

**Othon Pereira de Mello**

**GOVERNANÇA CORPORATIVA X DESEMPENHO DAS AÇÕES:**  
um estudo das empresas do setor de energia no âmbito da Bovespa

Dissertação apresentada ao Curso de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, como requisito parcial a obtenção do título de Mestre em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo

Linha de pesquisa: Organização e estratégia

Área de concentração: Tecnologia e competitividade

Belo Horizonte  
2007



Instituto Novos Horizontes de Ensino Superior e Pesquisa Ltda.  
Faculdade Novos Horizontes  
Mestrado Acadêmico em Administração

**ATA DA DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE Mestrado Acadêmico em Administração** do Senhor **OTHON PEREIRA DE MELO**, REGISTRO Nº 003/2007 No dia 26 de Setembro de 2007, às 15:30 horas, reuniu-se na Faculdade Novos Horizontes, a Comissão Examinadora de Dissertação, indicada pelo Colegiado do Programa de Mestrado Acadêmico em Administração da Faculdade Novos Horizontes, para julgar o trabalho final intitulado "**GOVERNANÇA CORPORATIVA X DESEMPENHO DAS AÇÕES: UM ESTUDO DAS EMPRESAS DO SETOR DE ENERGIA NO ÂMBITO DA BOVESPA**", requisito para a obtenção do **Grau de Mestre em Administração**, linha de pesquisa: **Tecnologia de Gestão e Competitividade**. Abrindo a sessão, o Senhor Presidente da Comissão, **Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo** após dar conhecimento aos presentes o teor das Normas Regulamentares do Trabalho Final, passou a palavra ao candidato para apresentação de seu trabalho. Seguiu-se a arguição pelos examinadores com a respectiva defesa do candidato. Logo após, a Comissão se reuniu sem a presença do candidato e do público, para julgamento e expedição do seguinte resultado final:

APROVAÇÃO;

APROVAÇÃO CONDICIONADA A SATISFAÇÃO DAS EXIGÊNCIAS CONSTANTES NO VERSO DESTA FOLHA, NO PRAZO FIXADO PELA BANCA EXAMINADORA (NÃO SUPERIOR A 60 SESENTA DIAS);

REPROVAÇÃO.

O resultado final foi comunicado publicamente ao candidato pelo Senhor Presidente da Comissão. Nada mais havendo a tratar, o Senhor Presidente encerrou a reunião e lavrou a presente ATA, que será assinada por todos os membros participantes da Comissão Examinadora. Belo Horizonte, 26 de Setembro de 2007.

NOMES

ASSINATURAS

Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo  
ORIENTADOR (Faculdade Novos Horizontes/MG)

Prof. Dr. Jose Marcos Carvalho de Mesquita  
Convidado 01 (Faculdade Novos Horizontes)

Prof. Dr. Haroldo Guimarães Brasil  
Convidado 02 (Fundação Pedro Leopoldo)

Prof. Dr. Antonio Dias Pereira Filho  
Convidado 03 (UFMG)

-----  
-----  
-----  
-----

## DEDICATÓRIA

Aos meus pais, que inculcaram em mim a importância de uma formação sólida;

Ao amigo Geraldo Gomes Júnior, que, ainda como colega na graduação, não permitiu que as dificuldades à época fossem obstáculos suficientes para que eu interrompesse meus estudos;

Ao Prof. Odon Ferreira de Mello Júnior, meu irmão, que compartilhou sua experiência e me apresentou ao meio acadêmico;

Ao Prof. Amaro da Silva Junior, que abriu as portas para o início da minha carreira docente e me concedeu várias oportunidades de aprendizado;

A Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>ª</sup>. Marlene Catarina de Oliveira Lopes Melo, por conceder-me a oportunidade de fazer parte desse Programa de Mestrado.

Aos meus colegas de Mestrado, em especial ao Prof. Luciano Morato, pela prazerosa convivência e pela cumplicidade e seriedade na realização das atividades acadêmicas;

Ao Dr. Ricardo Henrique Sampaio Santiago, ex-diretor administrativo-financeiro da Cohab-MG e ao gerente de controladoria Marcelo Arruda, por permitirem conjugar minhas atividades profissionais com minhas atividades acadêmicas;

À Camila e ao Guilherme, que durante todos estes anos trazem alegria e luz à minha vida;

Em especial, à minha dileta esposa Josefina, pelo apoio incondicional aos meus projetos e por ter compartilhado durante estes meses de trabalho intenso minhas angústias e vitórias. Nenhuma escolha em minha vida foi tão acertada quanto a de viver a seu lado.

## **AGRADECIMENTOS**

Ao meu orientador, Prof. Dr. Alfredo Alves de Oliveira Melo, pelas críticas sempre pontuais e criativas, e pelas palavras de incentivo, sempre demonstrando inabalável confiança de que seria possível a realização deste sonho;

Ao Prof. Dr. Humberto Elias Lopes, meu primeiro professor do mestrado, pela atenção e inestimável contribuição quanto aos aspectos metodológicos desta pesquisa;

À Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Valéria Maria Martins Judice, pela simpatia e pelas valiosas críticas ao meu projeto de dissertação;

Aos componentes da banca de qualificação, Prof<sup>a</sup>. Dr<sup>a</sup>. Cristiana Fernandes de Muylder e Prof. Dr. Antônio Dias Pereira Filho, pela importante contribuição para o aperfeiçoamento desta pesquisa.

*“A morte de um homem começa no instante em que ele desiste de aprender.”*

*Albino Teixeira*

## RESUMO

“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. As fraudes perpetradas por elas levaram prejuízo a milhares de pessoas, dentre elas acionistas e demais *stakeholders*. Rapidamente, o mercado se organiza e impõe duras regras para as empresas que comercializam ações na bolsa. *Transparência* passa ser o adjetivo mais valorizado, e as iniciativas baseadas nas boas práticas de governança começam a surgir de todos os lados. No Brasil, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lança, em 2000, os níveis diferenciados de governança corporativa. A entrada das empresas nestes níveis passa por exigências maiores e se baseiam na transparência das informações e na equidade entre os acionistas. Esta pesquisa, através de um estudo de multi-casos, 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 deste 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 destas 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. Apesar da crença disseminada de que a adoção de boas práticas de governança, em geral, leva a um melhor desempenho das empresas nas bolsas de valores, os resultados não confirmaram tal hipótese.

Palavras-chave: Governança corporativa. Setor Elétrico. Desempenho.

## ABSTRACT

Corporate governance is a theme that has been exciting great interest of the financial market and of the academic field. Its growth importance came out in the beginning of this century, when big American corporations carried out one of the biggest financial scandals of the history. The frauds perpetrated by them led thousand of people to suffer many losses, among them shareholders and others stakeholders. Quickly, the market organises itself and imposes strict rules to companies, which commercialises shares in the stock market. Transparency becomes more valued, and the initiatives based on good practice of governance started to appear from every side. In Brazil, São Paulo Stock Market (Bovespa), launched in 2000, different levels of corporate governance. The entrance of these companies in this level goes through bigger requirements and bases themselves on the transparency of information and on the equity among shareholders. This survey, through a study of multi-cases, tried to investigate the relationship between adherence to the differentiated levels of corporate governance and the performance of actions from companies of the electric sector. The choice of this sector is justified by the importance in the economy of the country and by its representation-differentiated levels of Bovespa. This study was conducted under quantitative point of view, using the performance test six months before and six months after the entrance of these companies in the three differentiated levels of governance created by Bovespa. Additionally, it proceeded the correlation analysis between the variable of performance and the market pointers in order to check if the improvement of any variable of performance hasn't been related to the ascent market trend. In spite of the widespread belief that the adoption of good practices of governance, generally, brings a better performance of companies in the stock market, the results haven't confirmed such hypotheses.

Key Words: Corporate Governance. Electric Sector. Performance.

## LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1: Evolução do IBOV e IEE – CEMIG.....	62
GRÁFICO 2: Evolução do PA – Cemig ON.....	63
GRÁFICO 3: Evolução do PPL – Cemig ON.....	64
GRÁFICO 4: Evolução do PA – Cemig PN.....	65
GRÁFICO 5: Evolução do PPL – Cemig PN.....	66
GRÁFICO 6: Evolução do PSR – Cemig PN.....	66
GRÁFICO 7: Evolução do IBOV e IEE – CESP.....	69
GRÁFICO 8: Evolução do PA – Cesp ON.....	70
GRÁFICO 9: Evolução do IBOV e IEE – ELETROBRAS.....	72
GRÁFICO 10: Evolução do EE – Eletrobrás ON .....	73
GRÁFICO 11: Evolução do EE – Eletrobrás PN.....	74
GRÁFICO 12: Evolução do IBOV e IEE – TRAN PAULIST.....	76
GRÁFICO 13: Evolução do PSR – Tran Paulist ON.....	77
GRÁFICO 14: Evolução do EE – Tran Paulist ON.....	78
GRÁFICO 15: Evolução do PA – Tran Paulist PN.....	79
GRÁFICO 16: Evolução do PSR – Tran Paulist PN.....	80
GRÁFICO 17: Evolução do EE – Tran Paulist PN.....	80
GRÁFICO 18: Evolução do IBOV e IEE – CELESC.....	83
GRÁFICO 19: Evolução do EE – Celesc PNB.....	84
GRÁFICO 20: Evolução do IBOV e IEE – ELETROPAULO.....	86
GRÁFICO 21: Evolução do IBOV e IEE –TRACTEBEL.....	90
GRÁFICO 22: Evolução do PA – Tractebel ON.....	91
GRÁFICO 23: Evolução do PPL – Tractebel ON.....	91
GRÁFICO 24: Evolução do PSR – Tractebel ON.....	92
GRÁFICO 25: Evolução do EE – Tractebel ON.....	92
GRÁFICO 26: Evolução do IBOV e IEE – LIGHT.....	94
GRÁFICO 27 Evolução do PPL – Light ON.....	95

## LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Estrutura da oferta de energia no Brasil 2004 – 2005.....	25
TABELA 2 - Teste U – CEMIG – ON.....	63
TABELA 3 - Coeficiente de correlação – CEMIG – ON.....	64
TABELA 4 - Teste U – CEMIG – PN.....	65
TABELA 5 - Coeficiente de correlação – CEMIG – PN.....	67
TABELA 6 - Teste U – CESP – ON.....	70
TABELA 7 - Coeficiente de correlação – CESP – ON.....	70
TABELA 8 - Teste U – CESP – PNA.....	71
TABELA 9 - Teste U – ELETROBRÁS – ON.....	73
TABELA 10 - Coeficiente de correlação – ELETROBRAS – ON.....	73
TABELA 11 - Teste U – ELETROBRÁS – PNB.....	74
TABELA 12 - Coeficiente de correlação – ELETROBRAS – PNB.....	75
TABELA 13 - Teste U – TRAN PAULIST – ON.....	77
TABELA 14 - Coeficiente de correlação – TRAN PAULIST – ON .....	78
TABELA 15 - Teste U – TRAN PAULIST – PN.....	79
TABELA 16 - Coeficiente de correlação – TRAN PAULIST – PN .....	81
TABELA 17 - Teste U – CELESC – PNB.....	84
TABELA 18 - Coeficiente de correlação – CELESC – PNB .....	85
TABELA 19 - Teste U – ELETROPAULO – PNA.....	87
TABELA 20 - Teste U –TRACTEBEL – ON.....	90
TABELA 21 - Coeficiente de correlação – TRACTEBEL – ON .....	93
TABELA 22 - Teste U – LIGHT – ON.....	95
TABELA 23 - Coeficiente de correlação – TRACTEBEL – ON .....	95

## LISTA DE QUADROS

QUADRO 1: Mudanças no setor Elétrico brasileiro.....	23
QUADRO 2: Principais entidades do setor Elétrico brasileiro.....	24
QUADRO 3: Empresas do setor listadas nos níveis diferenciados da Bovespa.....	27
QUADRO 4: Lista de empresas selecionadas.....	56
QUADRO 5: Resultados nível 1 de governança corporativa.....	81
QUADRO 6: Resultados nível 2 de governança corporativa.....	88
QUADRO 7: Resultados novo mercado.....	96
QUADRO 8: Síntese dos resultados.....	99

## LISTA DE SIGLAS

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo  
IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa  
SEC – Securities and Exchange Commission  
BEN – Balanço Energético Nacional  
IEE – Índice de Energia Elétrica  
CNAEE – Conselho Nacional de Águas e Energia Elétrica  
ELETROBRÁS – Centrais Elétricas Brasileiras S.A.  
PND – Programa Nacional de Desestatização  
ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica  
MAE – Mercado Atacadista de Energia  
MME – Ministério de Minas e Energia  
CNPE – Conselho Nacional de Política Energética  
EPE – Empresa de Pesquisa Energética  
CMSE – Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico  
ONS – Operador Nacional do Sistema Elétrico  
CCEE – Câmara de Comercialização de Energia Elétrica  
CEMIG – Companhia Energética de Minas Gerais  
CELESC – Centrais Elétricas de Santa Catarina  
TRANSPAULIST – Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista  
CESP – Companhia Energética de São Paulo  
CVM – Comissão de Valores Imobiliários  
SOX – Lei Sarbanes Oxley  
OCDE – Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico  
CEO – Chief Executive Officer

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO</b> .....	<b>13</b>
1.1 JUSTIFICATIVA E PROBLEMA DE PESQUISA .....	14
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA .....	17
<b>2. CONTEXTUALIZAÇÃO</b> .....	<b>18</b>
2.1 A FORMAÇÃO DO SETOR ELÉTRICO E SEUS AGENTES .....	18
2.2 OS DESAFIOS DO SETOR E AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA .....	26
2.3 MEDIDAS DE DESEMPENHO .....	29
<b>3. REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	<b>33</b>
3.1 A FORMAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO .....	33
3.2 GOVERNANÇA – DE PADRÕES DE CONDUTA A EXIGÊNCIAS LEGAIS ...	38
3.2.1 Requisitos a adesão ao nível 1 .....	40
3.2.2 Requisitos a adesão ao nível 2 .....	41
3.2.3 Requisitos a adesão ao Novo Mercado .....	42
3.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	43
3.3.1 Evolução histórica .....	43
3.3.2 O problema de agência .....	48
3.3.3 Estudos relevantes sobre o tema .....	51
<b>4. METODOLOGIA</b> .....	<b>55</b>
4.1 TIPO DE PESQUISA .....	55
4.2 UNIVERSO E AMOSTRA PESQUISADA .....	55
4.3 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS .....	56
4.4 VARIÁVEL INDEPENDENTE – NÍVEIS DE GOVERNANÇA – NG .....	57
4.5 VARIÁVEIS DEPENDENTES – INDICADORES DE MERCADO .....	58
4.5.1 Preço das ações - PA .....	58
4.5.2 Preço / Valor Patrim – PPL .....	58
4.5.3 Price Sales Ratio – PSR .....	59
4.5.4 EV / EBIT – EE .....	59
4.6 VARIÁVEIS DE COMPARAÇÃO .....	59
4.6.1 Ibovespa – IBOV. ....	59
4.6.2 Índice do Setor de Energia Elétrica – IEE .....	60
<b>5. ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	<b>61</b>
5.1 EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA ...	61
5.1.1 CEMIG – Contextualização .....	61
5.1.1.1 CEMIG – ON – Indicadores .....	63
5.1.1.2 CEMIG – PN – Indicadores .....	65
5.1.2 CESP – Contextualização .....	68
5.1.2.1 CESP – ON – Indicadores .....	69
5.1.3 ELETROBRÁS – Contextualização .....	71

5.1.3.1 ELETROBRÁS – ON – Indicadores .....	72
5.1.3.2 ELETROBRÁS – PNB – Indicadores .....	74
<b>5.1.4 TRAN PAULIST – Contextualização .....</b>	<b>75</b>
5.1.4.1 TRAN PAULIST – ON – Indicadores.....	77
5.1.4.2 TRAN PAULIST – PN – Indicadores .....	79
<b>5.2 EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA ...</b>	<b>83</b>
<b>5.2.1 CELESC – Contextualização .....</b>	<b>83</b>
5.2.1.1 CELESC – PNB – Indicadores .....	84
<b>5.2.2 ELETROPAULO – Contextualização .....</b>	<b>85</b>
5.2.2.1 ELETROPAULO – PNA – Indicadores.....	87
<b>5.3 EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO .....</b>	<b>89</b>
<b>5.3.1 TRACTEBEL – Contextualização.....</b>	<b>89</b>
5.3.1.1 TRACTEBEL – ON – Indicadores .....	90
<b>5.3.2 LIGHT – Contextualização.....</b>	<b>93</b>
5.3.2.1 LIGHT – ON – Indicadores.....	94
<b>6. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>97</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>101</b>

## 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 utilização da chamada “contabilidade criativa”, capaz de demonstrar boas condições econômicas, a partir da ocultação da realidade financeira, concomitantemente à exploração das lacunas contidas na legislação, permitiu que a forma jurídica prevalecesse sobre a essência contábil na divulgação das informações financeiras. Por isso, foi apontada como a causa principal das fraudes contábeis. Contudo, não se pode atribuir culpa aos instrumentos existentes e consagrados pela ciência, mas sim, à sua utilização de modo desonesto por pessoas que desconhecem o verdadeiro significado da palavra *ética*. Foi justamente a incapacidade de administrar, aliada a falta de princípios éticos da alta cúpula das organizações, que deu origem a maior turbulência jamais vista desde a quebra da bolsa de 1929.

Paralelamente a isso, começa a ganhar corpo no Brasil, ainda que de forma incipiente, o tema “governança corporativa”, que, segundo Silveira (2005, p. 27), compreende o “conjunto de mecanismos internos e externos que visam harmonizar a relação entre gestores e acionistas, dada a separação entre controle e propriedade”.

A partir do lançamento oficial do *Código de Boas Práticas*, por iniciativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), em maio de 1999, e da criação do chamado “Novo Mercado”, bem como dos níveis diferenciados de governança corporativa pela Bovespa, em 2000, o termo *governança corporativa* começa a ganhar destaque, em meio a um forte apelo e intolerância do mercado financeiro mundial.

As fraudes corporativas vieram à tona. Rapidamente, nasce nos EUA a Lei Sarbanes-Oxley, criada pelos parlamentares Paul Sarbanes e Michel Oxley em resposta ao caos que se instalava no mercado. Também conhecida como SOX, essa lei foi alçada à condição de modelo global de governança, tendo sido considerada a de maior impacto no mercado de capitais norte-americano e mundial, desde a

legislação de 1933 e 1934, que criou a *Securities and Exchange Commission (SEC)* – Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos.

Criada pelo governo dos Estados Unidos em 30 de julho de 2002, a Lei Sarbanes-Oxley tem por objetivo estabelecer sanções que coíbam procedimentos não éticos e em desacordo com as boas práticas de governança corporativa por parte das empresas atuantes no mercado norte-americano. O objetivo final é o de restabelecer o nível de confiança nas informações geradas pelas empresas [...] (BORGERTH, 2007, p. 19)

A questão central passou a ser o restabelecimento da credibilidade dos mercados, principalmente o americano. No Brasil, o foco desta questão se deu nos níveis diferenciados da Bovespa, que, desde 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 estabelecer nestes 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.

No Brasil, o tema “governança corporativa”, assume estreita relação com as práticas norte-americanas. Por isso, para superar esse problema cultural de importação de idéias, legislações e práticas sobre os mais variados assuntos, necessário se faz buscar respostas fundamentadas sobre a verdadeira eficácia de um modelo importado.

## **1.1 JUSTIFICATIVA E PROBLEMA DE PESQUISA**

O setor Elétrico é de fundamental importância para a vida das pessoas, pois desempenha papel decisivo na cadeia produtiva de qualquer país.

A máquina a vapor, que no século XIX foi o elemento crucial para o processo de industrialização, deu lugar ao uso da energia elétrica como fonte vital à transformação de toda a indústria.

Desde então, ressaltam-se sua relevância e magnitude, que impõem vultosos investimentos ao longo dos anos, pois os ativos imobilizados necessários a sua

operacionalização têm, ainda hoje, características de longa maturação e normalmente, tornam-se irreversíveis durante o processo.

Deve-se incluir neste cenário a escassez de investimentos, que, em junho de 2001, evidenciou-se com o racionamento de energia elétrica nas regiões Sudeste, Centro-Oeste, Nordeste e Norte, perdurando até fevereiro de 2002. Tende-se a atribuir essa possível escassez de energia elétrica à forte dependência das hidrelétricas e à falta de investimentos. Essa modalidade de geração de energia tem ainda o agravante de depender de períodos de chuvas, o que não ocorreu como previsto.

O *Balanço Energético Nacional* (BEN 2006) revela que houve crescimento, em relação a 2004, da oferta interna de energia renovável no Brasil. Segundo dados do relatório, a maior oferta de energia continuou sendo hidroelétrica, com 33,5%, o que corresponde a 15,0% da oferta interna de energia total.

O relatório *Projeção da Matriz energética Nacional 2005–2023* (Ministério das Minas e Energia, 2006) traz projeções para o ano de 2023. Neste estudo, foram considerados para a projeção dos dados três diferentes cenários. O que se pode notar é que em todos eles a fonte hidráulica continuará representando, no futuro, mais de 70% da geração de energia do País.

Conforme dados contidos no *Plano Decenal 2006–2015*, divulgado pelo Ministério das Minas e Energia, os investimentos estimados necessários à expansão da geração ao longo do horizonte decenal são da ordem de R\$ 75,0 bilhões, dos quais R\$ 60,0 bilhões se referem a usinas hidrelétricas e R\$ 15,0 bilhões a unidades térmicas.

Devido aos novos desafios impostos pela realidade brasileira ao setor Elétrico e dada a magnitude do tema “governança corporativa”, esta pesquisa envolverá 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 deste 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 corporativa da Bovespa.

Por outro lado, há também a crença de que a adoção de boas práticas de governança, em geral, leva a um melhor desempenho das empresas nas bolsas de

valores. As opiniões divergem sobre o assunto, e vários são os pontos de vista de especialistas da área.

Baseado na teoria de finanças, no qual a maximização do valor da empresa e conseqüentemente geração de riqueza para seus acionistas constituem a preocupação central, todo o movimento em torno da governança corporativa se justifica, pela hipótese de que a adesão das empresas aos níveis diferenciados de governança da Bovespa influencia de forma positiva seu desempenho e a criação de valor.

Publicações divulgadas no sítio da Bovespa informam que a redução do risco em função da adoção de boas práticas de governança pelas empresas gera uma melhor precificação de suas ações.

Para o IBGC, governança corporativa é sinônimo de valor, apesar de, por si só, não criá-lo. Segundo o Instituto, isso só ocorre quando se tem paralelamente um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado.

Em junho de 2000, a McKinsey & Co, em parceria com o Banco Mundial, conduziu uma pesquisa (*Investors Opinion Survey*) com investidores, destinada a detectar e medir eventuais acréscimos de valor às companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa. O resultado indicou que os investidores pagariam entre 18% e 28% a mais por ações de empresas que adotam melhores práticas de administração e transparência.

Em suma, vários estudos na literatura sobre governança corporativa 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, buscar-se-á neste trabalho resposta à seguinte questão orientadora: ***existe relação entre a adoção aos níveis de governança corporativa da Bovespa e o desempenho das ações das empresas do setor Elétrico?***

## 1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

Como objetivo geral, buscou-se apurar, se há relação, entre a adesão aos níveis diferenciados da Bovespa pelas empresas do setor Elétrico e o desempenho de suas ações. Para investigar se existe fundamento que demonstre esta relação, foram traçados como objetivos específicos os seguintes pontos:

- Descrever a evolução do setor Elétrico no Brasil e discutir a adoção das medidas de desempenho para as ações das empresas deste setor;
- Levantar as características do mercado de ações no Brasil e o modelo de governança adotado pelas empresas do setor elétrico;
- Demonstrar as práticas de governança e sua evolução, apresentando estudos relevantes sobre o tema;
- Apurar, estatisticamente, se há relação significativa e positiva, entre a adesão das empresas do setor Elétrico, aos níveis diferenciados da Bovespa e o desempenho de suas ações, medido por meio dos indicadores de mercado conforme as definições adotadas na metodologia.

Espera-se que o resultado desta pesquisa possa ampliar o conhecimento no campo da governança corporativa, sob o ponto de vista das empresas do setor elétrico listadas nos níveis diferenciados da Bovespa, contribuindo para um melhor entendimento de que a adoção de boas práticas de governança pode vir a influenciar o desempenho dessas ações no mercado.

Esta pesquisa está estruturada em seis capítulos, incluindo esta Introdução, em que se apresentam a justificativa e o problema de pesquisa. No capítulo 2, faz-se a contextualização do tema, destacando a formação do setor Elétrico e seus agentes, os desafios do setor e as práticas de governança e as medidas de desempenho. No capítulo 3, descreve-se o referencial teórico, abordando-se a formação do mercado de capitais brasileiro e governança, em termos de padrões/exigências legais e corporativa. No capítulo 4, desenvolve-se a metodologia de pesquisa. No capítulo 5, analisam-se os resultados da pesquisa, no âmbito da Bolsa de Valores de São Paulo. No capítulo 6, fazem-se as considerações finais.

## **2. CONTEXTUALIZAÇÃO**

Neste capítulo, abordam-se a evolução do setor Elétrico, as mudanças ocorridas nos últimos anos e os agentes que compõem este novo modelo; os impactos dessa nova configuração na cadeia de valor do setor e seus principais desafios; e a escolha do tipo de indicador, na tentativa de melhor mensurar o desempenho das empresas do setor.

### **2.1 A FORMAÇÃO DO SETOR ELÉTRICO E SEUS AGENTES**

Segundo relatos da Eletrobrás (1977), o surgimento da eletricidade no Brasil coincide com um período em que a economia se caracterizava por ser predominantemente de monoculturas agrárias e de explorações extrativas.

O ano de 1879 marca a concessão de dom Pedro II a Thomas Alva Edison, para introduzir no País suas invenções destinadas à utilização da eletricidade na iluminação pública. Essa iniciativa deu origem à primeira iluminação elétrica permanente, situada na Estação Central da Estrada de Ferro D. Pedro II, atual Estrada de Ferro Central do Brasil. Dois anos depois, inaugura-se a primeira iluminação externa pública, em trecho da atual Praça da República, na cidade do Rio de Janeiro.

Privilegiado por recursos hídricos, o estado mineiro seguiu realizando obras para o aproveitamento hidrelétrico. Em 1885, na cidade de Viçosa, a Companhia Fiação e Tecidos São Silvestre coloca em operação a segunda usina do País.

Dois anos mais tarde, na região de Nova Lima, inaugura-se a Hidrelétrica de Ribeirão dos Macacos, permitindo à empresa Compagnie des Mines d'Or du Faria a utilização da eletricidade nos trabalhos de mineração.

Minas Gerais se reafirma definitivamente no cenário nacional quando, em 1889, coloca em operação, na cidade de Juiz de Fora, a usina de Marmelos Zero, obra que entra para história por ser a primeira hidrelétrica de maior porte da América Latina a fornecer energia para serviços de iluminação pública e particular.

A cidade do Rio de Janeiro também faz história ao instalar, em 1892, o primeiro bonde elétrico. Oito anos mais tarde, chega a vez da cidade de São Paulo.

Encerra-se assim a primeira fase da história da iluminação e dos transportes elétricos. Porém, a indústria não emerge ainda para grandes realizações.

A segunda fase coincide com o período da República Velha (1890–1930), em que surge também a Constituição de 1891. Esta nova fase traz características extremamente descentralizadoras, em oposição à primeira, quando havia, sob a égide de dom Pedro II, uma estrutura fortemente centralizadora. As condições instauradas nesta fase deram margem a irregularidades e abusos, diante do amplo espaço aberto para negociação entre os municípios e as empresas concessionárias.

Segundo a Eletrobrás (1995), nesta época este setor representou, sob a ótica do capitalismo mundial, o bloco mais poderoso dos investimentos internacionais da exportação de capitais, a partir dos países industrializados.

Se, de um lado, havia inúmeras empresas de cunho municipal, de outro, abria-se caminho para os grandes investimentos estrangeiros.

Esta segunda fase do setor Elétrico no Brasil, que começa quase na virada do século, é marcada pela chegada da Light.

A Light contava com concessões estaduais, conhecimento técnico e recursos financeiros que a colocavam bem à frente da concorrência. Por isso, não demorou muito para que também monopolizasse os serviços de iluminação elétrica, de fornecimento de gás, de bondes e de telefonia do Rio de Janeiro.

Em 1920, apesar de o estado mineiro reunir o maior número de usinas e empresas de eletricidade, figurava em terceiro lugar no *ranking* sobre potência instalada, com 42 mil KW.

A concentração empresarial e a ampliação do parque gerador de energia marcam a década de 1920. Dois elementos básicos caracterizavam a indústria de energia elétrica no Brasil durante a década de 1920: a construção de centrais geradoras de maior envergadura, capazes de atender à constante ampliação do mercado de energia; e a intensificação do processo de concentração e centralização das empresas concessionárias, que culminou, no final do decênio, com a quase completa desnacionalização do setor (COLEÇÃO GENERAL BENÍCIO, 1977, p. 55).

Em 1927, com a chegada de outro grupo estrangeiro, o American Foreign & Power Co. – AMFORP, os brasileiros assistem à total concentração e centralização

do setor elétrico. Enquanto a Light controlava o eixo Rio–São Paulo a AMFORP assumia do restante do País.

Como o aparato legal vigente à época não colocava obstáculos ao capital estrangeiro, o mercado estava claramente dividido entre esses dois grandes grupos.

Segundo Tavares (2003), o ano de 1934 marca o início da intervenção estatal no setor de Elétrico, até então regido por acordos bilaterais de concessão.

Em 1939, nasce um importante órgão, denominado Conselho Nacional de Águas e Energia Elétrica (CNAEE). Com amplas atribuições, este novo órgão teve, dentre outras, a responsabilidade de estudar, opinar e propor medidas para o setor.

Notadamente, a década de 1930 foi marcada pelo advento do *Código de Águas*. Contudo, a organização da indústria, sob o ponto de vista técnico, pouco se alterou. Se de um lado, era necessária uma política nacional, de outro, novos investimentos eram desestimulados.

Em 1948, foi formada uma comissão mista entre brasileiros e norte-americanos para a realização de estudos econômicos, conhecida como Missão Abbink, a qual buscava analisar os fatores que tendiam a promover ou a retardar o desenvolvimento econômico do País. O fato é que, após a divulgação de um relatório conclusivo, em fevereiro de 1949, sugerindo que os empreendimentos de energia elétrica deveriam ser desenvolvidos por empresas privadas, cabendo ao Estado apenas a tarefa de regular essas atividades, os resultados concretos foram praticamente nulos.

A crise no setor, era mais acentuada no segmento de geração de energia por exigir grandes investimentos. Portanto, era o que deveria ter a direta intervenção do Estado. Quanto ao segmento de distribuição, além de o capital fixo necessário ser bem menor, tinha como característica um giro bem mais rápido. Assim, poderia ficar a cargo das empresas privadas.

Empossado em 1956 como presidente da República, Juscelino Kubitschek teve seu governo marcado pelo acelerado crescimento da produção industrial. Contudo, apesar da grande transformação da base produtiva material da economia brasileira e da expansão gigantesca do setor público, a falta de uma reforma fiscal reduz drasticamente a capacidade de investimento.

Em 1960, já no final do governo JK, a criação do Ministério das Minas e Energia foi um grande passo dado pelo Governo Federal. Dessa forma, o acúmulo

de atribuições sob a responsabilidade do Ministério da Agricultura pôde ser redimensionado.

Em 1962, ano que demarca o início da terceira fase do setor de Energia Elétrica no País, nasce, sob muita pressão, ante as deficiências de suprimento de energia, a Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (ELETROBRÁS), empresa que levaria longos sete anos de tramitação no Congresso Nacional para se tornar realidade.

Sociedade de Economia mista, ela planeja, financia, coordena e supervisiona os programas de construção, ampliação e operação do sistemas de geração, transmissão e distribuição de energia elétrica; promove o desenvolvimento global do setor de energia elétrica ao mesmo tempo em que atende às necessidades próprias de cada região do país (COLEÇÃO GENERAL BENÍCIO, 1977, p. 84).

O período que se segue caracteriza-se por grave crise econômica, política e social. A dificuldade de realizar novos investimentos, por parte tanto do Estado quanto da iniciativa privada estrangeira, agrava ainda mais o processo de desenvolvimento.

Estudo elaborado pela consultoria Tendências, intitulado “Cenários de Crescimento e Requisitos para a Retomada de Investimentos”, em novembro de 2003, retrata que “na segunda metade do século XX, o desenvolvimento do setor Elétrico no Brasil se deu com uma atuação crescente do setor público”. Dessa forma, os investimentos feitos na década de 1950 foram marcadamente de origem governamental. Este estudo revela ainda que, em 1980, o Estado já dominava de forma majoritária o setor Elétrico no Brasil.

Em 1988, começa nascer a idéia da desestatização, que é formalmente revelada pelo Programa Nacional de Desestatização (PND), no governo do então presidente Fernando Collor de Melo. Estimulado pela ideologia neoliberal externa e por crescentes *déficits* públicos internos, iniciou-se na década de 1990 o processo de abertura e privatização da economia brasileira.

A Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) surge em 1995, fruto da necessidade dessa nova reestruturação no setor Elétrico brasileiro. O Estado, gradualmente, vai abrindo mão dos meios de produção do setor e se coloca na posição de regulador e fiscalizador da qualidade dos serviços prestados à população.

À ANEEL foi atribuída a responsabilidade de regular e fiscalizar o novo mercado que passou a se firmar no País a partir da introdução da livre competição nos segmentos de geração e comercialização de energia elétrica. Sua missão é a de proporcionar as condições favoráveis para que o mercado de energia elétrica se desenvolvesse com equilíbrio entre os agentes e em benefício da sociedade.

Em 2000, começa a funcionar o Mercado Atacadista de Energia (MAE). Este órgão que passa a ser responsável pela intermediação entre a oferta e a demanda de energia elétrica. Como principal objetivo, o MAE busca garantir, *a priori*, a transmissão da energia gerada, haja vista que não há possibilidade de estocá-la.

As modificações continuariam até a conformação do modelo vigente.

O Quadro 1, resume as principais mudanças entre os modelos pré-existent e o modelo atual.

QUADRO 1: Mudanças no setor Elétrico brasileiro

<b>Modelo Antigo (até 1995)</b>	<b>Modelo de Livre Mercado (1995 a 2003)</b>	<b>Novo Modelo (2004)</b>
Financiamento: recursos públicos – 1930	Financiamento: recursos públicos e privados	Financiamento: recursos públicos e privados
Empresas verticalizadas	Empresas divididas por atividade: geração, transmissão, distribuição e comercialização	Empresas divididas por atividade: geração, transmissão, distribuição, comercialização, importação e exportação.
Empresas predominantemente estatais	Abertura e ênfase na privatização das empresas	Convivência entre empresas estatais e privadas
Monopólios - competição inexistente	Competição na geração e comercialização	Competição na geração e comercialização
Consumidores: cativos	Consumidores: livres e cativos	Consumidores: livres e cativos
Tarifas reguladas em todos os segmentos	Preços livremente negociados na geração e comercialização	No ambiente livre: preços livremente negociados na geração e comercialização. No ambiente regulado: leilão e licitação pela menor tarifa
Mercado regulado	Mercado livre	Convivência entre mercados livre e regulado
Planejamento: determinativo - Grupo Coordenador do Planejamento dos Sistemas Elétricos (GCPS)	Planejamento: indicativo pelo Conselho Nacional de Política Energética (CNPE)	Planejamento pela Empresa de Pesquisa Energética (EPE)
Contratação: 100% do mercado	Contratação: 85% do mercado até agosto/2003 e 95% mercado até dez./ 2004	Contratação: 100% do mercado + reserva
Sobras/déficits do balanço energético rateados entre compradores	Sobras/déficits do balanço energético liquidados no MAE	Sobras/déficits do balanço energético liquidados na CCEE. Mecanismo de Compensação de Sobras e Déficits (MCSD) para as distribuidoras.

Fonte: Câmara de Comercialização de Energia Elétrica 2007

As bases de um novo modelo para o setor Elétrico brasileiro foram sustentadas pelas Leis 10.847 e 10.848, de 15 de março de 2004, e pelo Decreto 5.163, de 30 de julho de 2004. Este novo modelo definiu a criação de instituições com responsabilidades diversas. O Quadro 2 resume as principais entidades do setor Elétrico brasileiro e suas atribuições básicas.

QUADRO 2: Principais entidades do setor Elétrico brasileiro

Ministério de Minas e Energia (MME)	Encarrega-se da formulação, planejamento e implementação de ações do governo Federal no âmbito da política energética nacional.
Conselho Nacional de Política Energética (CNPE)	Órgão de assessoramento do presidente da República para formulação de políticas nacionais e diretrizes de energia. Visa, dentre outros objetivos, o aproveitamento racional dos recursos energéticos do País, a revisão periódica da matriz energética e o estabelecimento de diretrizes para programas específicos. É órgão interministerial presidido pelo Ministro de Minas e Energia.
Empresa de Pesquisa Energética (EPE) (Dec. 5184/2004)	Empresa pública federal dotada de personalidade jurídica de direito privado e vinculada ao MME. Tem por finalidade prestar serviços na área de estudos e pesquisas destinadas a subsidiar o planejamento do setor energético. Elabora os planos de expansão da geração e transmissão da energia elétrica.
Comitê de Monitoramento do Setor Elétrico (CMSE)	Constituído no âmbito do MME e sob sua coordenação direta, tem a função de acompanhar e avaliar permanentemente a continuidade e a segurança do suprimento eletro-energético em todo o território nacional.
Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS) (Lei 9648/1998)	Entidade jurídica de direito privado, sem fins lucrativos, sob regulação e fiscalização da ANEEL, responsável pelas atividades de coordenação e controle da operação da geração e da transmissão de energia elétrica do Sistema Interligado Nacional (SIN).
Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE) (Dec. 5177/2004)	Entidade jurídica de direito privado, sem fins lucrativos, sob regulação e fiscalização da ANEEL, tem a finalidade de viabilizar a comercialização de energia elétrica no SIN e de administrar os contratos de compra e venda de energia elétrica, sua contabilização e liquidação.
Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) (Lei 9427/1996)	Autarquia sob regime especial, vinculada ao MME, tem a finalidade de regular e fiscalizar a produção, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, em conformidade com as políticas e diretrizes do governo federal. É o órgão responsável pela elaboração, aplicação e atualização dos Procedimentos de Distribuição (PRODIST).

Fonte: ANEEL 2006

Com a regulamentação do Mercado Atacadista de Energia Elétrica, consolidou-se a distinção entre as atividades de geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica.

Em relação às atividades de geração de energia, segundo dados do Ministério de Minas e Energia e da Empresa de Pesquisa Energética divulgados no BEN 2006, relativos ao ano base 2005, a composição da matriz elétrica brasileira se encontra dividida da seguinte forma (TAB. 1):

**TABELA 1**  
**Estrutura da oferta de energia no Brasil 2004–2005**

<b>FONTE</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>
Hidráulica	77,1 %	75,5 %
Nuclear	2,2 %	2,7 %
Gás natural	4,1 %	4,5 %
Carvão	1,6 %	1,6 %
Derivados do petróleo	2,8 %	2,9 %
Biomassa	3,9 %	3,9 %
Importação	8,3 %	8,8%

FONTE: Balanço Energético Nacional 2006

No setor de transmissão de energia, o Ministério das Minas e Energia, em seu plano decenal 2006–2015, ressalta a importância de sua expansão para o País. Além da interligação dos submercados, o maior alcance de uma rede de transmissão, segundo o Ministério, permitiria a equalização dos preços da energia, por meio da minimização dos estrangulamentos entre os subsistemas, tendo como consequência a otimização do parque gerador hidrelétrico. Estimativas feitas para o período decenal, estabelecem que a transmissão agregue à Rede Básica 41.127 km. Isso significa um salto de 82.092 km no final de 2005 para 123.219 km no final de 2015. Tal aumento, segundo projeções, consumirá um investimento da ordem de R\$ 26,7 bilhões em linhas de transmissão e de R\$ 12,7 bilhões em subestações e transformadores. São valores consideráveis em um setor que, historicamente, absorveu uma pequena parcela do montante gasto nas usinas.

A confirmação dos números declarados no estudo permitirá uma integração sólida das regiões, impactando positivamente a redução de preços entre os submercados.

O estudo revela, ainda, a preocupação com a implantação desse enorme programa de obras. Equacionar as questões socioambientais dos empreendimentos e viabilizar recursos financeiros necessários para os investimentos previstos são propostas que, sem dúvida, constituem um grande desafio.

Após a crise de racionamento de energia ocorrida em 2001, concomitantemente à melhoria das condições macroeconômicas do país, o setor de distribuição recupera-se com vigor.

Esse novo modelo do setor Elétrico foi absorvido pelas empresas distribuidoras, que se encarregaram de negociar toda a demanda de energia até 2010.

A carga tributária, a exemplo do que ocorre com outros setores, também gera preocupações para este setor. De outro lado, a obtenção de financiamentos tanto no Brasil quanto no exterior é favorável.

Segundo dados da ANEEL, para atender ao mercado de distribuição de energia, conta-se hoje com 64 concessionárias, estatais ou privadas, de serviços públicos, que abrangem todo o País.

Em várias concessionárias privadas, pode-se observar a presença de capital estrangeiro em seus grupos de controle. São capitais de origem espanhola, portuguesa e norte-americana.

Segundo a ANEEL, são atendidas cerca de 47 milhões de unidades consumidoras, das quais 85% são consumidores residenciais, em mais de 99% dos municípios brasileiros.

Apesar das modificações instituídas, o que se pode observar é que o setor Elétrica brasileiro ainda terá muitos desafios pela frente e que a consideração sobre práticas de governança corporativa deve ser cada vez mais incorporada por estas empresas.

## **2.2 OS DESAFIOS DO SETOR E AS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA**

A exemplo do que acontece no Brasil e no mundo, as empresas que compõem o setor Elétrico brasileiro também devem buscar se alinhar às melhores práticas de governança corporativa. Os desafios são muitos, e a adoção dessas práticas certamente irá corroborar para atrair novos investidores privados.

Responsabilidade corporativa é um dos pilares da governança corporativa. Dessa forma, o setor precisa assegurar a expansão adequada do mercado livre, não se esquecendo de buscar uma melhor relação institucional com o meio ambiente.

O peso das hidroelétricas na geração de energia em todo o território brasileiro é característica marcante. Essa situação traz como consequência um dos principais problemas para o setor: a questão ambiental. Segundo Bermann (2003), “é com

freqüência que empreendimentos hidrelétricos têm se revelado insustentáveis, no cenário internacional e particularmente no Brasil”.

Outras revelações contidas em estudo elaborado pela PricewaterhouseCoopers (2004) também ratificam a idéia anterior. Segundo os seus autores, as questões ambientais têm estado presente em todos os projetos desse segmento, causando, em determinadas situações, dificuldades quase insuperáveis, o que acarretaria atrasos na implantação dos respectivos empreendimentos.

A melhora nas condições macroeconômicas do País também configura como um importante fator para que se tenha uma menor percepção de riscos dos investimentos e do custo de capital. Uma expansão sustentável é fundamental para que o setor suporte um crescimento econômico superior a 4% a.a.

Observa-se um movimento crescente de adesão aos níveis diferenciados da Bovespa pelas empresas do setor Elétrico. Isso demonstra que estão direcionando seus esforços no sentido de buscar um alinhamento com as melhores práticas de governança corporativa. O Quadro 3 mostra as empresas que representam o setor elétrico nos níveis diferenciados da Bovespa.

QUADRO 3: Empresas do setor listadas nos níveis diferenciados da Bovespa

<b>ADESÃO</b>	<b>EMPRESAS</b>	<b>CLASSIFICAÇÃO BOVESPA</b>
17/10/2001	CEMIG	Nível 1
26/06/2002	CELESC	Nível 2
18/09/2002	TRANSPAULIST	Nível 1
29/09/2004	CPFL ENERGIA	Novo Mercado
13/12/2004	ELETROPAULO	Nível 2
13/07/2005	ENERGIAS BR	Novo Mercado
16/11/2005	TRACTEBEL	Novo Mercado
22/02/2006	LIGHT S/A	Novo Mercado
03/04/2006	EQUATORIAL	Nível 2
28/07/2006	CESP	Nível 1
29/09/2006	ELETROBRAS	Nível 1
27/10/2006	TERNA PARTICIP.	Nível 2

Fonte: Bovespa 2006

Além das questões ambientais, o segmento de Geração também convive com problemas legais e tributários.

Sob o ponto de vista dos problemas legais, apesar de toda a legislação existente, falta clareza na definição de quem deve ser indenizado pelos

empreendedores na construção de novas usinas. A definição deste ponto é fundamental para que não pesem para os investidores condições desfavoráveis quando da continuidade das obras.

Quanto às questões tributárias, não é privilégio deste segmento a elevada carga imposta pelo Governo, na medida em que sofre hoje, em média, uma tributação de 8% do dinheiro aplicado em novas usinas.

O Balanço Energético Nacional (2006) apresenta ainda um outro problema: enquanto o aumento na oferta de energia elétrica em TWh foi de 4%, o aumento no consumo ocorrido em 2005 foi da ordem de 4,6%.

A pesquisa realizada por Bernardes (2003), cujo principal foco foi diagnosticar e analisar, sob o ponto de vista do grande consumidor de energia elétrica do estado de Minas Gerais, as incertezas associadas à decisão estratégica de investir na geração de energia elétrica, corrobora as questões levantadas anteriormente. Um dos pontos ressaltados no resultado desta pesquisa é a confirmação, pelos instrumentos quantitativos, de que as incertezas macroambientais, institucionais e de governança corporativa são importantes na decisão estratégica em geração de energia elétrica.

Sob a dimensão da governança corporativa, mesmo que ainda falte detalhar melhor as atribuições dos agentes institucionais (conforme descrito no Quadro 2), o estudo elaborado pela PricewaterhouseCoopers (2004, p. 45) revela que “já é possível vislumbrar alguns dos impactos desta nova configuração na cadeia de valor do setor”. Dentre eles, destacam-se:

- Melhor controle sobre a segurança do suprimento de energia no curto, no médio e no longo prazo.
- Menor poder de influência dos agentes sobre tarifas e menor liberdade para ações de conquista de mercados.
- Aumento da complexidade de operação, pela criação de agentes institucionais e pela diluição de atribuições de gestão e de desenvolvimento do setor entre os vários órgãos.
- Aumento do controle do MME sobre o setor.

Afirmam os autores deste estudo:

A dependência em relação a investimentos da iniciativa privada para viabilizar a expansão do setor acarreta a necessidade que se definam mecanismos de influência nas decisões dos órgãos, para os agentes institucionais, bem como regras claras de governança para esses órgãos, de maneira que o investidor perceba a estabilidade no direcionamento e na gestão do setor e a existência de mecanismos legítimos, previstos no marco regulatório para defender seus interesses, em caso de conflito (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2004, p. 48).

Assim, além das questões retrocitadas, os desafios deste setor caracterizam-se também pela tentativa de reduzir o nível de inadimplência dos consumidores e a carga tarifária, já que há um crescente aumento dos custos de energia.

### **2.3 MEDIDAS DE DESEMPENHO**

Há inúmeras medidas para mensurar o desempenho de uma empresa ou de suas ações na literatura financeira, bem como diversos pontos de vista de autores em defesa desta ou daquela medida que aponte para uma avaliação de desempenho mais completa e adequada para uma organização. Contudo, não se pode afirmar qual é o índice mais importante, pois não há uma teoria que ajude a identificar qual item ou indicador deve ser examinado e servir como guia no estabelecimento de padrões.

Segundo Gitman (2001), “a análise de índices envolve métodos de calcular e interpretar índices financeiros para avaliar o desempenho da empresa”. Ressalta, todavia, que nenhum índice por si só é capaz de avaliar todos os aspectos da condição financeira de uma empresa.

A análise de séries temporais avalia o desempenho ao longo do tempo, uma comparação do desempenho atual como o passado, usando índices, permite que a empresa determine se ela está progredindo como planejado. Tendências em desenvolvimento podem ser vistas ao se usar comparações de vários anos, assim como o conhecimento dessas tendências pode ajudar a empresa a planejar futuras operações (GITMAN, 2001, p. 130).

Atualmente, assiste-se a um grande número de modificações regulatórias na tentativa de se buscar uma blindagem contra novas fraudes corporativas. As boas práticas de governança passaram a ser condição necessária para demonstrar ao mercado uma iniciativa de maior transparência e equidade aos acionistas e influenciaram sobremaneira as modificações regulatórias.

Estudos realizados pela PriceWaterhouseCoopers (2007) revelam que “nenhuma dessas mudanças, por mais profunda que tenha sido, aborda uma questão fundamental: a modernização do modelo de divulgação de informação”.

Concebido originalmente no início do século passado, o modelo atual de informações contábeis-financeiras e operacionais prestadas, consoante requisitos legais e profissionais, tem se tornado, cada vez mais, de menor relevância para o processo de tomada de decisão empresarial (PRICEWATERHOUSECOOPERS, 2007, p. 1).

Outra conclusão importante: “investidores, analistas e executivos não estão satisfeitos com as informações colocadas à sua disposição”. É crescente a demanda por informações não financeiras. Por isso, os autores fazem uma alerta importante: “mais do que interpretar os retornos históricos gerados pelas organizações, os usuários dessas informações financeiras desejam saber de que forma elas foram obtidas”.

Berton (2003) ratifica a idéia anterior dizendo que a análise do desempenho de uma empresa não poderia se restringir à verificação dos resultados apresentados apenas em seu Balanço Patrimonial. Segundo o autor, é preciso conhecer, dentre outras coisas, sua visão estratégica e a estrutura de investimentos em ativos que efetivamente agreguem valor no futuro.

Os demonstrativos contábeis analisados por métodos tradicionais demonstram somente aquilo que aconteceu na organização no passado e limitam-se a demonstrar somente os resultados financeiros, sem apresentar informações do desempenho da empresa em relação a outras perspectivas, também fundamentais ao posicionamento estratégico da organização (BERTON, 2003, p. 168).

Para Paulos (2004), “ainda mais importante do que a adequação das normas e modelos contábeis é a transparência dessas práticas”. Segundo o autor, transparência, confiança, independência e autoridade são requisitos necessários ao funcionamento do sistema contábil. A demanda por todos eles é grande, mas, às vezes, a oferta é escassa.

Segundo Bruce (2005), é incontestável a importância crescente dos relatórios da administração no processo de fornecimento de informação corporativa aos investidores. Para o autor, os números estão se tornando cada vez mais opacos para os usuários das demonstrações contábeis

Uma área em franco desenvolvimento é o uso de indicadores-chave de desempenho. Em seu artigo, o IASB cita uma pesquisa conduzida pela Deloitte no ano passado que demonstrou que "92% dos que responderam concordaram com a afirmação de que os indicadores financeiros por si só não conseguem capturar adequadamente os pontos fortes e os pontos fracos das suas empresas" (BRUCE, 2005, p. B2).

Para Assaf Neto (2003), "a análise das demonstrações financeiras constitui um dos estudos mais importantes da administração financeira". Para o autor, este assunto interessa tanto ao público interno da empresa quanto aos analistas externos a ela. Para o administrador interno, essa análise se torna simplificada em relação àqueles que a observam externamente, pois obter dados tem sido uma tarefa natural de acesso para os primeiros.

A análise das demonstrações financeiras visa fundamentalmente ao estudo do desempenho econômico-financeiro de uma empresa em determinado período do passado, para diagnosticar, em consequência, sua posição atual e produzir resultados que sirvam de base para a previsão de tendências futuras. Na realidade, o que se pretende avaliar são os reflexos que as decisões tomadas por uma empresa determinam sobre sua liquidez, estrutura patrimonial e rentabilidade (ASSAF NETO, p. 97, 2003).

Entretanto, este mesmo autor diz ser preciso cautela quando da obtenção de dados contábeis. Segundo ele, "a metodologia de medidas de apuração de valor exige alguns ajustes no sistema contábil tradicional". Afinal, a apuração de medidas de desempenho econômico com base nos demonstrativos contábeis deve levar em consideração os conservadores princípios da contabilidade, a valores históricos.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2000, p. 86), "o valor é a melhor métrica de desempenho porque é a única que exige informação completa". Segundo eles, é preciso ter uma perspectiva de longo prazo. Por isso, em suas opiniões, outras medidas de desempenho corporativo não são tão abrangentes quanto a de valor:

A administração baseada em valor é o processo de maximizar continuamente o valor de sua empresa. Ela deve nortear o processo decisório em todos os níveis da empresa, desde a estratégia no nível do conselho até as decisões operacionais diárias da gerência de linha (COPELAND; KOLLER e MURIN, 2000, p. 118).

Copeland, Koller e Murrin (2000) defendem que as decisões do administrador devem se nortear por um modelo que reflita de forma mais exata o valor das ações.

Stewart III (2005, p. 50) diz que “os administradores devem evitar tomar decisões com base em demonstrações financeiras que assumem que suas empresas estão à beira da falência”

Segundo ele,

Para proceder a julgamentos realistas sobre desempenho e valor, as demonstrações contábeis devem ser reformuladas, saindo da perspectiva de liquidação do credor para a visão de um negócio em continuidade dos acionistas. O balanço deve ser reinterpretado como o caixa investido em uma conta de capital, e não como o valor dos “ativos”. (STEWART, 2005, p. 51).

Stewart III (2005, p. 51) vai mais longe em suas opiniões sobre o desempenho baseado em índices financeiros. Para ele, o balanço de uma empresa pode, na melhor das hipóteses, ser uma medida de “capital”. Ele acusa os contadores de “escravos inconscientes dos banqueiros”.

O que se observa é que a análise de desempenho, não obstante seu uso amplamente generalizado, tem como consequência natural a ocorrência de conclusões distintas sobre a *performance* de uma mesma empresa quando avaliada pela ótica de indicadores financeiros e sobre o prisma de indicadores de mercado.

Nesta pesquisa, utilizaram-se indicadores de mercado, obtidos no sítio da Bovespa e na base de dados ECONOMÁTICA, como medida de desempenho. Cada um deles estará detalhado no capítulo 4 o qual se refere à metodologia da pesquisa.

### **3. REFERENCIAL TEÓRICO**

Neste capítulo, discutem-se a evolução do mercado de ações no Brasil, apresentando suas características e as novas exigências após a criação dos níveis diferenciados de governança corporativa da Bovespa; o tema “Governança corporativa”, resgatando seu processo histórico e os principais conceitos relacionados; o problema de agência; e resultados de pesquisas empíricas sobre o assunto.

#### **3.1 A FORMAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Em 1965, regulamentado pela Lei 4.728, de 14 de julho, nasce, oficialmente, o mercado de capitais brasileiro.

Segundo Costa (2006), não existiam bancos de investimento no Brasil até 1966. Ainda sim, atuavam, desde a década de 1940, algumas poucas instituições especializadas em colocar ações no mercado. Uma delas, segundo o autor, era a Deltec S/A – Investimento, Crédito e Financiamento, ligada à Deltec Banking Corporation Ltda., criada pelo americano Clarence Dauphinot Jr.<sup>1</sup> para atuar no mercado latino-americano.

Costa (2006) sustenta que, durante a Segunda Guerra Mundial havia grande diferença entre o mercado de ações argentino e o brasileiro. Enquanto o primeiro dispunha de um mercado imponente e atuante, no Brasil não existia quase nada.

Ainda sim, apesar da idéia inicial de se instalar uma financeira na América Latina, fosse à Argentina, os planos foram alterados para o Brasil, quando se percebeu que a ascensão do populista Juan Perón poderia trazer muitos problemas para empresas estrangeiras naquele país.

<sup>1</sup> Dauphinot foi um inovador no mercado brasileiro, alguém preocupado em oferecer produtos não disponíveis e em criar uma estrutura institucional que viabilizasse a existência dos produtos.

Foi assim que vieram para o Brasil e se associaram a cinco importantes bancos locais. Considerando que a obtenção da carta patente demandaria uma espera de seis meses, optaram por abrir, de imediato, uma pequena importadora cujo nome deveria ser IMPEX. Como o nome já estava registrado (era uma companhia importadora e exportadora de minérios), Dauphinot instrui o advogado brasileiro a dar qualquer denominação e abrir uma empresa. E esse foi o início da Deltec (COSTA, 2006, p. 25).

Criada oficialmente em 1946, a Deltec possuía uma equipe que viajava pelo Brasil, numa época em que não havia estradas asfaltadas, para vender ações da Força e Luz de Minas Gerais e de outras poucas empresas que se dispunham a abrir seu capital ao público. A empresa fez lançamentos significativos de ações em 1958. Dentre elas, Listas Telefônicas, Willys Overland do Brasil e VEMAG. Foi a primeira empresa a lançar um índice de comportamento de bolsas de valores: o índice Deltec.

Nos anos que se seguiram, “apesar de todas as campanhas promocionais e educativas, as empresas relutavam em abrir seu capital” (COSTA, 2006, p. 30). Segundo o autor, não havia informações regulares e pessoal interno especializado para orientação aos investidores.

Se de um lado, a expansão da indústria na era JK criou as condições para o aparecimento de um mercado financeiro, por outro, a falta de organização, as leis defasadas e a visibilidade da inflação atrasaram o aparecimento de um mercado de capitais mais sólido. Esse foi o panorama no início da década dos anos 1960 (COSTA, 2006, p. 38).

Numa época em que o termo *governança corporativa* não era conhecido e a transparência não era prática do mercado, a Deltec exerceu um importante papel na defesa dos acionistas, insistindo para que as empresas distribuíssem dividendos e exigindo delas a contratação de auditoria externa.

Nos anos de 1970, as companhias seguradoras começaram a ser incentivadas a entrar no mercado de ações. Nesse sentido, o Banco Central editou uma resolução (RES 157, de 10.09.1970) autorizando as agências bancárias a vender ações.

Mas as expectativas de um mercado organizado e que pudesse ser uma alternativa para financiar as empresas brasileiras, segundo o autor, só veio com o pensamento de Roberto Campos e Gouveia de Bulhões.

Precisamos criar uma sociedade na qual, efetivamente, a alocação de capitais seja dirigida não por um grupo de burocratas sentados em um órgão governamental e sim por uma sociedade que decida para onde irão esses recursos (CAMPOS;BULHÕES apud COSTA, 2006, p. 44).

Antes, porém, era preciso recuperar a credibilidade perdida com a grave crise especulativa de 1971, quando muitas famílias perderam suas poupanças.

Em um contexto de repressão política, de grande crescimento da indústria e de forte demanda pela regulação do mercado, cria-se em dezembro de 1976, com a Lei 6.385, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Na mesma data, promulga-se a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.).

Segundo Vieira e Mendes (2004, p. 105), “pode-se dizer que o grande marco legal para o desenvolvimento do mercado de capitais ocorreu a partir de 1976 com a Lei 6.404, embora em 1940 o Decreto-Lei 2.627 já tratasse do assunto”.

Afirma Barcellos (2007, p. 7): “A lei precisaria estruturar a grande empresa nacional, dar instrumentos jurídicos para ela se desenvolver e, ao mesmo tempo, oferecer um arcabouço de proteção aos acionistas minoritários da companhia aberta”.

Até então, o mercado de capitais brasileiro totalizava 387 empresas listadas na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa). e estava estruturado em torno do Estado, o seu principal indutor e agente fomentador. A Lei 6.404 regulamentava a estrutura básica que as empresas deveriam seguir em sua contabilidade, forma organizacional, direitos e deveres de dirigentes e acionistas, além de padronizar diversas práticas existentes (VIEIRA; MENDES, 2004, p. 105).

Para Vieira e Mendes (2004), apesar da previsão de questões como publicidade de informações, legalidade, responsabilização e prestação de contas, (fatores que estão associados a boas práticas de governança), a lei mostrava-se inclinada a privilegiar questões contratuais, o que denotava uma tendência a seguir os padrões norte-americanos.

No Brasil, durante um longo período o perfil dos investidores foi pautado pelo curto prazo. Frente a outros países emergentes, a alta liquidez fez do Brasil um mercado atrativo para capitais de curto prazo pouco preocupados com questões como dividendos, lucro, conselho de administração, práticas de gestão, dentre outros fatores. Adiciona-se, ainda, a evolução histórica de nosso mercado de capitais, calcado inicialmente em uma estrutura familiar e investidores institucionais que se posicionavam fora do controle da empresa (VIEIRA; MENDES, 2004, p. 106).

Muito se discutia sobre a Lei 6.404, enquanto a que criara a CVM despertava pouco interesse da imprensa e do Congresso Nacional. Esta autarquia, que derivou da SEC (órgão fiscalizador do mercado de capitais americano), segundo Barcellos (2007), começou efetivamente o seu trabalho no início de 1978, e não foram poucos os desafios para explicar e aplicar a lei. Era preciso, segundo a autora, um trabalho educativo concomitantemente às atividades de regulação e fiscalização.

Antes mesmo de o mercado de capitais ter a oportunidade de testar a 6.404 de forma abrangente, o reconhecimento no ambiente jurídico se evidenciava. Profissionais de países estrangeiros passaram a fazer consultas sobre as inovações da lei a seus autores e à recém-instalada CVM (BARCELLOS, 2007, p. 25).

Com a reformulação da Lei das S.A., a partir de 2001, o mercado de capitais deu um importante passo para incorporar as políticas de boa governança. (VIEIRA e MENDES, 2004),

Durante muito tempo os acionistas brasileiros, institucionais ou não, posicionaram-se fora da gestão da empresa, o que induzia a uma administração pouco transparente e que muitas vezes não objetivava a maximização dos resultados da empresa a longo prazo. Imbuir os acionistas brasileiros do espírito de propriedade que sua ação representa é uma tarefa importante que pode ser fortalecida com boas práticas de governança corporativa (VIEIRA; MENDES, 2004, p. 104).

Apesar dessa reforma e do fortalecimento de mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, com base nas boas práticas de governança, Gorga (2000) aponta que aspectos cruciais das várias propostas que aumentariam os direitos dos acionistas minoritários foram descartados durante o processo legislativo, dada a pressão de grupos de interesse de controladores.

Para a autora, a nova reforma da Lei das Sociedades Anônimas, apesar de ter sido apontada por muitos autores como um avanço considerável, foi tímida e insuficiente.

Em seu estudo, Gorga (2000, p. 320) sugere que “percepções subjetivas, refletidas na cultura e em regras informais, desempenham um papel primordial na estruturação de padrões de governança”. Dessa forma, tais regras podem emperrar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, devido à cultura de informalidade desenvolvida no País.

No Brasil, é comum a presença de um grande acionista controlador ou de um bloco de grandes acionistas. Segundo Silveira *et al.* (2004), essa concentração do controle ocorre principalmente pela emissão de duas classes de ações: com e sem direito a voto.

Para os autores, a grande emissão de ações preferenciais torna-se o principal mecanismo de separação entre a propriedade e o controle, permitindo aos majoritários manterem o controle com participação menor do que seria necessário se todas as ações possuíssem direitos iguais, o que permite a expropriação da riqueza dos pequenos investidores.

Shleifer e Vishny (1997) assumem que os sistemas de governança corporativa bem-sucedidos, como os dos Estados Unidos, Alemanha e Japão, conferem proteção legal significativa e um importante papel para grandes investidores. Essa combinação diferencia o sistema de governança desses países dos demais, os quais possuem mecanismos de proteção legal extremamente limitados.

Segundo Costa (2006), apesar de momentos difíceis ou, mesmo, de total paralisia, não se pode negar que o mercado de capitais brasileiro está melhor estruturado, com instituições mais aprimoradas e um melhor nível de regulação. O autor ressalta ainda uma maior preocupação das empresas com investidores minoritários.

O mercado de capitais apresenta-se cada vez mais competitivo, e as exigências por maior transparência nas práticas empresariais acentuam-se. Novos índices de bolsa foram criados para diferenciar o comportamento das ações de empresas que aderiram às boas práticas governança corporativa.

Pesquisa realizada por Lameira *et al.* (2007) alcançou resultados estatísticos muito significativos, sugerindo que a melhoria de práticas de governança corporativa já promoveu impacto no valor das companhias abertas listadas em bolsa cujas ações apresentem liquidez e volatilidade de preços.

Os tempos são outros. A comunicação flui em tempo real. O tradicional pregão de viva voz cedeu lugar as operações via internet. Apesar de todas as mudanças ocorridas durante os últimos cinquenta anos, para Costa (2006), os elementos básicos de um investimento continuam a ser: segurança, rentabilidade e liquidez.

### 3.2 GOVERNANÇA – DE PADRÕES DE CONDUTA A EXIGÊNCIAS LEGAIS

Os escândalos financeiros promovidos por grandes empresas norte-americanas em 2001 e 2002 foram um duro golpe para o mercado acionário internacional.

Analistas de mercado foram chamados a prestar esclarecimentos à Justiça sobre suas indicações de investimentos nas empresas envolvidas em manipulações contábeis.

Nos anos 1990, por falta de parâmetros e num ambiente de ganhos fáceis, o mercado acabou valorizando demais esses intangíveis, o que gerou uma enorme discrepância entre a avaliação das empresas, feita por um mercado ávido, e o que elas representavam, de fato, em termos de retorno econômico. A avaliação sobreestimada dessas empresas também foi auxiliada, em alguns casos, pela conduta antiética de alguns executivos – detentores de opções de ações (stock options) – que ao manipular os resultados contábeis subverteram sua finalidade principal (BERGAMINI JUNIOR, 2002, p. 38).

Segundo Borgerth (2007), pesquisa realizada entre 28 de março e 1º de abril de 2002 pela Bolsa de Nova York, com 2.050 pessoas revelou que a confiança nas informações divulgadas após os escândalos da empresa Enron reduzira drasticamente. Demonstrou-se que apenas 5% dos entrevistados ainda possuíam absoluta confiança nas informações divulgadas pelas empresas americanas.

Nesse contexto é que se inicia uma forte reação do Congresso americano. Na tentativa de restaurar o equilíbrio dos mercados, surge, em 30 de julho de 2002, a Lei Sarbanes-Oxley, que leva o nome dos congressistas Paul Sarbanes e Michel Oxley, resultando daí o termo como se tornou conhecida: Sox. Esta Lei relembra os idos de 1930, quando o *New Deal* (política de intervenção na economia, do presidente Franklin Roosevelt) foi adotado como medida de estabilização da economia, que vivia a chamada “grande depressão”. Efetivamente, fez emergir princípios importantes da governança corporativa e tornou-os obrigatórios a partir de então.

As empresas estrangeiras que comercializavam seus papéis no mercado americano também foram obrigadas a se enquadrar, tendo de investir alto para cumprir suas exigências.

Passada a crise do mercado internacional, a discussão agora tem seu foco na adequação da Sox em vários países, ressaltando-se a necessidade de observar as diferenças culturais de cada um deles e as características de seu mercado. Apesar de haver unanimidade quanto a importância da governança para a qualidade das informações, não se podem importar, pura e simplesmente, padrões americanos que não se encaixem na realidade de outros países. Por outro lado, é preciso estabelecer critérios mínimos para que se possa chegar o mais próximo possível a um consenso internacional, uniformizando regras gerais e minimizando os conflitos existentes.

No Brasil, em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa), uma entidade capaz de contar com o poder de auto-regulação, deu uma importante contribuição ao tema “Governança corporativa” no país. Ao instituir os níveis diferenciados de governança corporativa, estimulou o interesse dos investidores, exigindo o cumprimento de regras mais rigorosas por parte das empresas, com o objetivo de torná-las mais transparentes em suas ações perante o mercado.

Esta importante iniciativa fortaleceu o mercado acionário, permitindo melhor acompanhamento e fiscalização dos atos da administração e dos controladores, já que as regras existentes no País falham em seu aspecto societário.

Inicialmente, quando surgiu a idéia de se criar um nível diferenciado de listagem da Bovespa, pensou-se somente no Novo Mercado. Contudo, era preciso criar etapas para que houvesse uma migração paulatina e, dessa forma, reduzir a pressão sobre as empresas já listadas. Assim, criou-se, adicionalmente, os níveis 1 e 2 de governança corporativa.

No Novo Mercado, o nível mais exigente instituído pela Bovespa, uma de suas marcas registradas, é a submissão à regra de que as empresas só emitam ações ordinárias. Segundo a Bovespa, tal rigor se justifica para que se tenha um equilíbrio dos direitos de todos os acionistas, independente da sua condição de controlador ou de investidor. Como o acionista preferencial no Brasil sempre foi relegado a planos inferiores, esta medida traz equidade entre eles.

Arbitragem é outra característica importante, constante no nível 2 e no Novo Mercado. É pública e notória a morosidade dos tribunais deste País, bem como é sabido que o resultado de uma longa disputa judicial agrava ainda mais a relação conflituosa entre os gestores. Se isso ocorre, as empresas nesta situação tornam-se

vulneráveis. Não bastasse a variável tempo, ainda sofre-se com o despreparo do Judiciário para dirimir sobre questões societárias.

O nível 1 foi o primeiro a registrar adesões, pouco mais de seis meses após o lançamento oficial. Quinze companhias migraram em conjunto para este nível. Bancos de peso, como Itaú, Bradesco e Unibanco encabeçaram a lista.

Em abril de 2002, a Sabesp torna-se a primeira companhia aberta a migrar para o Novo Mercado. Dois meses mais tarde, é a vez de a Centrais Elétricas de Santa Catarina inaugurar o nível 2.

Em síntese, a premissa básica da migração para estes níveis, consiste em reduzir as incertezas no processo de avaliação e, conseqüentemente, o risco, a partir da qualidade nas informações prestadas. Esta última, por sua vez, contribui para o fortalecimento do mercado acionário brasileiro, que carece de alternativas mais baratas para o financiamento de suas empresas.

### **3.2.1 Requisitos a adesão ao nível 1**

Segundo a Bovespa, “a maior parte dos compromissos que as empresas do nível 1 assumem perante os investidores refere-se ao fornecimento de informações que auxiliam na avaliação sobre o valor da empresa”. As principais práticas agrupadas no nível 1 são:

- manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- realização de ofertas públicas de colocação de ações mediante mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial;
- cumprimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*; e
- disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.

### 3.2.2 Requisitos a adesão ao nível 2

Para a classificação como “Companhia nível 2”, além da aceitação das obrigações contidas no nível 1, a empresa e seus controladores adotam um conjunto bem mais amplo de práticas de governança e de direitos adicionais para os acionistas minoritários

Segundo a Bovespa, os compromissos assumidos neste nível “facilitam o acompanhamento e a fiscalização dos atos da administração e dos controladores da Companhia”. Buscam-se ainda, novas regras societárias que tragam melhor equilíbrio aos direitos de todos os acionistas, independentemente da sua condição de controlador ou investidor. Resumidamente, os critérios de listagem de companhias nível 2 são:

- mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- direito de voto às ações preferenciais em matérias como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- obrigatoriedade da realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro do nível 2; e
- adesão à Câmara de Arbitragem para a resolução de conflitos societários.

### 3.2.3 Requisitos a adesão ao Novo Mercado

Além das regras já descritas nos níveis anteriores, o Novo Mercado adiciona ao regulamento as seguintes questões:

- A empresa deve ter e emitir exclusivamente ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito de voto.
- Em caso de venda do controle acionário, o comprador estenderá a oferta de compra a todos os demais acionistas, assegurando-se o mesmo tratamento dado ao controlador vendedor.
- Em caso de fechamento de capital ou de cancelamento do contrato do Novo Mercado, o controlador ou a companhia, conforme o caso, fará uma oferta pública de aquisição das ações em circulação, tendo por base, no mínimo, o valor econômico da companhia, determinado por empresa especializada. A empresa especializada deve ser selecionada, em assembléia geral, a partir de uma lista tríplice indicada pelo Conselho de Administração. Não se computando os votos em branco, a escolha será feita por maioria de votos dos acionistas das ações em circulação presentes na assembléia que, se instalada em primeira convocação, deverá contar com a presença de, no mínimo, 20% do total das ações em circulação ou, se instalada em segunda convocação, poderá contar com a presença de qualquer número.
- O Conselho de Administração da Companhia deve ser composto por, no mínimo, cinco membros, com mandato unificado de no máximo dois anos.
- A Companhia não deve ter partes beneficiárias.

Cabe ressaltar que a Bovespa não registra automaticamente as empresas em seus níveis diferenciados de governança. Mesmo que voluntariamente as companhias atendam a todos os requisitos de listagem dos segmentos, demonstrando sua maturidade e o compromisso com uma gestão mais transparente, é necessária a assinatura do Contrato de Adoção de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, celebrado entre a Bovespa e a companhia, representada pelos seus administradores e seu acionista controlador.

### 3.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

#### 3.3.1 Evolução histórica

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. Esta associação tinha por objetivo cuidar dos interesses dos investidores institucionais, atuando como importante organismo de *lobby* para alterar a legislação americana. Dessa forma, os investidores passaram a concentrar mais seus votos nas assembleias gerais elegendo um maior número de conselheiros independentes.

Nessa mesma linha, Andrade e Rossetti (2004) destacaram o ativismo de Robert Monks.<sup>2</sup> Segundo eles, Monks era um empreendedor perspicaz e negociador habilidoso, tornando-se, mais tarde, um empresário bem-sucedido. Em sua jornada executiva, começa a perceber dicotomias na forma como as empresas eram governadas. O alvo de suas críticas centrava-se exatamente no conflito de interesses gerado por aqueles que dirigiam a empresa e seus verdadeiros donos, os acionistas. Enquanto estes últimos esperavam que o compromisso dos executivos contratados estivesse alinhado a uma política de maximização do valor de suas ações, os primeiros, por vezes, agiam interessados na manutenção de privilégios, mesmo que à custa de menor resultado.

Monks uniu esforços para que os fundos de pensão, proprietários de grandes corporações, passassem a ter voz ativa mediante o voto, na gestão de seus ativos. Segundo os autores, Monks foi um ativista e crítico ferrenho da falta de transparência nas empresas, chegando ao ponto de acompanhar cada edital de convocação e atas de assembleia, a fim de participar ativamente dessas reuniões, argumentando de maneira sólida na defesa de seus direitos.

<sup>2</sup> Robert Monks foi um empreendedor bem-sucedido, crítico de sua própria classe. Foi um importante ativista que mudou o curso da Governança Corporativa.

Exerceu, ainda, importante papel na organização de acionistas, unindo-os num bloco coeso, a fim de poderem representar suas opiniões. No afã de divulgar suas idéias, Monks foi além de seus discursos e publicou vários livros sobre o tema.

Outro marco importante revelado por Andrade e Rossetti (2004, p. 68) foi o *Relatório Cadbury*, divulgado, em 1992, no Reino Unido. Segundo os autores, “destacou-se pelo seu caráter pioneiro e por ter apresentado, em resposta a fortes pressões de influenciadores, um conjunto de novas propostas que atingiram em cheio a forma como vinham sendo governadas as corporações britânicas”. A ênfase deste relatório estava exatamente no papel dos Conselhos de Administração. Focava a importância da separação entre as responsabilidades de um Conselho de Administração e seus dirigentes. Os autores citam que as práticas de governança contidas no *Relatório* influenciaram efetivamente a alta gestão das corporações no Reino Unido, além de proporcionar a outros países, como Canadá, Estados Unidos, França e Austrália, bases comparativas para desenvolvê-la.

A percepção, fundamentada em comprovações de estudos acadêmicos da forte correlação direta entre a mobilização de mercados de capitais maduros e confiáveis, o crescimento dos negócios corporativos e o desenvolvimento econômico das nações, foi a motivação central do interesse da instituição pelos princípios da governança (ANDRADE; ROSSETTI, 2004, P. 72).

Um terceiro marco evidenciado por Andrade e Rossetti (2004) foi estabelecido pela organização multilateral denominada: “Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico” (OCDE), que também se preocupou em descrever uma relação de princípios fundamentais sobre governança corporativa. A OCDE deu maior visibilidade ao tema dada a sua capacidade de penetração e influência internacional. Nesse sentido, criou um grupo cujo objetivo era ajudar os países-membros a desenvolver princípios de boa governança corporativa. De forma clara, percebe-se que além da ênfase dada à separação dos papéis entre conselheiros e a direção executiva da empresa, reforça também a necessidade da boa relação entre a empresa e seus *stakeholders*.

Nota-se que o tema “Governança corporativa” evoluiu *pari passu* ao desenvolvimento dos mercados, partindo de uma iniciativa pessoal de inconformismo, passando pela constituição de uma comissão com alto grau de representatividade na Inglaterra e culminando com o interesse de uma organização multilateral sobre o tema.

Há que se ressaltar também, que seu surgimento se deu em países cuja característica do mercado acionário era de empresas com estruturas de propriedade pulverizadas, ao contrário do Brasil e da maioria das empresas mundo afora, que possuem estruturas de controle concentradas e, ao mesmo tempo, familiar.

Segundo estudo realizado pelo IBGC, McKinsey & Co. e Korn Ferry International (2001), 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, numa 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 transparência de gestão.

No estudo em foco, intitulado “Panorama da Governança Corporativa no Brasil”, foram citados vários fatores de pressão a favor dessas mudanças. Dentre 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 maior participação dos acionistas minoritários. Como conseqüência, estabeleceu-se um melhor relacionamento com o mercado e órgãos reguladores.

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

Enquanto o meio acadêmico procurou caracterizar e atribuir nomes a antigas práticas, como, por exemplo, a Teoria da Agência, os empreendedores, em outras épocas, despreocupados com os rótulos, procuravam estabelecer regras de conduta que resguardassem seus interesses (RICARDINO e MARTINS, 2004, p. 59).

Andrade e Rossetti (2004) defendem que há uma diversidade de conceitos envolvendo o tema “Governança corporativa”. Alertam que há um conjunto de expressões que estão presentes na maior parte dessas definições. Os principais, segundo os autores, são:

- *Direitos dos acionistas (shareholders)*
- *Direitos de outras partes interessadas (stakeholders)*
- *Conflitos de agência*
- *Sistema de relações*
- *Sistema de valores*
- *Sistema de governo*
- *Estrutura de poder*
- *Estrutura de regulação*
- *Padrões de comportamento*

Os autores acreditam que a ênfase a cada uma dessas expressões dependerá de cada grupamento. Alguns enfatizam *direitos dos acionistas e sistemas de relações*; outros *sistemas de governo e estruturas de poder*; outros *sistemas de valores e padrões de comportamento*; e outros *sistemas normativos*.

O IBGC, que contribui de forma decisiva para o tema no Brasil, define governança corporativa em seu código de melhores práticas, como:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativas têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade (IBGC, 2006, p. 6).

Segundo este Instituto, a expressão *governança corporativa* “é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício”.

De acordo com a cartilha divulgada pela Comissão de Valores Mobiliários (2002, p. 2), governança corporativa é “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes envolvidas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital”.

A OCDE traz uma relação de princípios fundamentais sobre governança corporativa, os quais buscam garantir a base de um sistema de governança eficaz, por meio da transparência dos mercados, da garantia dos direitos dos acionistas, cujo tratamento deve basear-se na equidade entre eles, do reconhecimento dos direitos de outras partes interessadas, estimulando a cooperação mútua, com divulgação transparentes de questões relevantes relacionadas às empresas e de um Conselho de Administração forte e capaz de garantir a orientação estratégica da empresa, sendo responsável por monitorar as ações da administração.

Em síntese utilizam-se as palavras de Lodi (2000, p. 32): “Governança corporativa é um novo nome para o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa liderados pelo Conselho de Administração”.

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 o 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), independente da definição usada, o conceito dos pesquisadores sobre governança corporativa, frequentemente encaixa-se em um dos 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”.

As autoras relatam a existência de quatro modelos de governança corporativa identificados na literatura acadêmica.

No primeiro modelo, denominado “financeiro”, a característica marcante é o enfoque dado ao retorno financeiro dos investidores. No segundo, o dos *Stakeholders*, é preconizada a responsabilidade social. No terceiro, é dada ênfase a questões institucionais, e por isso denomina-se “político”. Por último, tem-se o modelo “procuradoria”, que valoriza o poder de os gerentes criarem valores tangíveis e intangíveis.

Independente da época, o que se pode concluir é que o tema “Governança corporativa”, surgiu como forma de mitigar conflitos existentes entre os executivos contratados pela empresa e seus acionistas na tentativa de alinhar seus interesses, evitando o chamado “Problema de agência.”

### **3.3.2 O problema de agência**

No Brasil, mesmo as sociedades anônimas de capital aberto são regidas por mãos de poderosos grupos familiares, diferentemente do que acontece nos Estados Unidos, onde o controle é pulverizado. Não obstante, 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, característica marcante das empresas brasileiras, o conflito de agência no Brasil se dá entre os acionistas controladores e os minoritários, pois os últimos são alijados de participar de decisões importantes. Como decorrência dessa concentração, os minoritários são reféns dos administradores, pois a 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 idéia 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 por meio 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”.

Embora a literatura consagre a segunda metade do século XX como o início das tentativas de regulamentar e consolidar as práticas de Governança Corporativa, é intuitivo que a preocupação com a “maximização do desempenho da empresa e acesso ao capital sempre foi uma das preocupações dos investidores, entendidos como tal o dono do capital que não participa diretamente da gestão da empresa, mas tão somente de seus resultados (RICARDINO; MARTINS, 2004 p. 51).

Ross, Westerfield e Jordan (1998, p. 44) resumem problema de agência como “a possibilidade de haver conflito de interesse entre os proprietários e os administradores da empresa”.

Segundo Gitman (2001), problema de agência é a possibilidade de os administradores colocarem seus objetivos pessoais à frente dos objetivos da empresa. Dois fatores serviriam para que os problemas de agência fossem evitados ou minimizados. O primeiro deles diz respeito às forças de mercado e o segundo refere-se aos custos de agência. Para ele, as forças de mercado são aquelas

representadas por grandes investidores institucionais que podem e exercem pressão sobre a administração. Já os custos de agência têm por objetivo atrelar a remuneração do executivo ao preço da ação, para que ele fique alinhado com a meta de maximização da riqueza dos acionistas.

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.

Em artigo editado pelo *Financial Times* e publicado por *Valor Econômico* em 23/06/05, B. Espen Eckbo se reporta a advertência feita em 1776 pelo economista Adam Smith:

Os diretores das empresas (de capital aberto) são administradores do dinheiro das outras pessoas e não do seu próprio, e não se pode esperar que eles cuidem dele com a mesma vigilância ansiosa (dos donos). Negligência e esbanjamento, portanto, sempre prevalecem, mais ou menos, na gestão das questões dessas empresas (*Valor Econômico*, 23/06/05).

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 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 (SIFFERT FILHO, 1999).

### **3.3.3 Estudos relevantes sobre o tema**

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 o desempenho das empresas.

Segundo Gillan (2006), os pesquisadores estudam diferentes dimensões da governança que 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, dentre 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, estes resultados apontam para uma maior contribuição na maximização do valor da empresa se for adotada a regra de uma ação-um voto.

Schiechll 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 por acionistas majoritários e por 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 estes cargos obtiveram maior valor de mercado, refletido pelo valor de suas ações, corroborando, assim, as recomendações feitas tanto pela CVM quanto pelo IBGC.

Entretanto, nesta 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 destes 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 familiares 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. Este 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. Nesta pesquisa, o foco foi ampliado para outras empresas, que 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, este resultado indica que a forma como estes negócios são conduzidos minimiza o risco incidente sobre os ativos negociados em bolsa.

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 nestes 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), em que 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.

## **4. METODOLOGIA**

### **4.1 TIPO DE PESQUISA**

Segundo Vergara (2003), existem diversos taxionomas de tipos de pesquisa, porém destaca dois critérios básicos: quanto aos fins; e quanto aos meios.

Quanto aos fins, esta pesquisa se enquadra como descritiva, na medida em que “expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza” (Vergara, 2003). Desta forma, quando se traça o comportamento das empresas antes e depois de sua adesão aos níveis diferenciados de governança corporativa, está-se correlacionando tais informações, a fim de responder à indagação do problema proposto. Na perspectiva dessa mesma autora, pode-se também classificar esta pesquisa como *ex post facto*, pois refere-se à análise de um fato já ocorrido que abrangerá o período entre 2001 a 2006, não se utilizando de variáveis possíveis de serem manipuladas.

Quanto aos meios, é documental e bibliográfica, pois, além de investigar os documentos das empresas estudadas, busca fundamentação em base de dados de empresas especializadas e de material publicado em livros, jornais, revistas e sites especializados.

### **4.2 UNIVERSO E AMOSTRA PESQUISADA**

A seleção da amostra foi não-probabilística, intencional. (VERGARA, 2003). Do universo de 12 empresas do setor Elétrico constantes nos níveis diferenciados da Bovespa, devido a limitações na obtenção dos dados completos das outras empresas, a população amostral, nesse estudo de multi-casos, contemplará 8 empresas, com suas respectivas ações, conforme demonstrado no Quadro 4.

QUADRO 4: Lista de empresas selecionadas

<b>Empresa (SIGLA)</b>	<b>BOVESPA</b>	<b>Tipo de ação</b>
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

### 4.3 TRATAMENTO E ANÁLISE DOS DADOS

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 no item Problema 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 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.

Desta 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, será 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.

A seguir tem-se a definição operacional das variáveis.

#### **4.4 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, nível 2 e Novo Mercado abarcam de forma crescente as boas práticas de governança corporativa.

## **4.5 VARIÁVEIS DEPENDENTES – INDICADORES DE MERCADO**

Preocupando-se em não restringir a análise apenas à utilização de índices extraídos das Demonstrações Contábeis destas empresas, justifica-se a utilização dos indicadores de mercado como forma de mensurar seu desempenho.

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

### **4.5.1 Preço das ações - PA**

Este indicador reflete o preço da ação ao final de cada mês. Aguiar, Corrar e Batistella (2004) utilizaram em seu estudo o preço médio de ações para medir sua variação após a adesão de 12 empresas ao nível 1 de governança corporativa da Bovespa.

Para as demais variáveis dependentes, a pesquisa assumiu outros indicadores que não só aqueles utilizados nos demais estudos empíricos, a fim de aumentar o leque de observações e, conseqüentemente, as conclusões acerca de seu desempenho.

### **4.5.2 Preço / Valor Patrimônio – PPL**

Este índice é calculado pela relação entre o valor de uma ação e 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.

#### **4.5.3 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.

#### **4.5.4 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).

### **4.6 VARIÁVEIS DE COMPARAÇÃO**

Conforme relatado anteriormente, também será aplicado o teste U para as variáveis IBOV e IEE, obtidas no sítio da Bovespa, permitindo, assim, a comparação entre o desempenho das empresas e os respectivos índices para o mesmo período.

#### **4.6.1 Ibovespa – IBOV**

Em 1968, a Bolsa de Valores de São Paulo lança o índice Bovespa, popularmente conhecido como IBOVESPA, que pode ser conceituado, segundo Leite (1994), como sendo “o valor de uma carteira teórica (obtido pela somatória dos produtos dos preços de mercado de cada uma das ações componentes pelas respectivas quantidades teóricas)”. Segundo o autor, as quantidades teóricas de ações são estabelecidas com base em sua negociabilidade anual. Assim, obtém-se

a participação percentual do movimento em reais de uma ação nos últimos doze meses, em relação ao movimento geral da Bolsa para o mesmo período.

Estabelecido o critério para participação das empresas no índice IBOVESPA, tem-se um processo padronizado para avaliação das oscilações do mercado.

#### **4.6.2 Índice do Setor de Energia Elétrica – IEE**

De maneira idêntica ao índice anterior, os índices setoriais têm o objetivo de oferecer uma visão segmentada do comportamento dos mercados de ações. Para a Bovespa, “eles são constituídos pelas empresas abertas mais significativas de setores específicos, representando uma medida do comportamento agregado do segmento econômico considerado”.

O IEE foi o primeiro índice setorial da Bovespa. Lançado em agosto de 1996, tem o objetivo de medir o desempenho das ações do setor Elétrico e “constitui-se em um instrumento que permite a avaliação da *performance* de carteiras especializadas nesse setor”.

Segundo a Bovespa, “o lançamento do IEE visou promover o desenvolvimento do mercado acionário e de sua liquidez, criando novas oportunidades de negócio para as corretoras e os investidores”.

## **5. ANÁLISE DOS RESULTADOS**

Neste capítulo, analisa-se o resultado da pesquisa, segregando as empresas pelo nível de governança em que se encontram. Faz-se a contextualização do panorama macroeconômico do período analisado para cada companhia e, em seguida, descreve-se o teste de Mann-Whitney (teste U), para verificar se as alterações nas variáveis de desempenho foram ou não significativas após a adesão aos níveis diferenciados da Bovespa, conforme descrito na metodologia.

Em seguida, se confirmada a melhora do desempenho das variáveis dependentes, calcula-se o coeficiente de correlação, a fim de verificar se este desempenho guarda relação com os índices de mercado, IBOV e IEE.

### **5.1 EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 1 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA**

#### **5.1.1 CEMIG – Contextualização**

Para a Companhia Energética de Minas Gerais, que, em 17/10/2001, aderiu ao nível 1 de governança corporativa da Bovespa, analisou-se o comportamento dos índices no período compreendido entre 30/04/2001 e 31/03/2002.

Na análise dos fatores macroeconômicos, este intervalo foi caracterizado, inicialmente, pela instabilidade dos cenários nacional e internacional no começo de 2001.

O mês de setembro, mais especificamente, foi marcado pelos ataques terroristas aos EUA, o que trouxe incertezas quanto às conseqüências sobre o cenário político-econômico do resto do mundo.

Internamente, o racionamento de energia imposto pelo governo contribuiu para o quadro de incertezas quanto ao rumos da economia, especialmente para as empresas do setor Elétrico. O otimismo voltou ao mercado no final de outubro, com a melhora do cenário internacional.

Internamente, o bom desempenho do mercado esteve ligado à forte reação da balança comercial, com um superávit de US\$ 2 bilhões em 2001, o que contribuiu para a queda da cotação do dólar.

O equilíbrio nas contas públicas, com uma seqüência de superávits fiscais, concomitantemente ao abrandamento das metas do racionamento de energia, trouxe grande contribuição para o desempenho do mercado.

Essa reversão de expectativas no cenário acionário fez com que este mercado apresentasse forte alta no último trimestre de 2001, o que, segundo dados da Bovespa, não foi suficiente para reverter a queda acumulada do Ibovespa no ano.

Já no início de 2002 as perspectivas sobre o desempenho da economia brasileira eram favoráveis. Houve redução da taxa básica de juros de 19% a.a. para 18,5% a.a. (0,25% em fevereiro e 0,25% em março).

Outra notícia favorável foi o anúncio do fim do racionamento de energia elétrica. Entretanto, a partir de meados de março as incertezas relacionadas à sucessão presidencial levaram a uma fase de instabilidade do mercado, que passou a apresentar comportamento predominantemente negativo.

O Gráfico 1 descreve o comportamento dos índices Ibovespa e IEE para o período.

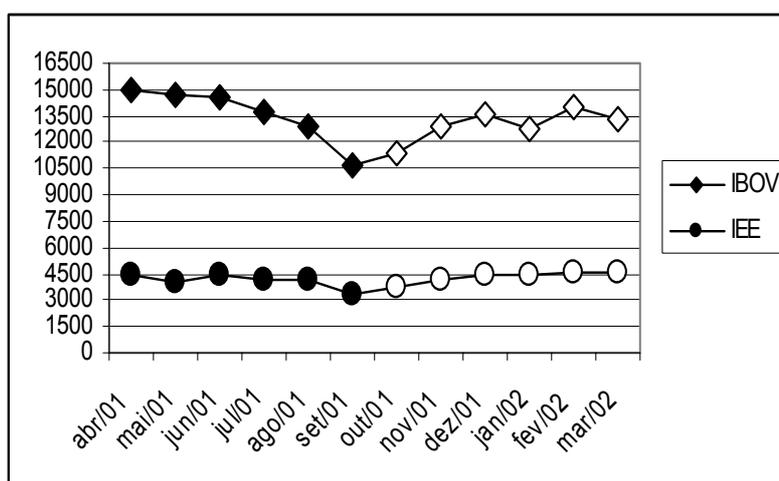


Gráfico 1: Evolução do IBOV e IEE - CEMIG  
Fonte: Dados da pesquisa

### 5.1.1.1 CEMIG – ON – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação CEMIG ON, constatou-se que a variação ocorrida após a adesão desta empresa ao nível 1 de governança foi significativa e positiva apenas para as variáveis PA e PPL, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney, mesmo não havendo variações significativas do índice IBOVESPA e do IEE, conforme se comprova na Tabela 2.

**TABELA 2**  
Teste U - CEMIG - ON

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	3,000	2,500	12,500	16,500	11,000	12,000
Wilcoxon W	24,000	23,500	33,500	37,500	32,000	33,000
Z	-2,402	-2,704	-,959	-,241	-1,121	-,961
Asymp. Sig. (2-tailed)	,016	,007	,337	,810	,262	,337
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,015 <sup>a</sup>	,009 <sup>a</sup>	,394 <sup>a</sup>	,818 <sup>a</sup>	,310 <sup>a</sup>	,394 <sup>a</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

O indicador PA, que representa o preço da ação ao final de cada mês, mostra que, apesar das oscilações do período, o preço da ação sobe significativamente após a adesão ao nível 1 de governança corporativa (Gráfico 2).

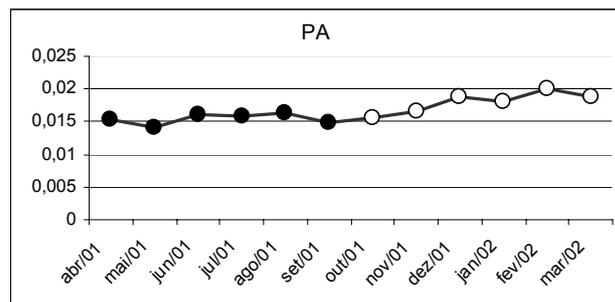


Gráfico 2: Evolução do PA – Cemig ON  
Fonte: Dados da pesquisa

O mesmo acontece com o indicador PPL, calculado pela relação entre o valor de uma ação e seu respectivo valor patrimonial por ação. Apesar de ter tido menor oscilação que o anterior, segue o mesmo padrão de crescimento após a adesão ao nível 1 de governança corporativa (Gráfico 3).

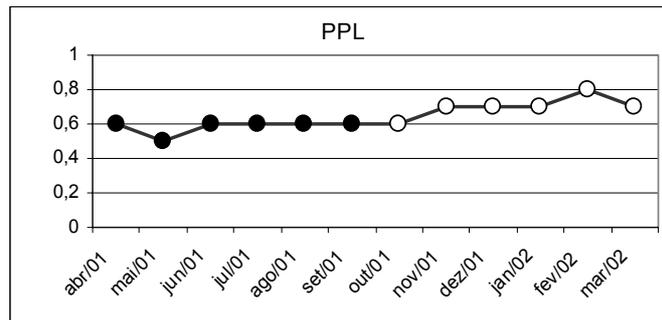


Gráfico 3: Evolução do PPL – Cemig ON  
Fonte: Dados da pesquisa

Entretanto, o que se pode observar pelo resultado do teste de Correlação demonstrado na TAB. 3, é que, apesar do aumento significativo da variável PA, após a adesão ao nível 1 de governança, apresentado pelo Teste *U*, esta melhora pode ter sido influenciada pela própria tendência de subida do mercado, uma vez que encontrou-se correlação significativa estatisticamente a 5% entre esta variável e a variável de mercado IEE.

Em se tratando do indicador PPL, o resultado indicou fraca correlação com os índices de mercado, corroborando a idéia de que a adesão desta empresa ao nível 1 de governança favoreceu o desempenho deste índice.

**TABELA 3**  
Coeficiente de Correlação - CEMIG - ON

		PA	PPL	IBOV	IEE
PA	Pearson Correlation	1	,916**	,108	,673*
	Sig. (2-tailed)	.	,000	,738	,016
	N	12	12	12	12
PPL	Pearson Correlation	,916**	1	-,040	,511
	Sig. (2-tailed)	,000	.	,902	,090
	N	12	12	12	12
IBOV	Pearson Correlation	,108	-,040	1	,747**
	Sig. (2-tailed)	,738	,902	.	,005
	N	12	12	12	12
IEE	Pearson Correlation	,673*	,511	,747**	1
	Sig. (2-tailed)	,016	,090	,005	.
	N	12	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Fonte: Dados da pesquisa

### 5.1.1.2 CEMIG – PN – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação CEMIG PN, constatou-se que a variação ocorrida após a adesão desta empresa ao nível 1 de governança foi significativa e positiva para as variáveis PA, PPL e PSR, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney, mesmo não havendo variações significativas do índice IBOVESPA e do IEE para o período (TAB. 4).

**TABELA 4**  
Teste U - CEMIG - PN

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	2,000	1,000	6,000	13,500	11,000	12,000
Wilcoxon W	23,000	22,000	27,000	34,500	32,000	33,000
Z	-2,562	-2,844	-2,147	-,727	-1,121	-,961
Asymp. Sig. (2-tailed)	,010	,004	,032	,467	,262	,337
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,009 <sup>a</sup>	,004 <sup>a</sup>	,065 <sup>a</sup>	,485 <sup>a</sup>	,310 <sup>a</sup>	,394 <sup>a</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

O indicador PA mostra pouca oscilação no período, mantendo uma trajetória crescente após a adesão ao nível 1 de governança corporativa, sofrendo leve queda ao final do período. (Gráfico 4).

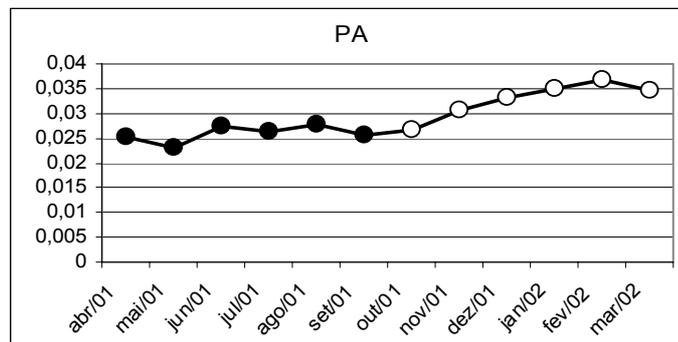


Gráfico 4: Evolução do PA – Cemig PN  
Fonte: Dados da pesquisa

O índice PPL mantém o padrão do índice anterior, seguindo uma trajetória crescente após a adesão ao nível 1 de governança corporativa e estabilizando-se num patamar mais alto nos últimos quatro períodos (Gráfico 5).

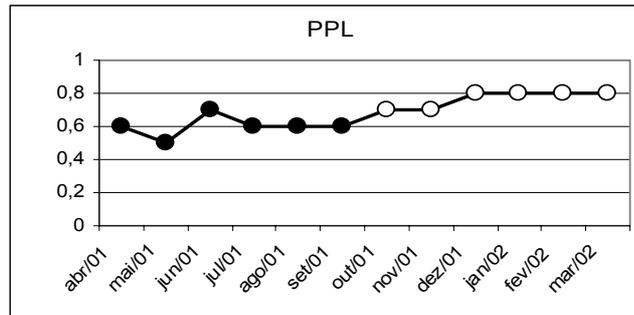


Gráfico 5: Evolução do PPL – Cemig PN  
Fonte: Dados da pesquisa

O índice PSR, que reflete o resultado do preço de uma ação em relação à receita líquida operacional por ação, mostra que apesar das oscilações do período, mantém-se após a adesão ao nível 1 de governança corporativa, em um patamar mais alto que o período anterior (Gráfico 6).

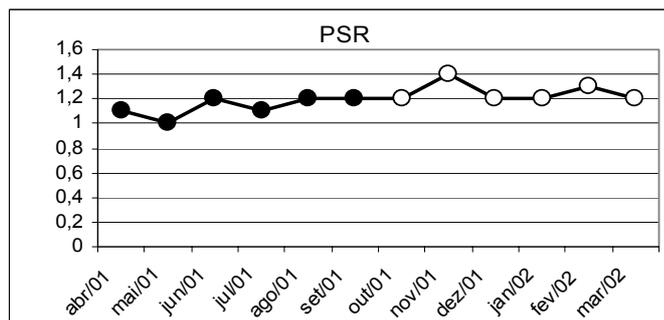


Gráfico 6: Evolução do PSR – Cemig PN  
Fonte: Dados da Pesquisa

Na análise de correlação, evidenciada na TAB. 5, o que se pode observar é que, apesar da melhora significativa do desempenho da variável PA, após a adesão ao nível 1 de governança, apresentado pelo Teste *U*, esta pode ter sido influenciada pela própria tendência de subida do mercado, uma vez que entre ela e o IEE houve correlação significativa estatisticamente a 5%.

Em se tratando dos indicadores PPL e PSR, o resultado indicou fraca correlação com os índices de mercado, corroborando a idéia de que a adesão desta empresa ao nível 1 de governança favoreceu o desempenho destas variáveis

**TABELA 5**  
Coeficiente de correlação - CEMIG - PN

		PA	PPL	PSR	IBOV	IEE
PA	Pearson Correlation	1	,925**	,600*	-,016	,590*
	Sig. (2-tailed)	.	,000	,039	,960	,043
	N	12	12	12	12	12
PPL	Pearson Correlation	,925**	1	,606*	-,090	,508
	Sig. (2-tailed)	,000	.	,037	,780	,092
	N	12	12	12	12	12
PSR	Pearson Correlation	,600*	,606*	1	-,339	,069
	Sig. (2-tailed)	,039	,037	.	,281	,831
	N	12	12	12	12	12
BOV	Pearson Correlation	-,016	-,090	-,339	1	,747**
	Sig. (2-tailed)	,960	,780	,281	.	,005
	N	12	12	12	12	12
EE	Pearson Correlation	,590*	,508	,069	,747**	1
	Sig. (2-tailed)	,043	,092	,831	,005	.
	N	12	12	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Fonte: Dados da pesquisa

### 5.1.2 CESP – Contextualização

Para a Companhia Energética de São Paulo, que, em 28/07/2006, aderiu ao nível 1 de governança corporativa da Bovespa, analisou-se o comportamento dos índices no período compreendido entre 01/01/2006 e 31/12/2006.

Em 2006, os investimentos em ações, pelo quarto ano consecutivo, proporcionaram aos investidores no Brasil o melhor retorno financeiro, encerrando o ano em 44.473 pontos. O Ibovespa registrou uma valorização nominal de 32,9% e de 45,5% em relação à variação do dólar no período.

Na análise dos fatores macroeconômicos, este intervalo foi inicialmente caracterizado, segundo a Bovespa (2007), pelo grande destaque da rentabilidade da bolsa de valores em janeiro, batendo recorde histórico de pontuação por dez vezes.

Segundo dados da Bovespa (2007), o comportamento do mercado acionário durante o ano de 2006 pode ser dividido em três períodos distintos. No primeiro, até 9 de maio, o bom desempenho foi marcado pelo grande fluxo de investimentos dos países desenvolvidos para os mercados emergentes. Este desempenho foi principalmente estimulado pela expectativa de que o ciclo de elevação de juros americanos estaria próximo ao seu final. Além disso, houve redução da taxa básica de juros brasileira, aliada à expectativa de bons resultados nos balanços das empresas e à manutenção do risco-Brasil em níveis reduzidos.

Neste período, vale destacar a divulgação da Medida Provisória n. 281, em fevereiro, que reduziu de 15% para zero a alíquota do imposto de renda para estrangeiros que aplicarem recursos em títulos públicos federais e em fundos de investimento em empresas emergentes. Além disso, isentou a incidência de CPMF para quem adquirir ações distribuídas em ofertas públicas.

No cenário internacional, a economia americana contribuiu para a manutenção de um ambiente de baixa aversão ao risco.

No segundo período, entre 10 de maio e 22 de setembro, houve grande volatilidade, acumulando uma desvalorização de 17,1%. A possibilidade de que os juros no mercado internacional subissem mais do que o esperado e, conseqüentemente, de que a liquidez do mercado acionário diminuiria de forma acentuada trouxe um clima de insegurança para os mercados de capitais mundiais.

No último período de 2006, iniciado em 25 de setembro, o mercado acionário brasileiro mostrou-se predominantemente em alta, sendo fortemente influenciado pelo ambiente favorável do mercado internacional.

O GRÁF. 7 descreve o comportamento dos índices Ibovespa e IEE para o período.

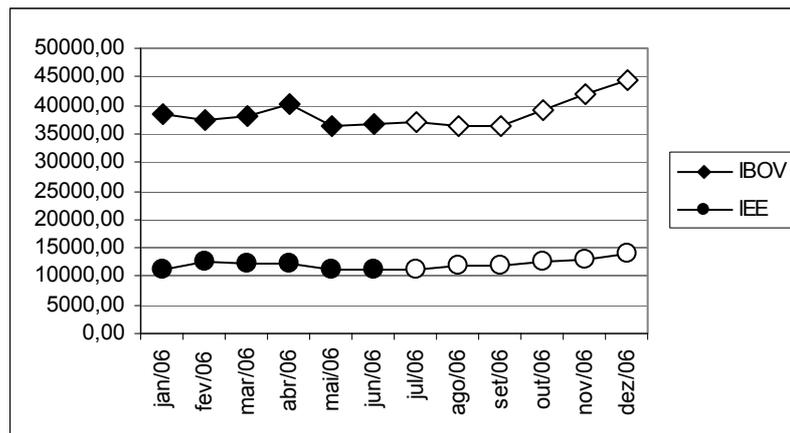


Gráfico 7: Evolução do IBOV e IEE - CESP  
Fonte: Dados da pesquisa

#### 5.1.2.1 CESP – ON – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação CESP ON, constatou-se que a variação ocorrida após a adesão desta empresa ao nível 1 de Governança, só foi significativa (entretanto, negativa) para variável PA, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney, não havendo, portanto, variações significativas para os demais índices, inclusive do IBOVESPA e do IEE, conforme se comprova na Tabela 6 e no Gráfico 8.

**TABELA 6**  
Teste U - CESP - ON

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	5,000	8,500	11,500	12,000	17,000	11,000
Wilcoxon W	26,000	29,500	32,500	33,000	38,000	32,000
Z	-2,082	-1,586	-1,046	-,962	-,160	-1,121
Asymp. Sig. (2-tailed)	,037	,113	,295	,336	,873	,262
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,041 <sup>a</sup>	,132 <sup>a</sup>	,310 <sup>a</sup>	,394 <sup>a</sup>	,937 <sup>a</sup>	,310 <sup>a</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

O índice PA teve forte valorização de janeiro para fevereiro. Logo após, segue uma trajetória decrescente, mesmo após a adesão ao nível 1 de governança corporativa, recuperando-se um pouco nos três últimos períodos.

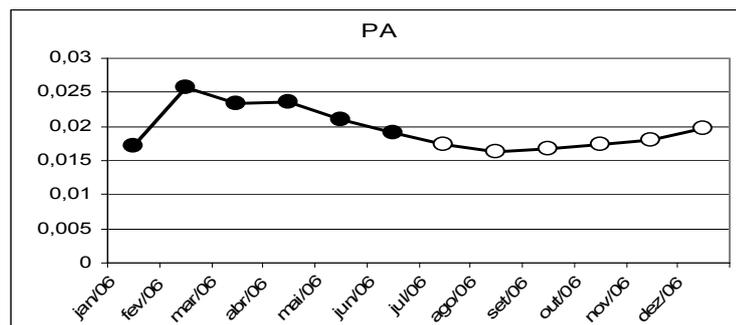


Gráfico 8: Evolução do PA – Cesp ON  
Fonte: Dados da pesquisa

Conforme evidenciado na TAB. 7, também não se comprovou correlação entre os indicadores de mercado que justificasse a piora do desempenho do índice PA.

**TABELA 7**  
Coeficiente de Correlação - CESP - ON

		PA	IBOV	IEE
PA	Pearson Correlation	1	,098	,231
	Sig. (2-tailed)	.	,763	,471
	N	12	12	12
IBOV	Pearson Correlation	,098	1	,835**
	Sig. (2-tailed)	,763	.	,001
	N	12	12	12
IEE	Pearson Correlation	,231	,835**	1
	Sig. (2-tailed)	,471	,001	.
	N	12	12	12

\*\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Fonte: Dados da pesquisa

### 5.1.2.2 CESP – PNA – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação CESP PNA, não se constatou variação significativa ocorrida após a adesão desta empresa ao nível 1 de governança, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney, não havendo também variações significativas do índice IBOVESPA e do IEE, conforme se comprova na Tabela 8.

**TABELA 8**  
Teste U - CESP - PNA

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	7,000	9,000	9,500	13,000	17,000	11,000
Wilcoxon W	28,000	30,000	30,500	34,000	38,000	32,000
Z	-1,761	-1,511	-1,383	-,801	-,160	-1,121
Asymp. Sig. (2-tailed)	,078	,131	,167	,423	,873	,262
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,093 <sup>a</sup>	,180 <sup>a</sup>	,180 <sup>a</sup>	,485 <sup>a</sup>	,937 <sup>a</sup>	,310 <sup>a</sup>

Fonte: Dados da Pesquisa

### 5.1.3 ELETROBRÁS – Contextualização

Para a Centrais Elétricas Brasileiras S.A., que, em 29/09/2006, aderiu ao nível 1 de governança corporativa da Bovespa, analisou-se o comportamento dos índices no período compreendido entre 31/03/2006 e 28/02/2007.

Complementarmente à contextualização realizada para a Companhia Energética de São Paulo, em 2006, o mercado acionário mostrou, em janeiro de 2007, volatilidade significativa, oscilando de acordo com a evolução do cenário externo, especialmente o americano. O Ibovespa encerrou o mês com leve alta. Em fevereiro, após apresentar-se em alta durante quase todo o mês, o Ibovespa reverteu sua trajetória ascendente, encerrando o mês com queda de 1,6% em termos nominais e de 1,4% em dólar. A influência do cenário internacional sobre o comportamento do mercado acionário brasileiro refletiu positivamente em diversos

indicadores, como a queda do dólar e do risco-país, que, segundo a Bovespa (2007), caiu para 178 pontos, o menor nível da história.

Entretanto, no dia 27, a divulgação de notícias de que o governo chinês poderia adotar medidas restritivas à atuação de especuladores em seu mercado acionário e de uma possível desaceleração forçada no ritmo de crescimento do país, concomitantemente às advertências feitas pelo ex-presidente do FED sobre uma possível recessão dos EUA no final do ano, abalaram a confiança dos investidores em nível mundial, impactando negativamente os mercados. Assim, o Ibovespa encerrou o dia em queda de 6,6%, invertendo a alta até então registrada no mês.

O GRÁF. 9 descreve o comportamento dos índices Ibovespa e IEE para o período.

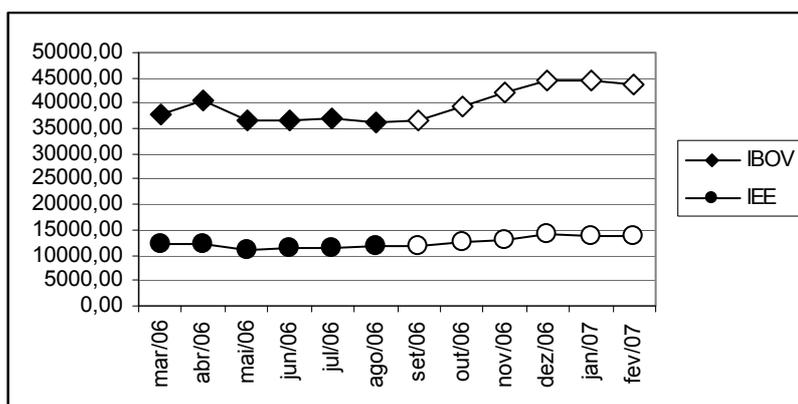


Gráfico 9: Evolução do IBOV e IEE – ELETROBRAS  
Fonte: Dados da pesquisa

### 5.1.3.1 ELETROBRÁS – ON – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação ELETROBRAS ON, constatou-se que a variação ocorrida após a adesão desta empresa ao nível 1 de Governança, foi significativa apenas para variável EE, mas de forma negativa, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney. Para os demais indicadores não houve variações significativas positivas, exceto para o índice de mercado IEE, conforme se comprova na TAB 9.

**TABELA 9**  
**Teste U – ELETROBRÁS - ON**

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	15,000	15,000	17,000	1,000	6,000	2,000
Wilcoxon W	36,000	36,000	38,000	22,000	27,000	23,000
Z	-,480	-,561	-,162	-2,722	-1,922	-2,562
Asymp. Sig. (2-tailed)	,631	,575	,872	<b>,006</b>	,055	<b>,010</b>
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,699 <sup>a</sup>	,699 <sup>a</sup>	,937 <sup>a</sup>	,004 <sup>a</sup>	,065 <sup>a</sup>	,009 <sup>ε</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

O índice EE, que retorna o resultado da divisão do valor de mercado de uma ação mais a dívida total líquida e a participação dos acionistas minoritários pelo lucro operacional, sofre pouca oscilação durante o período. Entretanto, após a adesão ao nível 1 de governança corporativa, começa uma trajetória decrescente, sofrendo forte desvalorização a partir dezembro (Gráfico 10).

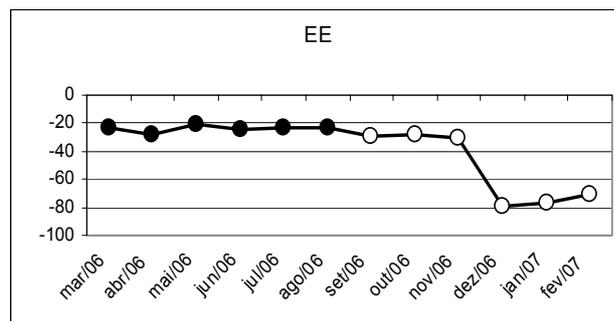


Gráfico 10: Evolução do EE – Eletrobrás ON  
 Fonte: Dados da pesquisa

Apesar desta brusca queda do índice EE, não há correlação positiva entre os indicadores de mercado que explique sua redução. O que se observa é uma correlação significativa negativa a 1% (TAB 10).

**TABELA 10**  
**Coefficiente de Correlação - ELETROBRAS - ON**

		EE	IBOV	IEE
EE	Pearson Correlation	1	-,892**	-,906*
	Sig. (2-tailed)	.	,000	,000
	N	12	12	12
IBOV	Pearson Correlation	-,892**	1	,952*
	Sig. (2-tailed)	,000	.	,000
	N	12	12	12
IEE	Pearson Correlation	-,906**	,952**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	.
	N	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Fonte: Dados da Pesquisa

### 5.1.3.2 ELETROBRÁS – PNB – Indicadores

Para a ação ELETROBRAS PNB, constatou-se que a variação ocorrida após a adesão desta empresa ao nível 1 de Governança foi significativa apenas para variável EE. Entretanto, tal variação se deu de forma negativa (TAB 11).

**TABELA 11**  
Teste U – ELETROBRÁS - PNB

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	15,000	12,000	15,500	,000	6,000	2,000
Wilcoxon W	36,000	33,000	36,500	21,000	27,000	23,000
Z	-,480	-1,483	-,409	-2,882	-1,922	-2,562
Asymp. Sig. (2-tailed)	,631	,138	,683	<b>,004</b>	,055	<b>,010</b>
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,699 <sup>a</sup>	,394 <sup>a</sup>	,699 <sup>a</sup>	,002 <sup>a</sup>	,065 <sup>a</sup>	,009 <sup>a</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

A exemplo da ação Eletrobrás ON, o índice EE da ação Eletrobrás PN também sofre pouca oscilação durante o período. Entretanto, após a adesão ao nível 1 de governança corporativa, começa uma trajetória decrescente, sofrendo forte desvalorização a partir dezembro (Gráfico 11)

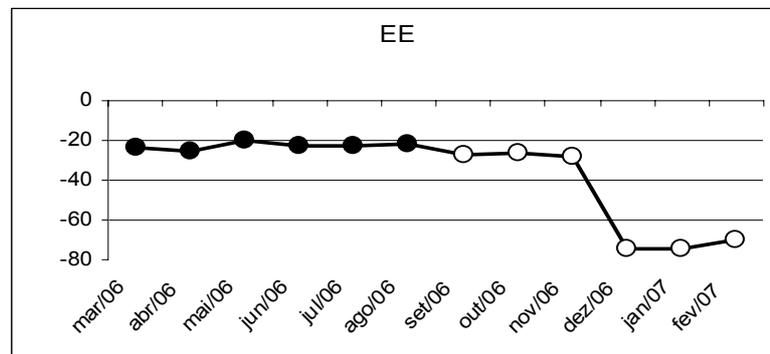


Gráfico 11: Evolução do EE – Eletrobrás PNB

Fonte: Dados da pesquisa

Apesar dessa brusca queda do índice EE, a correlação entre os índices de mercado é negativa a 1%, não justificando, portanto sua desvalorização após a adesão ao nível 1 de governança corporativa (TAB 12).

**TABELA 12**  
Coeficiente de Correlação - ELETROBRAS - PNB

		EE	IBOV	IEE
EE	Pearson Correlation	1	-,886**	-,901**
	Sig. (2-tailed)	.	,000	,000
	N	12	12	12
IBOV	Pearson Correlation	-,886**	1	,952**
	Sig. (2-tailed)	,000	.	,000
	N	12	12	12
IEE	Pearson Correlation	-,901**	,952**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	.
	N	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Fonte: Dados da pesquisa

#### 5.1.4 TRAN PAULIST – Contextualização

Para a Companhia de Transmissão de Energia Elétrica Paulista, que, em 18/09/2002, aderiu ao nível 1 de governança corporativa da Bovespa, analisou-se o comportamento dos índices no período compreendido entre 31/03/2002 e 28/02/2003.

Segundo a Bovespa (2007), no Brasil, o ano de 2002 iniciou-se com perspectivas favoráveis em relação ao desempenho da economia, havendo redução da taxa básica de juros e o anúncio do fim do racionamento de energia elétrica.

Entretanto, a partir de março, as incertezas relacionadas à sucessão presidencial e a conseqüente volatilidade do mercado de ações, trouxeram dúvidas quanto à continuidade de uma política econômica marcada pela austeridade fiscal, cumprimento de metas de inflação e câmbio flutuante.

O mercado internacional também teve como características marcantes no ano de 2002 a grande volatilidade e o aumento da aversão ao risco por parte dos investidores, com origem nas incertezas quanto aos resultados corporativos que emergiram das fraudes contábeis de grandes grupos empresariais. Tudo isso levou a uma piora das condições de financiamento das economias emergentes.

Contudo, segundo dados da Bovespa (2007), a partir da segunda quinzena de outubro, a definição do processo eleitoral, e a afirmação de cumprimento dos contratos e o comprometimento de manutenção da austeridade pelo novo governo inverteram a tendência de queda do mercado, que passou a operar com mais otimismo. Entretanto, a deterioração das expectativas em relação à inflação levou o Banco Central a elevar por três vezes consecutivas a taxa básica de juros

A primeira quinzena de janeiro de 2003 foi marcada pela expectativa otimista em relação ao desempenho do novo presidente e de sua equipe econômica. Contudo, os fatos ocorridos na segunda metade do mês levaram o mercado a operar com mais cautela. Dentre eles, destacam-se as declarações da equipe econômica, que mostraram aos agentes econômicos que, pelo menos a curto prazo, não havia muito o que mudar na condução da política econômica, e as possíveis conseqüências na economia mundial resultantes do confronto entre EUA e Iraque. Tudo isso contribuiu para a inversão das expectativas otimistas dos investidores.

Em fevereiro de 2003, o comportamento do mercado acionário foi mais uma vez influenciado, pelo lado externo, diante da expectativa de uma ação militar dos EUA contra o Iraque e dos possíveis reflexos no preço do petróleo, já em alta, e da instabilidade dos mercados acionários internacionais.

Internamente, a decisão do Copom de aumentar os juros básicos da economia e a elevação da alíquota do compulsório sobre os depósitos a vista sinalizaram a preocupação do governo com a resistência da inflação em patamares elevados, decorrente, sobretudo, dos reajustes dos preços administrados.

O GRÁF. 12 descreve o comportamento dos índices Ibovespa e IEE para o período.

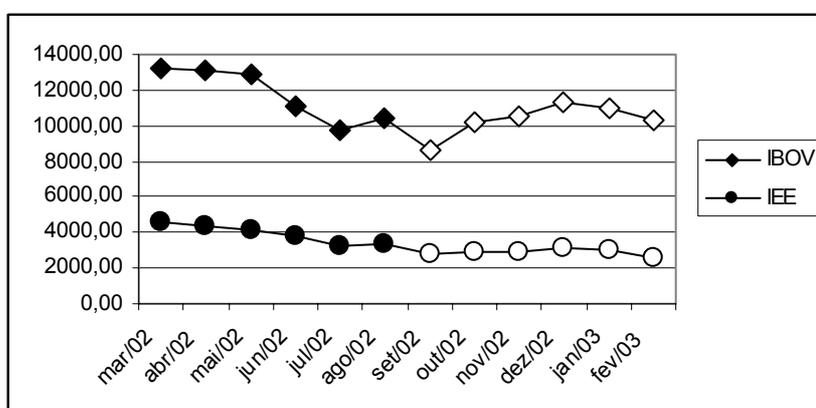


Gráfico 12: Evolução do IBOV e IEE – TRAN PAULIST  
Fonte: Dados da pesquisa

### 5.1.4.1 TRAN PAULIST – ON – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação TRAN PAULIST ON, constatou-se que a variação ocorrida após a adesão desta empresa ao nível 1 de governança foi significativa (nível de significância de 5%) apenas para as variáveis PSR e EE, mas de forma negativa, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney. O índice IEE também apresentou variação significativa e negativa, conforme se comprova na Tabela 13 e nos gráficos 13 e 14.

**TABELA 13**  
Coeficiente de Correlação – TRAN PAULIST - ON

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	9,000	15,000	1,500	,000	9,000	,000
Wilcoxon W	30,000	36,000	22,500	21,000	30,000	21,000
Z	-1,441	-1,000	-2,699	-2,892	-1,441	-2,882
Asymp. Sig. (2-tailed)	,150	,317	,007	,004	,150	,004
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,180 <sup>a</sup>	,699 <sup>a</sup>	,004 <sup>a</sup>	,002 <sup>a</sup>	,180 <sup>a</sup>	,002 <sup>z</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

O índice PSR apresenta suave queda durante todo o período sendo mais acentuada após a adesão ao nível 1 de governança corporativa, mais especificamente a partir de novembro.

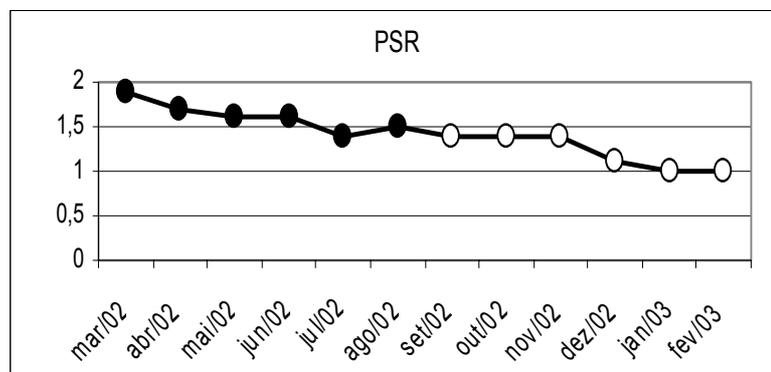


Gráfico 13: Evolução do PSR – Tran Paulist ON  
Fonte: Dados da pesquisa

A exemplo do índice anterior, o EE apresenta suave queda durante todo o período, sendo mais acentuada após a adesão ao nível 1 de governança corporativa

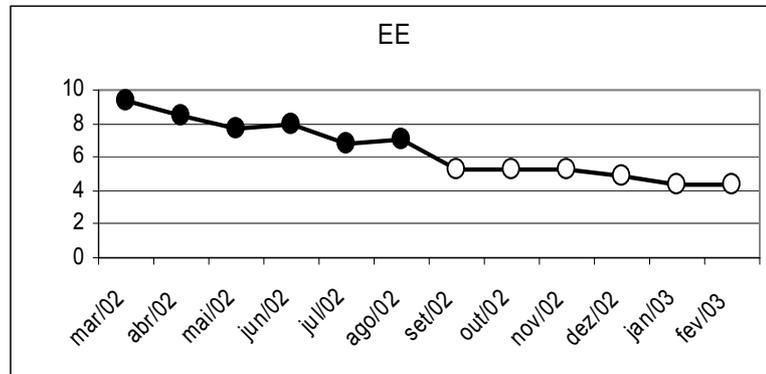


Gráfico 14: Evolução do EE – Tran Paulist ON  
Fonte: Dados da pesquisa

A queda apresentada pelos dois indicadores anteriores é corroborada pela baixa do índice IEE, pois, conforme se depreende da TAB. 14, o índice do setor elétrico, apresenta correlação positiva a 1% entre eles.

**TABELA 14**  
Coeficiente de correlação – TRAN PAULIST - ON

		PSR	EE	IBOV	IEE
PSR	Pearson Correlation	1	,932**	,540	,818**
	Sig. (2-tailed)	.	,000	,070	,001
	N	12	12	12	12
EE	Pearson Correlation	,932**	1	,678*	,931**
	Sig. (2-tailed)	,000	.	,015	,000
	N	12	12	12	12
IBOV	Pearson Correlation	,540	,678*	1	,879**
	Sig. (2-tailed)	,070	,015	.	,000
	N	12	12	12	12
IEE	Pearson Correlation	,818**	,931**	,879**	1
	Sig. (2-tailed)	,001	,000	,000	.
	N	12	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Fonte: Dados da pesquisa

#### 5.1.4.2 TRAN PAULIST – PN – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação TRAN PAULIST PN, constatou-se que a variação ocorrida após a adesão desta empresa ao nível 1 de governança foi significativa para as variáveis PA, PSR e EE, mas de forma negativa, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney. O índice IEE também apresentou variação significativa e negativa, conforme se comprova na Tabela 15 e nos gráficos 15, 16 e 17.

**TABELA 15**  
Teste U – TRAN PAULIST - PN

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	5,000	9,000	,000	,000	9,000	,000
Wilcoxon W	26,000	30,000	21,000	21,000	30,000	21,000
Z	-2,082	-1,682	-2,913	-2,892	-1,441	-2,882
Asymp. Sig. (2-tailed)	,037	,093	,004	,004	,150	,004
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,041 <sup>a</sup>	,180 <sup>a</sup>	,002 <sup>a</sup>	,002 <sup>a</sup>	,180 <sup>a</sup>	,002 <sup>i</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

O índice PA apresentou tendência de queda durante o período, recuperando-se levemente após a adesão ao nível 1 de governança corporativa, mantendo menor volatilidade.

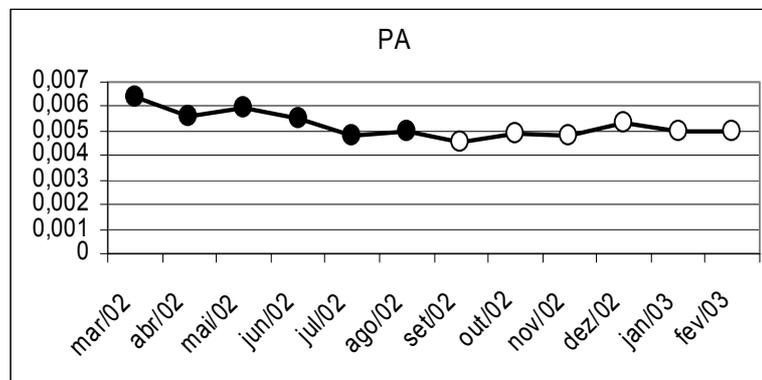


Gráfico 15: Evolução do PA – Tran Paulist PN  
Fonte: Dados da pesquisa

O índice PSR apresentou tendência de queda durante todo o período, mesmo após a adesão ao nível 1 de governança corporativa.

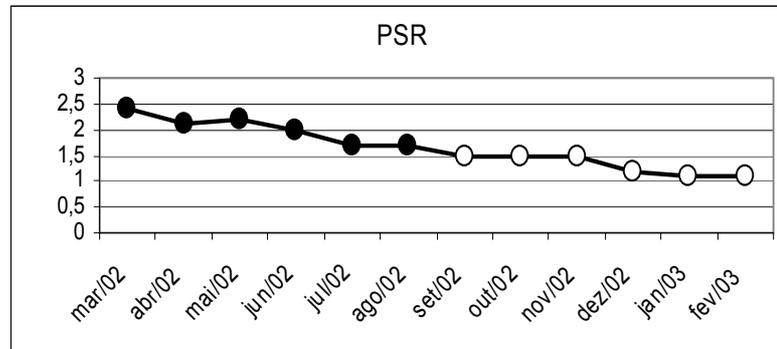


Gráfico 16: Evolução do PSR – Tran Paulist PN  
Fonte: Dados da pesquisa

O índice EE, a exemplo do indicador anterior, apresentou tendência de queda durante todo o período, mesmo após a adesão ao nível 1 de governança corporativa.

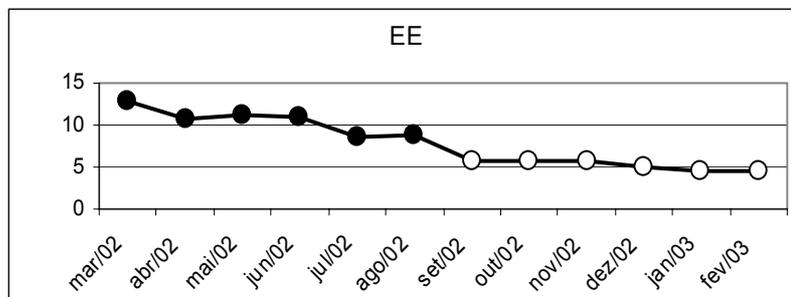


Gráfico 17: Evolução do EE – Tran Paulist PN  
Fonte: Dados da pesquisa

Na análise de correlação, evidenciada na TAB. 16, o que se pode observar é que a piora significativa das variáveis PA, PSR e EE após a adesão ao nível 1 de governança pode ter sido influenciada pela própria tendência de queda do mercado, uma vez que os indicadores IBOV e IEE apresentaram forte nível de correlação entre elas.

**TABELA 16**  
Coeficiente de correlação – TRAN PAULIST - PN

		PA	PSR	EE	IBOV	IEE
PA	Pearson Correlation	1	,758**	,801**	,927**	,900**
	Sig. (2-tailed)	.	,004	,002	,000	,000
	N	12	12	12	12	12
PSR	Pearson Correlation	,758**	1	,971**	,662*	,901**
	Sig. (2-tailed)	,004	.	,000	,019	,000
	N	12	12	12	12	12
EE	Pearson Correlation	,801**	,971**	1	,692*	,926**
	Sig. (2-tailed)	,002	,000	.	,013	,000
	N	12	12	12	12	12
IBOV	Pearson Correlation	,927**	,662*	,692*	1	,879**
	Sig. (2-tailed)	,000	,019	,013	.	,000
	N	12	12	12	12	12
IEE	Pearson Correlation	,900**	,901**	,926**	,879**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.
	N	12	12	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

\* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Fonte: Dados da pesquisa

Nesta primeira parte, foram estudadas as ações das empresas listadas no nível 1 de governança corporativa. A análise dos resultados obtidos após a verificação do antes e depois da adoção de práticas de governança corporativa está sintetizada no Quadro 5.

QUADRO 5: Resultados N1 de Governança Corporativa

<b><i>Houve melhora significativa no desempenho das ações das empresas do setor Elétrico após a adoção ao Nível 1 de governança corporativa da Bovespa?</i></b>				
<b>Empresas (SIGLAS)</b>	<b>PA</b>	<b>PPL</b>	<b>PSR</b>	<b>EE</b>
CEMIG ON	SIM	SIM	NÃO	NÃO
CEMIG PN	SIM	SIM	SIM	NÃO
CESP ON	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
CESP PNA	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
ELETROBRAS ON	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
ELETROBRAS PNB	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
TRAN PAULSIT ON	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
TRAN PAULIST PN	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO

Fonte: Dados da pesquisa

O que se pode observar é que 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, apresentado pelo Teste *U*. Entretanto, o resultado do teste de correlação para a variável PA demonstrou que esta melhora pode ter sido influenciada pela própria tendência de subida do mercado, uma vez que IEE apresentou forte nível de correlação entre elas.

Em se tratando do indicador PPL, o resultado indicou fraca correlação com os índices de mercado, corroborando a idéia de que a adesão desta empresa ao nível 1 de governança favoreceu o desempenho deste índice.

Para a Cemig – PN, houve, adicionalmente, melhora no índice PSR. A exemplo da ação ON, a melhora significativa do desempenho da variável PA após a adesão ao nível 1 de governança pode ter sido influenciada pela própria tendência de subida do mercado, uma vez que o IEE também apresentou forte nível de correlação entre elas.

Em se tratando do indicador PPL e PSR, o resultado indicou fraca correlação com os índices de mercado, corroborando a idéia de que a adesão desta empresa ao nível 1 de governança favoreceu o desempenho destas variáveis

Para as demais ações listadas no nível 1 de governança não se constatou melhora significativa das variáveis de desempenho. Quando houve alguma comprovação estatística de significância, esta se deu pela variação negativa destes índices, rejeitando, dessa forma, a hipótese de que a adesão ao nível 1 de governança refletisse na melhora dos indicadores de desempenho destas ações.

## 5.2 EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

### 5.2.1 CELESC – Contextualização

Para a Centrais Elétricas de Santa Catarina, que, em 26/06/2002, aderiu ao nível 2 de governança corporativa da Bovespa, analisou-se o comportamento dos índices no período compreendido entre 31/12/2001 e 30/11/2002.

No final de 2001, o mercado acionário apresentou forte alta, não sendo suficiente, entretanto, para reverter a queda do Ibovespa no ano. Contudo, o IEE (Índice Setorial de Energia Elétrica) apresentou comportamento positivo, exibindo alta de 5,8%.

Adicionalmente ao que foi comentado no item 4.1.4, relativo ao período de 2002, o mês de novembro, que encerra o período da empresa em questão, foi marcado pela performance positiva do Ibovespa, apesar da queda acumulada. Já o IEE exibiu baixa de 0,3%.

Por fim, expectativas mais otimistas marcaram o final deste período, ainda que o mercado dependesse do anúncio da nova equipe ministerial e de suas primeiras ações em relação ao câmbio, à taxa de juros e à inflação.

O Gráfico 18 descreve o comportamento dos índices Ibovespa e IEE para o período.

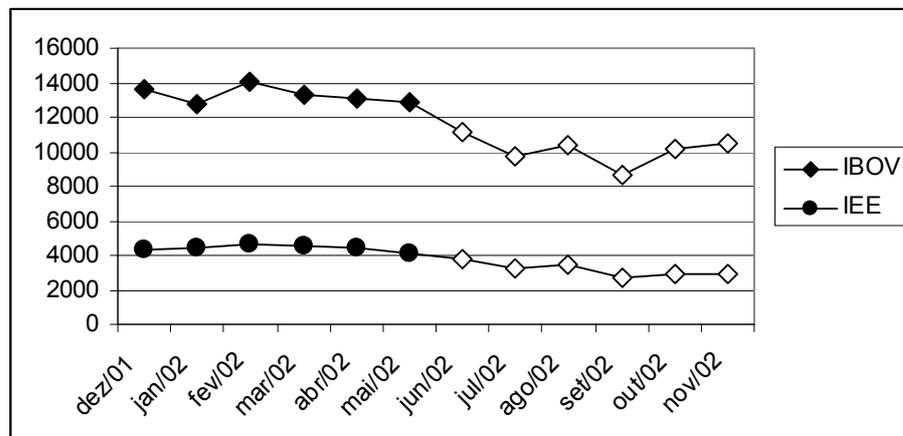


Gráfico 18: Evolução do IBOV e IEE – CELESC  
Fonte: Dados da pesquisa

### 5.2.1.1 CELESC – PNB – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação CELESC PNB, constatou-se que a variação ocorrida após a adesão desta empresa ao nível 2 de Governança foi significativa apenas para variável EE, mas de forma negativa, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney. Os índices IBOV e IEE corroboram este resultado, apresentando também variações significativas negativas, conforme se comprova na Tabela 17 e no Gráfico 19.

**TABELA 17**  
Teste U –CELESC – PNB

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	15,000	15,000	12,000	,000	,000	,000
Wilcoxon W	36,000	36,000	33,000	21,000	21,000	21,000
Z	-,480	-1,000	-1,173	-2,892	-2,882	-2,882
Asymp. Sig. (2-tailed)	,631	,317	,241	,004	,004	,004
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,699 <sup>a</sup>	,699 <sup>a</sup>	,394 <sup>a</sup>	,002 <sup>a</sup>	,002 <sup>a</sup>	,002 <sup>ε</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

O índice EE apresentou, após os três primeiros meses, tendência de queda, tendo fraca recuperação em agosto de 2002, voltando a cair, mesmo após a adesão ao nível 2 de governança corporativa.

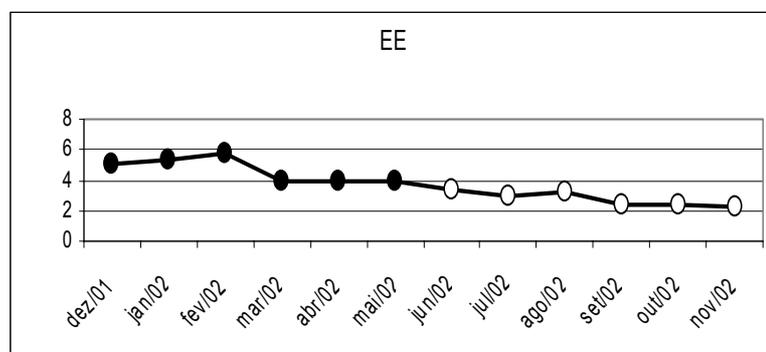


Gráfico 19: Evolução do EE – Celesc PNB

Fonte: Dados da pesquisa

Na análise de correlação, evidenciada na TAB. 18, o que se pode observar é que a piora da variável PA, após a adesão ao nível 1 de governança, pode ter sido influenciada pela própria tendência de queda do mercado, uma vez que os indicadores IBOV e IEE apresentaram correlação significativa estatisticamente a 1% entre elas.

Por fim, o fato é que não houve qualquer melhora nas variáveis de desempenho após a adesão ao nível 2 de governança corporativa para esta ação.

**TABELA 18**  
Coeficiente de correlação – CELESC - PNB

		EE	IBOV	IEE
EE	Pearson Correlation	1	,864**	,897**
	Sig. (2-tailed)	.	,000	,000
	N	12	12	12
IBOV	Pearson Correlation	,864**	1	,950**
	Sig. (2-tailed)	,000	.	,000
	N	12	12	12
IEE	Pearson Correlation	,897**	,950**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	.
	N	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Fonte: Dados da Pesquisa

### 5.2.2 ELETROPAULO – Contextualização

Para a AES Eletropaulo, que, em 13/12/2004, aderiu ao nível 2 de governança corporativa da Bovespa, analisou-se o comportamento dos índices no período compreendido entre 30/06/2004 e 31/05/2005.

Ao final de maio de 2004, houve o anúncio de crescimento do PIB de 2,7% no primeiro trimestre de 2004 e dos bons resultados obtidos pela balança comercial. A redução do preço do petróleo e a divulgação da ata do Copom, mantendo a taxa básica de juros, foram bem recebidos pelo mercado. Assim, o Ibovespa apresentou valorização de 8,2% em junho, minimizando o movimento de queda do índice no ano.

Em julho, a Bovespa foi o grande destaque de rentabilidade do mercado financeiro brasileiro. O Ibovespa encerrou o mês com uma alta de 5,6% em termos nominais e de 8,4% em dólar. O índice de Energia Elétrica (IEE) subiu 9,6%, exibindo a maior alta dentre os demais índices do mercado.

O mercado acionário encerrou 2004 como a aplicação financeira de melhor rendimento. O Ibovespa teve uma valorização nominal de 17,8% e de 28,2% em relação à variação cambial. O Ibovespa apresentou-se em alta, praticamente contínua, nos últimos sete meses do ano, período caracterizado pelo bom desempenho dos fundamentos da economia brasileira.

Segundo a Bovespa (2007), o início de 2005 foi fortemente influenciado pelas notícias favoráveis sobre o desempenho da economia doméstica e pela atuação do Banco Central no mercado cambial. O reforço das reservas líquidas e a redução da dívida local indexada em dólar resultaram em um forte movimento de busca por retornos maiores por parte dos investidores estrangeiros na BOVESPA. Como resultado, até o dia 7 de março o Ibovespa acumulou uma alta de 12,4%.

Entretanto, no período entre 7 de março e 13 de maio o pessimismo toma conta do mercado. Com o crescimento da economia americana abaixo do esperado, os investidores agem com cautela diante da possibilidade de o FED optar por uma alta mais forte das taxas de juros. Internamente, o turbulento cenário político voltou a influenciar o mercado, com a instalação da CPI dos Correios, originando uma onda de denúncias de corrupção em órgãos estatais. Nesse período, o Ibovespa acumulou uma queda de 18,9%. No ano, até 13 de maio, sua desvalorização atingiu 8,8%.

O Gráfico 20 descreve o comportamento dos índices Ibovespa e IEE para o período.

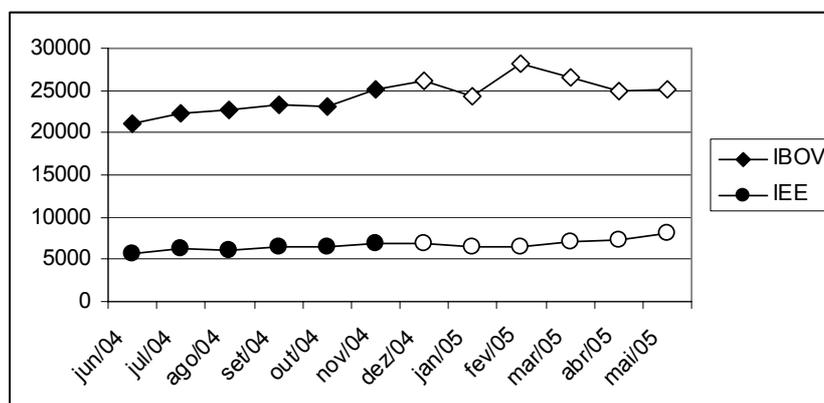


Gráfico 20: Evolução do IBOV e IEE – ELETROPAULO  
Fonte: Dados da pesquisa

### 5.2.2.1 ELETROPAULO – PNA – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação ELETROPAULO PNA, não se constatou variação significativa após a adesão desta empresa ao nível 2 de governança corporativa, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney. Contudo, os índices IBOV e IEE tiveram variações significativas e positivas no período analisado, conforme se comprova na Tabela 19.

**TABELA 19**  
Teste U –ELETROPAULO – PNA

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	13,000	10,500	15,000	12,500	2,000	4,000
Wilcoxon W	34,000	31,500	36,000	33,500	23,000	25,000
Z	-,801	-1,257	-1,000	-,889	-2,562	-2,246
Asymp. Sig. (2-tailed)	,423	,209	,317	,374	,010	,025
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,485 <sup>a</sup>	,240 <sup>a</sup>	,699 <sup>a</sup>	,394 <sup>a</sup>	,009 <sup>a</sup>	,026 <sup>a</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

A exemplo da ação CELESC, que também participa do nível 2 de governança corporativa, não houve qualquer melhora nas variáveis de desempenho após a adesão a este nível.

Nesta segunda parte, estudaram-se as ações das empresas listadas no nível 2 de governança corporativa. A análise dos resultados obtidos após a verificação do antes e depois da adoção de práticas de governança corporativa está sintetizada no Quadro 6.

QUADRO 6: Resultados do nível 2 de governança corporativa

<b><i>Houve melhora significativa no desempenho das ações das empresas do setor elétrico após a adoção ao Nível 2 de governança corporativa da Bovespa?</i></b>				
<b>Empresas (SIGLAS)</b>	<b>PA</b>	<b>PPL</b>	<b>PSR</b>	<b>EE</b>
CELESC PNB	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
ELETROPAULO PNA	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO

Fonte: Dados da pesquisa

Para a ação Celesc PNB, apesar da comprovação estatística de significância do índice EE, o que se pode observar é uma trajetória decrescente deste indicador, não se refletindo em melhora, mesmo após a adesão ao nível 2 de governança corporativa.

No caso da ação Eletropaulo PNA, em nenhum dos indicadores houve qualquer variação significativa após a adesão desta empresa ao nível 2 de governança.

## 5.3 EMPRESAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

### 5.3.1 TRACTEBEL – Contextualização

Para a Tractebel Energia, que, em 16/11/2005, aderiu ao Novo Mercado, analisou-se o comportamento dos índices no período compreendido entre 31/05/2005 e 30/04/2006.

O início deste período é caracterizado por um comportamento volátil do mercado acionário. Ainda sim o Ibovespa encerra o mês com uma valorização de 1,4% em termos nominais e de 6,8% em dólar. Já o IEE encerra o mês com uma valorização de 9,1%.

Entretanto, em 2005, o mercado acionário é marcado como o de melhor retorno a seus investidores, superando os resultados obtidos em 2004. O Ibovespa fechou com uma valorização de 27,7% em termos nominais e de 44,8% em relação à variação cambial do ano.

Assim, apesar das incertezas no cenário econômico externo e da crise no cenário político interno no início do ano, o Ibovespa permanece em alta praticamente contínua durante os oito últimos meses de 2005. Essa boa performance do mercado, refletiu-se em todos os demais índices calculados pela Bovespa, que também encerraram o ano em alta. O Índice de Energia Elétrica (IEE) exibiu ao final do ano uma alta de 42,8%.

Em 2006, segundo dados da Bovespa (2007), os investimentos em ações é, pelo quarto ano consecutivo, a aplicação financeira que melhor retorno proporcionou aos investidores no País.

Até 9 de maio, o Ibovespa acumulava uma valorização de 25,4%. O bom desempenho neste início de ano foi marcado pelo grande fluxo de investimentos dos países desenvolvidos para os mercados emergentes, influenciado principalmente, pelas boas perspectivas da atividade econômica doméstica, além de um cenário internacional favorável.

O Gráfico 21 descreve o comportamento dos índices Ibovespa e IEE para o período.

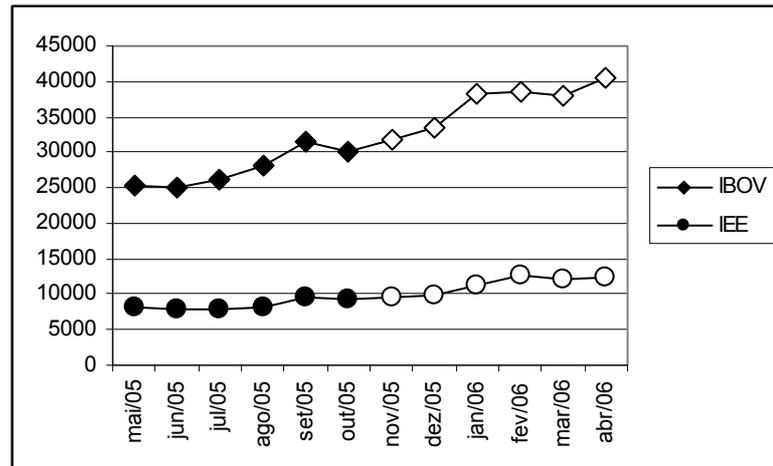


Gráfico 21: Evolução do IBOV e IEE – TRACTEBEL  
Fonte: Dados da pesquisa

### 5.3.1.1 TRACTEBEL – ON – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação TRACTEBEL ON, constatou-se variação significativa de todos os índices após a adesão desta empresa ao Novo Mercado, de acordo com o teste *U* de Mann-Whitney, conforme se comprova na Tabela 20 e nos Gráficos 22, 23, 24 e 25.

**TABELA 20**  
Teste U –TRACTEBEL – ON

	PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	2,000	2,000	3,000	4,000	,000	,000
Wilcoxon W	23,000	23,000	24,000	25,000	21,000	21,000
Z	-2,562	-2,589	-2,410	-2,242	-2,882	-2,882
Asymp. Sig. (2-tailed)	,010	,010	,016	,025	,004	,004
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,009 <sup>a</sup>	,009 <sup>a</sup>	,015 <sup>a</sup>	,026 <sup>a</sup>	,002 <sup>a</sup>	,002 <sup>a</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

O índice PA, que representa o preço da ação ao final de cada mês, apresentou forte tendência de alta nos seis meses subsequentes a adesão desta empresa ao Novo Mercado.

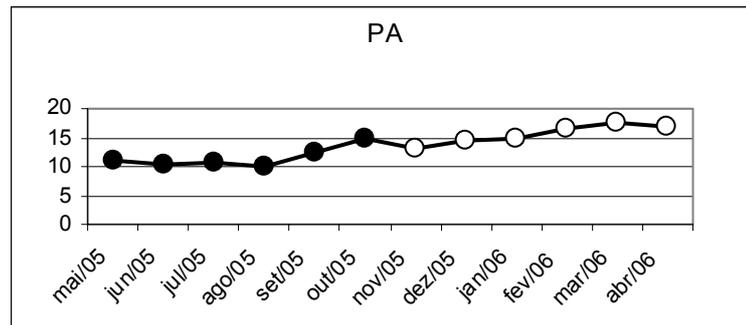


Gráfico 22: Evolução do PA – Tractebel ON  
Fonte: Dados da pesquisa

O índice PPL apresentou forte tendência de alta a partir de dezembro de 2005, mantendo essa trajetória até fevereiro de 2006 e fechando os dois últimos meses do período com pequena queda. Ainda sim, o que se observa é uma melhora neste índice após a adesão desta empresa ao Novo Mercado.

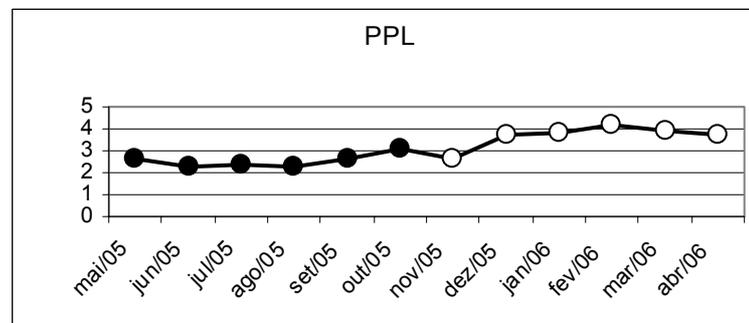


Gráfico 23: Evolução do PPL – Tractebel ON  
Fonte: Dados da pesquisa

O índice PSR, a exemplo do indicador anterior, também apresentou forte tendência de alta a partir de dezembro de 2005, mantendo essa trajetória até março de 2006 e fechando o último mês do período com pequena queda. Ainda sim, o que se observa é uma melhora neste índice após a adesão desta empresa ao Novo Mercado.

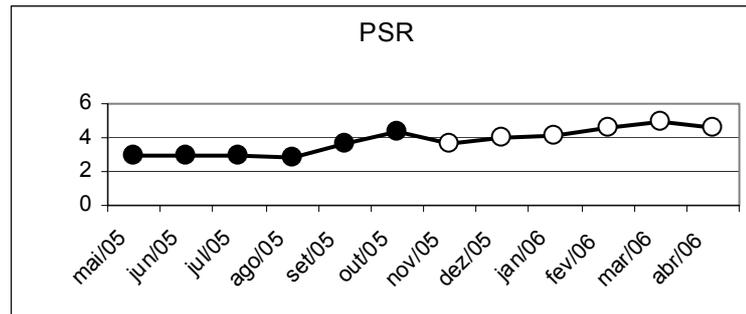


Gráfico 24: Evolução do PSR – Tractebel ON  
Fonte: Dados da pesquisa

O índice EE apresentou forte tendência de alta nos meses de setembro e outubro de 2005, sofrendo queda em novembro do mesmo ano. Em seguida, apresentou nova tendência de alta a partir de dezembro de 2005, mantendo-se nessa trajetória até fevereiro de 2006, fechando os dois últimos meses do período com pequena queda. Ainda sim, o que se observa é uma melhora neste índice após a adesão desta empresa ao Novo Mercado.

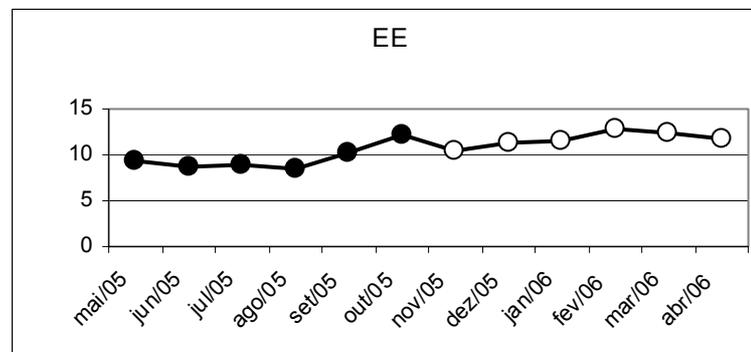


Gráfico 25: Evolução do EE – Tractebel ON  
Fonte: Dados da pesquisa

Conforme, constatado pelo teste U, houve melhora significativa de todos os indicadores de desempenho para ação Tractebel – ON. No entanto, o que se observa no resultado extraído da TAB. 21 é que existe também correlação significativa a 1% entre estas variáveis e os índices de mercado representados pelo IBOV e o IEE.

Assim, por guardar forte relação positiva entre elas, o desempenho demonstrado pelas variáveis dependentes após a adesão ao Novo Mercado pode ter sido influenciado pela própria tendência de subida do mercado.

**TABELA 21**  
Coeficiente de correlação – TRACTEBEL - ON

		PA	PPL	PSR	EE	IBOV	IEE
PA	Pearson Correlation	1	,923**	,994**	,966**	,915**	,947**
	Sig. (2-tailed)	.	,000	,000	,000	,000	,000
	N	12	12	12	12	12	12
PPL	Pearson Correlation	,923**	1	,898**	,907**	,893**	,916**
	Sig. (2-tailed)	,000	.	,000	,000	,000	,000
	N	12	12	12	12	12	12
PSR	Pearson Correlation	,994**	,898**	1	,976**	,892**	,924**
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	.	,000	,000	,000
	N	12	12	12	12	12	12
EE	Pearson Correlation	,966**	,907**	,976**	1	,848**	,885**
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	.	,000	,000
	N	12	12	12	12	12	12
IBOV	Pearson Correlation	,915**	,893**	,892**	,848**	1	,976**
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	.	,000
	N	12	12	12	12	12	12
IEE	Pearson Correlation	,947**	,916**	,924**	,885**	,976**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	,000	,000	,000	,000	.
	N	12	12	12	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Fonte: Dados da pesquisa

### 5.3.2 LIGHT – Contextualização

Para a Light S/A, que, em 22/02/2006, aderiu ao Novo Mercado, analisou-se o comportamento dos índices no período compreendido entre 31/08/2005 e 31/07/2006.

Em retrospectiva ao que foi relatado no item anterior, 2005 e 2006 foram marcados por grandes retornos no mercado acionário brasileiro, mesmo sendo influenciado pelo clima de cautela iniciado em meados de maio, quando o mercado internacional reduziu o nível de propensão ao risco em função das incertezas.

Em julho, mês que encerra o período analisado, o mercado acionário apresentou comportamento volátil, tendo o Ibovespa uma valorização nominal de 1,2% e de 0,7% em dólar. Já o IEE apresentou uma performance positiva de 0,2%.

O Gráfico 26 descreve o comportamento dos índices Ibovespa e IEE para o período.

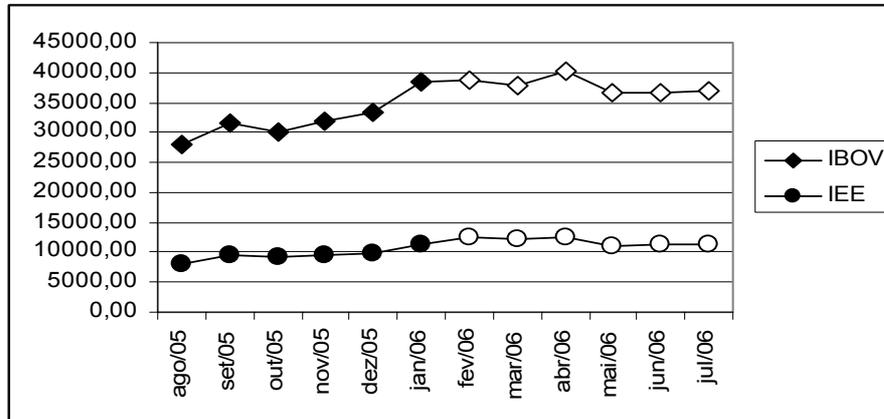


Gráfico 26: Evolução do IBOV e IEE – LIGHT  
Fonte: Dados da pesquisa

### 5.3.2.1 LIGHT – ON – Indicadores

Na análise dos indicadores para a ação LIGHT ON, constatou-se que a variação ocorrida após a adesão desta empresa ao Novo Mercado foi significativa apenas para variável PPL, mas de forma negativa de acordo com o teste  $U$  de Mann-Whitney. Os índices IBOV e IEE não corroboram este resultado, apresentando variações significativas positivas, conforme se comprova na Tabela 22 e no Gráfico 27.

Na análise desta ação, não foi possível incluir o índice EE, por não estar disponível para todo o período.

**TABELA 22**  
Teste U – LIGHT – ON

	PA	PPL	PSR	IBOV	IEE
Mann-Whitney U	8,000	5,500	12,000	4,000	1,000
Wilcoxon W	29,000	26,500	33,000	25,000	22,000
Z	-1,601	-2,034	-,971	-2,242	-2,722
Asymp. Sig. (2-tailed)	,109	,042	,332	,025	,006
Exact Sig. [2*(1-tailed Sig.)]	,132 <sup>a</sup>	,041 <sup>a</sup>	,394 <sup>a</sup>	,026 <sup>a</sup>	,004 <sup>a</sup>

Fonte: Dados da pesquisa

O índice PPL apresentou muitas oscilações durante o período. Entretanto, fechou em baixa, comparando-se com o período anterior à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

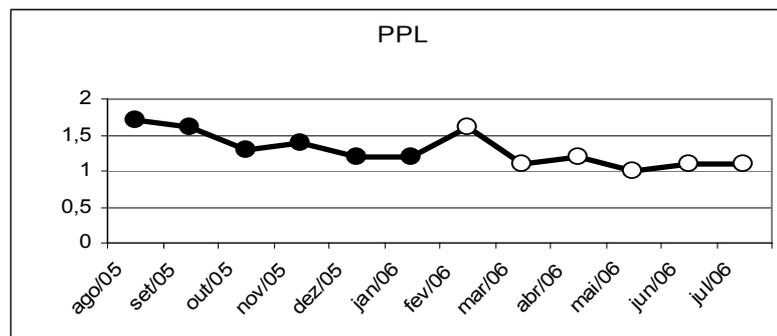


Gráfico 27: Evolução do PPL – Light ON  
Fonte: Dados da pesquisa

O que se observa na Tabela 23, é que não houve correlação significativa estatisticamente entre as variáveis. Portanto, acredita-se que os indicadores de mercado não influenciaram a variação negativa deste índice.

**TABELA 23**  
Coeficiente de correlação – TRACTEBEL - ON

		PPL	IBOV	IEE
PPL	Pearson Correlation	1	-,559	-,477
	Sig. (2-tailed)	.	,059	,116
	N	12	12	12
IBOV	Pearson Correlation	-,559	1	,969**
	Sig. (2-tailed)	,059	.	,000
	N	12	12	12
IEE	Pearson Correlation	-,477	,969**	1
	Sig. (2-tailed)	,116	,000	.
	N	12	12	12

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Fonte: Dados da pesquisa

Nesta terceira parte, estudaram-se as ações das empresas listadas no Novo Mercado. A análise dos resultados obtidos após a verificação do antes e depois da adoção de práticas de governança corporativa está sintetizada no Quadro 7.

QUADRO 7: Resultados Novo Mercado

<b><i>Houve melhora significativa no desempenho das ações das empresas do setor Elétrico após a adoção ao Novo Mercado da Bovespa?</i></b>				
<b>Empresas (SIGLAS)</b>	<b>PA</b>	<b>PPL</b>	<b>PSR</b>	<b>EE</b>
TRACTEBEL ON	SIM	SIM	SIM	SIM
LIGHT ON	NÃO	NÃO	NÃO	-

Fonte: Dados da pesquisa

A empresa Tractebel, para sua ação ON, apresentou em todos os seus indicadores variação significativa e positiva após a adesão desta empresa ao Novo Mercado da Bovespa. Vale ressaltar, entretanto, que os índices Ibovespa (IBOV) e o Índice do setor elétrico (IEE), utilizados como variáveis de comparação, apresentaram forte correlação com estas variáveis.

Assim, este movimento de subida dos indicadores pode ter sido fortemente influenciado pelo próprio movimento do mercado como um todo, e não pelo simples fato de esta empresa ter aderido a este novo nível de governança da Bovespa.

Para a ação da Light ON, o índice PPL obteve uma variação significativa, mesmo apresentando muitas oscilações durante o período. Entretanto, fecha em baixa, se comparado ao período anterior à adesão desta empresa ao Novo Mercado.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Governança corporativa é um assunto que está na agenda das grandes corporações em todo o mundo. Discussões como 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, dentre 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 nestes 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 encontrou resultados que corroborassem 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, medido pelas variáveis utilizadas nesta pesquisa. Em alguns casos, observou-se, inclusive, piora nestes indicadores.

Sobre essas variáveis, cabe ressaltar que, apesar de importantes para mensurar o desempenho destas ações, talvez não sejam as mais adequadas para tratar um fenômeno 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 da 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 estes resultados.

Por se tratar de uma pesquisa exclusivamente quantitativa, o foco esteve na descrição do fenômeno ocorrido com os indicadores das ações destas 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.

O setor elétrico brasileiro vem passando por um longo período de transição. O novo modelo regulatório, já em vigor, que serviu de base para outros países, não vem se mostrando efetivo. Incertezas como a instalação de novos ativos de geração e discussões ambientais, que conforme dito, têm emperrado a expansão do sistema, são desafios que precisam ser vencidos. É preciso criar uma infra-estrutura que atraia novos investimentos, possibilitando a adequação dos custos da energia elétrica ao padrão brasileiro.

Entretanto, a elevada carga tributária vem afugentando estes investimentos. O setor elétrico brasileiro é um dos mais tributados do mundo, especialmente quando se trata de consumidores industriais.

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 vive-se hoje um estágio mais avançado de gestão, em que as empresas demonstram sua preocupação e disposição em ser mais transparentes e equânimes em suas ações.

Os resultados, objeto desse estudo, demonstram que, das empresas que ingressaram no nível 1 de 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 idéia de que a adesão desta empresa ao nível 1 de governança favoreceu o desempenho destas 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 significativamente 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 destas 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 nenhuma 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.

O Quadro 8, demonstra a síntese dos resultados obtidos.

QUADRO 8: Síntese dos resultados

<b><i>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?</i></b>					
<b>AÇÕES</b>	<b>NG</b>	<b>PA</b>	<b>PPL</b>	<b>PSR</b>	<b>EE</b>
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
ELETROBRAS ON	N1	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
ELETROBRAS PNB	N1	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
TRAN PAULSIT ON	N1	NÃO	NÃO	NÃO	NÃO
TRASN 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

Vários estudos conduzidos por outros autores apresentaram resultados próximos ao desta pesquisa.

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.

Apesar das conclusões, a grande maioria dos autores concorda que a intenção da Bovespa ao criar os níveis diferenciados de governança corporativa foi extremamente válida, na medida em que trouxe maior transparência ao mercado.

Para Carvalho (2003), é preciso considerar as diferenças entre as empresas, pois a tentativa de uniformizar regras de governança pode criar sérias distorções.

Por fim, não há dúvidas que, ao emergir, o tema “Governança corporativa” transformou as relações entre gestores, acionistas, auditores, analistas de mercado investidores e órgãos reguladores. Essas mudanças vêm, paulatinamente, fortalecendo o mercado acionário e, conseqüentemente, tornando-se uma nova opção de investimento para os brasileiros que tinham pouco acesso a este mercado.

## 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.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa, fundamentos, desenvolvimento e tendências.** São Paulo, 2004.

ANDREWS, Kenneth R. **O Controle das corporações,** Capítulo 2 - A Responsabilidade dos Diretores pela Estratégia Corporativa, 1980.

Agência Nacional de Energia Elétrica – ANEEL. **Procedimentos de Distribuição de Energia Elétrica no Sistema Elétrico Nacional – PRODIST.** Módulo 1 – Introdução. Disponível em <<http://www.aneel.gov.br>> Acesso em 18 de janeiro de 2007

ASSAF NETO, Alexandre, **Finanças corporativas e valor.** São Paulo, Atlas, 2003.

BARCELLOS, Marta. **Um país sem limites.** Revista Capital Aberto, ed. especial, 30 anos Lei das S.As. 2007.

BERGAMINI JUNIOR, Sebastião. **A crise de credibilidade corporativa.** Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 09, n. 18, p. 33-84, dez. 2002.

BERNARDES, Patrícia, GONÇALVES, Carlos Alberto. **Uma análise empírica das incertezas associadas à decisão estratégica dos grandes consumidores Industriais de energia elétrica do Estado de Minas Gerais em investir no setor.**

Artigo apresentado no 10º seminário sobre a economia mineira. Diamantina 2002. Disponível em <[http://www.cedeplar.ufmg.br/seminarios/diamantina\\_2002\\_4.php](http://www.cedeplar.ufmg.br/seminarios/diamantina_2002_4.php)> Acesso em 12 de dezembro de 2006

BERNARDES, Patrícia. **Incerteza na decisão estratégica de investimento na geração de energia elétrica.** 243 f. Tese de Doutorado apresentada ao Programa de Doutorado em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2003. Disponível em <[http://cordoba.cepead.face.ufmg.br/banco\\_teses/index.asp](http://cordoba.cepead.face.ufmg.br/banco_teses/index.asp)> Acesso em 13 de dezembro de 2006.

BERTON, Luiz Hamilton. **Indicadores de desempenho e as práticas de boa governança corporativa.** 215 f. Tese de Doutorado apresentada no Programa de Doutorado em Engenharia da Produção da Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, 2003. Disponível em <<http://www.teses.eps.ufsc.br/resumo.asp?4793>> acesso em 20 de fevereiro de 2007.

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.

BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Demonstrativos financeiros.** Disponíveis em [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br). Acesso em 21 de fevereiro, 2007.

BOVESPA - BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. **Níveis Diferenciados de Governança Corporativa.** Disponível em [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br). Acesso em 22 de fevereiro, 2007.

BORGERTH, Vania Maria da Costa. **SOX: entendendo a Lei Sarbanes-Oxley: um caminho para a informação transparente.** São Paulo: Thomson Learning, 2007.

BRANCO, Catullo. **Energia elétrica e capital estrangeiro**. São Paulo, 1975.

BRASIL. Biblioteca do Exército. Coleção General Benício. **A energia Elétrica no Brasil**. Rio de Janeiro, 1977

BRASIL. Câmara de Comercialização de Energia Elétrica – CCEE. **Mudanças no Setor Elétrico Brasileiro**. Disponível em <<http://www.ccee.org.br/cceeinterdsm/v/index.jsp?vgnextoid=96a0a5c1de88a010VgnVCM100000aa01a8c0RCRD>> acesso em 21 de janeiro de 2007

BRASIL. Eletrobrás. **Ciclo de Palestras. A Eletrobrás e a história do setor de energia elétrica no Brasil**. Centro da Memória da Eletricidade no Brasil, 1995

BRASIL. Eletrobrás. **Energia Elétrica e integração na América do Sul**. Centro da Memória da Eletricidade no Brasil, 1994

BRASIL. Eletrobrás. **O Planejamento da expansão do setor de energia elétrica. Centro da Memória da Eletricidade no Brasil**. Rio de Janeiro, 2001.

BRASIL. Eletrobrás. **Panorama da memória da eletricidade no Brasil**. Centro da Memória da Eletricidade no Brasil, 1988.

BRASIL. Ministério de Minas e Energia. Empresa de Pesquisa Energética. **Balço Energético Nacional 2006: Ano base 2005: Resultados Preliminares. Ano base 2005**. Disponível em <<http://www.epe.gov.br>> Acesso em 24 de novembro de 2006.

BRASIL. Ministério de Minas e Energia. Empresa de Pesquisa Energética. **Projeção da Matriz energética Nacional 2005-2023**. Disponível em <<http://www.epe.gov.br>> Acesso em 24 de novembro de 2006.

BRASIL. Ministério de Minas e Energia. Secretaria de planejamento de desenvolvimento energético. **Plano Decenal de Expansão de Energia Elétrica 2006-2015**. Disponível em <<http://www.mme.gov.br>> Acesso em 18 de janeiro de 2007.

BRUCE, Robert. **Sozinhos, números não explicam balanços - Complexidade dos resultados requer mais informações nos relatórios da administração.** Valor Econômico, São Paulo, 21/11/2005, B2, Empresas.

CACHAPUZ, Paulo Brandi de Barros (Coord.). **Usinas da Cemig: a história da eletricidade em Minas e no Brasil.** Centro da Memória da Eletricidade no Brasil. Rio de Janeiro, 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](http://www.bovespa.com.br)

CHARAN, Ram. **Governança corporativa que produz resultados.** São Paulo: Campus, 2005

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – valuation.** São Paulo: Makron Books do Brasil Editora Ltda, 2000.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.** Junho 2002. Disponível em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Acessado em 15/12/2006.

COSTA, Roberto Teixeira da. **Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos.** São Paulo, Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2006.

COUTINHO, Eduardo Senra; AMARAL, 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.

ERNST & YOUNG GLOBAL. **Conselheiros e riscos: aperfeiçoando estruturas para o futuro**. 2006. Disponível em: [www.ey.com/global/content.msf/south\\_America\\_P/analises\\_&Perspectivas\\_-\\_Board\\_members\\_on\\_risk](http://www.ey.com/global/content.msf/south_America_P/analises_&Perspectivas_-_Board_members_on_risk). Acessado em 20/12/2006.

FAMÁ, Rubens; BARROS, Lucas. **Q de Tobin e seu uso em finanças: aspectos metodológicos e conceituais**. Caderno de Pesquisas em Administração, v. 7, n.4, outubro/dezembro, 2000.

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

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira** essencial. 2a. ed. Porto Alegre: Bookman 2001.

GORGA, Érica. **A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais**. Revista de Administração, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 309-325, Out/Dez 2004.

IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. Disponível em: <[www.ibgc.org.br](http://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.

LAMEIRA, Valdir de Jesus; NESS JUNIOR, Walter Lee; SOARES, T. Diana L. van Aduard de Macedo. **Governança corporativa: impactos no valor das companhias abertas brasileiras**. Revista de Administração, vol 42, n. 1 Jan/mar 2007.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florêncio; 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.

LEITE, Helio de Paula. **Introdução à Administração Financeira**. 2ª. ed. São Paulo: Atlas, 1994

LETHBRIDGE, Eric. **Governança Corporativa**, in Revista do BNDES, Rio de Janeiro, v. 8, dez. 1997.

LODI, João Bosco, **Governança Corporativa – O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. 7º.ed, Campus, 2000.

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.

MARTINS, Henrique Cordeiro. **Governança Corporativa em Cenários de Mudanças: Evidências Empíricas das Alterações dos Atributos, Papéis e Responsabilidades do Conselho de Administração das Empresas Brasileiras**. 256 f. Dissertação de Doutorado apresentada ao Centro de Pós-graduação e Pesquisa em Administração – CEPEAD – da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais, 2004. Disponível em <[http://cordoba.cepead.face.ufmg.br/banco\\_teses/index.asp](http://cordoba.cepead.face.ufmg.br/banco_teses/index.asp)> Acesso em 21 de maio de 2007.

MACKINSEY & COMPANY; KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil.** Korn/Ferry International, 2001. Disponível em: [www.kornferry.com.br/pt/servicos/boardservice.asp](http://www.kornferry.com.br/pt/servicos/boardservice.asp). Acesso em: 15 agosto 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.

PAULOS, John Allen. **A lógica do mercado de ações: uma análise prática do funcionamento das bolsas de valores.** 5º ed. São Paulo: Atlas, 2004.

PriceWaterHouseCoopers. **Estudo do novo modelo do setor elétrico brasileiro.** Julho 2004. Disponível em: [www.pwc.com/extweb/ncsurvres.nsf/docid/B7970F87F223FA348525704900638480](http://www.pwc.com/extweb/ncsurvres.nsf/docid/B7970F87F223FA348525704900638480)  
Acessado em 15/12/2006.

PriceWaterHouseCoopers. **Informações não-financeiras – Um novo modelo de divulgação.** Coleção PWC, 2007.

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.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de Administração Financeira.** 2 ed. São Paulo, 1998.

SCHIEHLL, 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 Carvalhal. **Governança corporativa, valor, alavangagem e política de dividendos das empresas brasileiras**. Revista de Administração, São Paulo, v. 39, n. 4, p. 348-360, outubro, novembro e dezembro 2004.

SILVA, Antônio Carlos. **Metodologia da Pesquisa Aplicada à Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2003.

SILVA, José Pereira. **Análise Financeira das Empresas**. 7º. Ed. São Paulo: Atlas, 2005.

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.

STERN STEWART & CO. **Quando as metas são atingidas, mas as ações não respondem**. Revista Capital Aberto, ano 4, no. 42, fevereiro 2007.

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

STEWART III, G. Bennett. **Em busca do valor**. Porto Alegre: Bookman, 2005

TAVARES, Maurício Lopes. **Análise e Evolução da Tarifa Social de Energia Elétrica no Brasil**. 152 f. Dissertação apresentada à Escola Superior de Agricultura “Luiz de Queiroz”, Universidade de São Paulo. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/>> Acesso em 17 de novembro de 2006.

TENDÊNCIAS, Consultoria Integrada. **Cenários de Crescimento e Requisitos para a Retomada de Investimentos**. Novembro de 2003. Disponível em <<http://www.acendebrasil.com.br/site/secoes/Estudos.asp>> Acesso em 17 de novembro de 2006.

VALOR ECONÔMICO. Finanças, Artigo Financial Times, publicado em, 23/06/05

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 4a. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. **Governança Corporativa: Uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais Brasileiro**. Revista do BNDES, 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