON
TRACTEBEL	NOVO MERCADO	ON
TRAN PAULIST	NÍVEL 1	PN ON

Fonte: Dados da Pesquisa

Governança Corporativa, apenas as ações da Cemig tiveram resposta positiva e significativa para alguns indicadores, ainda que os índices Ibovespa e IEE não sofressem nenhuma variação significativa para o período. No caso da Cemig – ON, houve melhora significativa no desempenho medido pelos indicadores PA e PPL. Para a Cemig – PN, houve, adicionalmente, melhora no índice PSR. Entretanto, em ambos os casos, o indicador PA demonstrou ter sido influenciado pela própria tendência de subida do mercado, uma vez que o IEE apresentou forte nível de correlação entre eles. Em se tratando dos indicadores PPL e PSR, o resultado indicou fraca correlação com os índices de mercado, corroborando a ideia de que a adesão dessa empresa ao nível 1 de governança favoreceu o desempenho dessas variáveis.

Na análise feita para as empresas que aderiram ao nível 2 de Governança Corporativa, não houve qualquer melhora significativa em nenhum dos indicadores. Os índices Ibovespa e IEE para o período também não sofreram nenhuma alteração significativa no intervalo das ações analisadas.

Para as empresas que ingressaram no Novo Mercado, a ação Tractebel – ON respondeu significativa e positivamente a todos os indicadores de desempenho. Porém, na análise de correlação, os resultados foram significativos estatisticamente a 1%, demonstrando que a melhora no desempenho dessas variáveis esteve atrelada à subida do índice Ibovespa e do IEE, que ratificam essa tendência da alta.

No caso da ação Light – ON, após sua adesão ao Novo Mercado, não houve variação significativa, mesmo o IBOV e o IEE para o período, tendo variado de forma significativa e positiva, contrariando o resultado obtido pela Tractebel – ON. Na análise dessa ação,

não foi possível incluir o índice EE, pelo fato de não estar disponível para todo o período.

O Quadro 2 demonstra a síntese dos resultados obtidos.

5. Considerações finais

“Governança Corporativa” é um assunto que está na agenda das grandes corporações em todo o mundo. Discussões, como, por exemplo, ampliação do poder de voto e equidade entre os acionistas, políticas de *disclosure*, responsabilidade ambiental, composição do conselho de administração, gestão de risco, manutenção de bons controles internos, entre outros, perpassam o tema.

A importante segregação entre os níveis de governança realizada pela Bovespa em 2000 trouxe ao mercado maior transparência, na medida em que obrigou as empresas listadas nesses níveis a cumprirem padrões acima das exigências legais. Entretanto, apesar da evolução e da maturidade demonstrada pelas empresas, mercado e órgãos reguladores, a análise feita neste estudo não produziu resultados que confirmassem a teoria de que a adoção de melhores práticas, demonstrada pela adesão aos níveis diferenciados de Governança Corporativa, tivesse tido influência relevante no desempenho

das empresas, desempenho este medido pelas variáveis utilizadas nesta pesquisa. Em alguns casos, observou-se, inclusive, piora nesses indicadores.

Assim, o resultado obtido corrobora as conclusões a que chegaram os estudos citados anteriormente, realizados por Aguiar, Corrar e Batistella (2004), Lopes (2006), Camargos e Barbosa (2006) e Silva e Leal (2007). Apesar das constatações dos autores de que a adesão aos níveis diferenciados não resultou na melhora de desempenho dos indicadores analisados, a grande maioria concorda que a intenção da Bovespa, ao criar os níveis diferenciados de Governança Corporativa foi extremamente válida, na medida em que trouxe maior nível de transparência ao mercado.

Sobre as variáveis utilizadas nessa pesquisa, cabe ressaltar que, apesar de importantes para mensurar o desempenho dessas ações, talvez não sejam as mais adequadas para tratar um fenô-

Quadro 2 – Síntese dos resultados

Houve melhora significativa no desempenho medido pelos indicadores definidos nesta pesquisa, para as ações das empresas do setor elétrico, após a adesão aos níveis diferenciados da Bovespa?

Empresa (SIGLA)	NG	PA	PPL	PSR	EE
CEMIG ON	N1	SIM	SIM	NÃO	NÃO
CEMIG PN	N1	SIM	SIM	SIM	NÃO
CESP ON	N1	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
CESP PNA	N1	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
ELETRORBRAS ON	N1	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
ELETRORBRAS PNB	N1	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
TRAN PAULSIT ON	N1	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
TRAN PAULIST PN	N1	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
CELESC PNB	N2	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
ELETROPAULO PNA	N2	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
TRACTEBEL ON	NM	SIM	SIM	SIM	SIM
LIGHT ON	NM	NÃO	NÃO	NÃO	-

Fonte: Dados da Pesquisa

“Assim, apesar de as boas práticas de Governança Corporativa estarem se propagando de forma exponencial, sua adoção, por si só, não é garantia de melhora no desempenho de uma companhia.”

meno tão complexo. Salutar se faz a utilização de novas variáveis, a fim de aumentar o escopo desta análise, possibilitando o confronto entre elas.

Em relação ao período analisado (seis meses antes e seis meses depois à adesão aos níveis diferenciados da Bovespa), reconhece-se que, devido à limitação dos dados, as empresas analisadas poderiam estar ainda em um período de adaptação às exigências da Bovespa. Além

disso, fatores macroeconômicos e políticos do período podem ter influenciado de forma decisiva nesses resultados.

Por se tratar de uma pesquisa exclusivamente quantitativa, o foco esteve na descrição do fenômeno ocorrido com os indicadores das ações dessas empresas sem ter a pretensão de explicar suas causas. Dessa forma, sugere-se um estudo que possa abranger, sob uma ótica qualitativa, a percepção do mercado,

buscando obter explicação para esses resultados.

Assim, apesar de as boas práticas de Governança Corporativa estarem se propagando de forma exponencial, sua adoção, por si só, não é garantia de melhora no desempenho de uma companhia. Entretanto, não se pode negar que se vive hoje um estágio mais avançado de gestão, no qual as empresas demonstram sua preocupação e disposição em ser mais transparentes e equânimes em suas ações.

Referências

AGUIAR, Andson Braga; CORRAR, Luiz João; Batistella, Flávio Donizete. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 338-347, outubro, novembro e dezembro 2004.

ALMEIDA, Ricardo José. Conflitos entre acionistas majoritários, acionistas minoritários e administradores profissionais causados por importâncias assimétricas dos direcionadores de valor das empresas. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 1, p. 6-18, janeiro/março 2002.

BERTUCCI, Janete Lara de Oliveira; BERNARDES, Patrícia; BRANDÃO, Mônica Mansur. Políticas e práticas de governança corporativa em empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 41, n. 2, p. 183-196, abril, maio e junho 2006.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. *Evidência Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o Comportamento das Ações na Bovespa*. 30º Encontro da ANPAD, 2006, Salvador – Bahia.

CAMPOS, Tatiane Las Casas. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 41, n. 4, p. 369-380, outubro, novembro e dezembro 2006.

CARVALHO, Antonio Gledson. *Efeitos da Migração para os níveis de Governança da BOVESPA*. Versão: Janeiro/2003. Disponíveis em www.bovespa.com.br

COUTINHO, Eduardo Senra; AMARA, Hudson Fernandes; BERTUCCI, Luis Alberto. Impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 41, n. 2, p. 197-206, Abr/Jun 2006.

GILLAN, Stuart L. Recent Developments in Corporate Governance: An Overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(2006), pp. 381–402.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código das melhores práticas de Governança Corporativa*. Disponível em: <www.ibgc.org.br> acesso em 17 de novembro de 2006.

JENSEN, M. C.; MECKLING, William H.. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Flôrencio; VISHNY, Robert. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance*, V. 55, p. 1-33, fevereiro de 2000.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Governance practices and corporate value: a recent literature survey. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-360, outubro, novembro e dezembro 2004.

LOPES, Humberto Elias Garcia. *Um estudo sobre a Governança Corporativa e o desempenho de empresas brasileiras*. Projeto FIP No. 2006/85-S1 do Fundo de Incentivo a Pesquisa. Fev a Dez 2006.

MENDONÇA, Luciana Rocha de; MACHADO FILHO, Cláudio Antonio Pinheiro. Governança nas organizações do terceiro setor: Considerações teóricas. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 302-308, outubro, novembro e dezembro 2004.

RICARDINO, Álvaro; MARTINS, Sofie Tortelboom Aversari. Governança Corporativa: um novo nome para antigas práticas? *Revista Contabilidade & Finanças - USP*, São Paulo, n. 36, p. 50 - 60, setembro/dezembro 2004.

SCHIEHL, Eduardo; SANTOS, Igor Oliveira. Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-trade companies. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 373-384, outubro, novembro e dezembro 2004.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p 737-783, June 1997.

SIFFERT FILHO, Nelson; *Governança Corporativa - padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. Rio de Janeiro: ed, 05, 09, JUN 1999.

SILVA, André Luiz Carvalho. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-360, outubro, novembro e dezembro 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. 1ª ed. São Paulo: Saint Paul Editora Ltda, 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; LANZANA, Ana Paula; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 362-372 Out/Dez 2004.

STEVENSON, William J. *Estatística aplicada à administração*. São Paulo: Ed. Harbra Ltda, 2001.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais Brasileiro. *Revista do BNCDES*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 22, p. 103-122, dez. 2004.

ZINGALES, Luigi. In Search of New Foundations. *The Journal of Finance*, vol. LV, no. 4, august 2000