



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE

MARÍLIA ALVES DE SOUZA

**MENSURAÇÃO E ANÁLISE DO ÍNDICE DE QUALIDADE DA GOVERNANÇA
CORPORATIVA E DESEMPENHO NAS COMPANHIAS DO SETOR ELÉTRICO
LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

FORTALEZA

2017

MARÍLIA ALVES DE SOUZA

**MENSURAÇÃO E ANÁLISE DO ÍNDICE DE QUALIDADE DA GOVERNANÇA
CORPORATIVA E DESEMPENHO NAS COMPANHIAS DO SETOR ELÉTRICO
LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Monografia de conclusão de curso apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Francisco Isidro Pereira.

FORTALEZA

2017

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

S239m Souza, Marília Alves de.
MENSURAÇÃO E ANÁLISE DO ÍNDICE DE QUALIDADE DA GOVERNANÇA
CORPORATIVA E DESEMPENHO NAS COMPANHIAS DO SETOR ELÉTRICO LISTADAS
NA BM&FBOVESPA / Marília Alves de Souza. – 2017.
73 f. : il. color.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará,
Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Ciências
Contábeis, Fortaleza, 2017.

Orientação: Prof. Dr. Francisco Isidro Pereira.

1. Índice de Governança Corporativa. 2. Setor elétrico. 3. Performance de desempenho.
I. Título.

MARÍLIA ALVES DE SOUZA

**MENSURAÇÃO E ANÁLISE DO ÍNDICE DE QUALIDADE DA GOVERNANÇA
CORPORATIVA E DESEMPENHO NAS COMPANHIAS DO SETOR ELÉTRICO
LISTADAS NA BM&FBOVESPA**

Monografia de conclusão de curso apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade da Universidade Federal do Ceará, como requisito parcial para obtenção do Título de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Francisco Isidro Pereira.

Aprovado em ___/___/_____.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr Francisco Isidro Pereira
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dra Alane Siqueira Rocha
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. MSc. Ana Cristina Pordeus Ramos
Universidade Federal do Ceará (UFC)

AGRADECIMENTOS

Pelo meu primeiro título, bacharel em Ciências Contábeis, devo agradecer a tantas pessoas que contribuíram de forma direta e indireta para o meu sucesso.

Primeiramente a Deus que é responsável por tudo em minha vida.

Aos meus pais, Franciscleide e Antônio Dimas, pelo exemplo de caráter, honestidade, dedicação, amor, educação e carinho, além da estrutura e do apoio incondicional em todos os momentos.

Ao meu orientador, Professor Dr. Francisco Isidro Pereira, pela competência e disposição em prontamente contribuir para que esta pesquisa fosse realizada e também pelas suas correções e incentivos.

A minha amiga de longa data Gabrielle Freire e a colega de trabalho Juliana Melo que contribuíram com importantes orientações durante a pesquisa.

Aos membros da Banca Examinadora pelas suas ponderações.

À Universidade Federal do Ceará pela imensa contribuição acadêmica e vivência proporcionada.

Aos amigos, colegas de trabalho que fizeram parte da minha trajetória e que continuarão presentes em minha vida.

Enfim, a todos que fizeram parte da minha formação, o meu muito obrigada.

Ele é o Deus que me reveste de força e
torna perfeito o meu caminho.

(Salmo 18:32).

Tudo vale a pena. Se a alma não é
pequena.

(Fernando Pessoa)

RESUMO

Nesta pesquisa, procurou-se analisar a relação entre as boas práticas de governança corporativa (GC) e o desempenho das empresas pertencentes ao setor elétrico que possuem ações negociadas na BM&FBOVESPA ao longo do exercício de 2016. O objetivo desta pesquisa consistiu em estimar o Índice de Qualidade da Governança Corporativa (IQGC) e avaliar a performance de desempenho das companhias, por segmento, tendo como questão-problema: as boas práticas de governança corporativa proporcionam melhor performance de desempenho? Foram coletados os dados relacionadas ao perfil e práticas de governança adotadas por 55 companhias. As informações foram colhidas em *websites* da BM&FBOVESPA e das próprias instituições objeto deste estudo, além disso, foram coletados dados dos balancetes patrimoniais do exercício de 2016, de modo a dar suporte aos cálculos de performance de desempenho financeiro. O IQGC foi mensurado a partir da compilação dos dados apurados como resposta a 16 (dezesesseis) variáveis utilizadas para constructo do índice. Os mecanismos que o nortearam as variáveis foram escolhidas com base em práticas exigidas pela Bolsa de Valores de São Paulo, pressupostos sugeridos pelo IBGC e normas difundidas em mercado externo. Assim, no primeiro momento realizou-se análise estatística descritiva e visando maximizar a capacidade de explicação das informações, aplicou-se análise dos componentes principais, a partir dessa técnica foram identificados 4 (quatro) fatores que foram denominados como: Incentivos, Comitê de Auditoria, *Disclosure* e Estrutura de Governança. Estes componentes foram objeto de análise de variância (ANOVA) e cálculo de média ponderada resultando em IQGC. Simultaneamente, realizou-se análise de desempenho, por classificação de governança, para isto, utilizou-se os seguintes indicadores de performance: RSPL, RSAPR, perfil de endividamento e participação do capital de terceiros. Com base na pesquisa, ficou evidenciado que o IQGC sofre influência, principalmente por *Incentivo*, representando 32,05% do índice, seguido pelo *Comitê de Auditoria* com 13% da importância do IQGC. Concluiu-se, ainda, que os segmentos de empresas que adotam as práticas diferenciadas apresentaram os mais altos índices de qualidade de GC e melhores performances de desempenho na BMF&FBOVESPA.

Palavras-chave: Índice de Governança Corporativa. Setor elétrico. Performance de desempenho.

ABSTRACT

In this research, we sought to analyze the relationship between the good practices of corporate governance (CG) and the performance of companies belonging to the electric sector that have shares traded on the BM & FBOVESPA throughout the 2016 financial year. The objective of this research was to estimate the Index Of Quality of Corporate Governance (IQGC) and evaluate the performance of the Companies, by segment, having as a problem question: do good corporate governance practices provide better performance performance? The data related to the profile and governance practices adopted by 55 Companies were collected. The information was collected on websites of the BM & FBOVESPA and the institutions that were the object of this study. In addition, data were collected from the balance sheet for the year 2016, in order to support financial performance performance calculations. The IQGC was measured from the compilation of the data obtained in response to 16 (sixteen) variables used for the index construct. The mechanisms that guided the variables were chosen based on practices demanded by the São Paulo Stock Exchange, assumptions suggested by the IBGC and standards disseminated in foreign markets. Thus, in the first moment a descriptive statistical analysis was carried out and in order to maximize the explanatory capacity of the information, an analysis of the main components was applied, from this technique 4 (four) factors were identified that were denominated as: Incentives, Audit Committee , Disclosure and Governance Framework. These components were subjected to analysis of variance (ANOVA) and weighted mean calculation resulting in IQGC. At the same time, performance analysis was performed by governance classification. The following performance indicators were used: RSPL, RSAPR, indebtedness profile and participation of third-party capital. Based on the research, it was evidenced that the IQGC is influenced, mainly by Incentive, representing 32.05% of the index, followed by the Audit Committee with 13% of the importance of the IQGC. It was also concluded that the segments of companies that adopt the differentiated practices presented the highest QA quality indexes and better performance at BMF & FBOVESPA.

Keywords: Corporate Governance Index. Electric sector. Performance.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1– Composição Do Conselho De Administração	25
Figura 2– Organograma da pesquisa	42
Figura 3– Modelo Esquemático da Pesquisa	46
Quadro 1– Resumo das melhores práticas de governança corporativa defendidas pelo IBGC.....	28
Quadro 2– Comparativo dos Segmentos de Listagem.....	30

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1– IQGC por segmento de governança corporativa.....	56
Gráfico 2– Performance de RSA por segmento de GC.....	58
Gráfico 3– Performance de RSPL por segmento de GC.....	59
Gráfico 4– Performance de participação de terceiros por segmento de GC.....	60
Gráfico 5– Performance de composição de endividamento por segmento de GC....	61

LISTA DE TABELAS

Tabela 1– Incadores de desempenho	45
Tabela 2– Estatísticas descritivas das dimensões de governança corporativa em 2016	49
Tabela 3– Teste de KMO e BARTLETT	50
Tabela 4– Total variance explained.....	51
Tabela 5– Componente matrix	52
Tabela 6– Rotated component matrix	52
Tabela 7– Natureza dos dados	54
Tabela 8– Teste de homogeneidade de variância.....	54
Tabela 9– Resultados da análise de variância	54
Tabela 10– Estatísticas descritivas do IQGC	56
Tabela 11– Análise de RSA – retorno sobre ativo.....	57
Tabela 12– Análise de RSPL – retorno sobre patrimônio líquido.....	59
Tabela 13– Análise sobre a participação de capitais de terceiros.....	60
Tabela 14– Análise sobre a composição do endividamento.....	61

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
1.1 Estrutura do texto.....	16
2. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO E NO BRASIL: TRACEJADOS CONCEITUAIS	17
2.1 Origem da Governança Corporativa.....	17
2.2 A Governança Corporativa no Brasil	24
2.2.1 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa	26
2.3 Mecanismos de Governança Corporativa	31
3. SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO.....	35
4. PLATAFORMA METODOLÓGICA ADOTADA.....	39
4.1 Tipo de pesquisa	39
4.2 Projeto Experimental	42
4.3 Universo dos dados.....	42
4.4 Técnicas de análise e tratamento dos dados	43
4.4.1 Análise de Componente Principal.....	45
4.4.2 Desempenho por segmento da Governança Corporativa	46
4.4.3 Desenho da pesquisa.....	48
5. ANÁLISE DOS RESULTADOS	49
5.1 Interpretação e análise do Índice de Governança Corporativa.....	51
5.2 Análise de desempenho das empresas.....	59

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	64
REFERÊNCIAS.....	646
APÊNDICE	75

1. INTRODUÇÃO

O tema governança corporativa ganhou força, devido a sua contribuição para o fortalecimento do mercado de capitais. Pode-se dizer que a Governança Corporativa (GC), é um conjunto de práticas que visam melhorar o desempenho organizacional, além de fortalecer a confiança das partes relacionadas, acionistas, empregados, governo e demais *stakeholders*, alinhando interesses com a finalidade de otimizar o valor econômico de longo prazo.

O objetivo primordial da governança corporativa é assegurar a sustentabilidade a longo prazo e provocar a valorização das empresas, promovendo a imagem organizacional e visibilidade social, a partir de transformações na gestão corporativa.

Os acionistas avaliam a relação de risco e retorno dos investimentos a partir dos modelos de avaliação das empresas, dos mais diversos tipos, incluindo neste caso, seus juízos sobre a Governança Corporativa.

A crise de 1929 e as crises do petróleo registradas nas décadas de 50, 70 e 90 levaram as companhias a criar novos modelos de gestão, neste cenário surgiram as práticas de Governança Corporativa, que consistiam basicamente em mecanismos corporativos para a concordância da relação entre os gestores e acionistas. De acordo com Silveira (2002), entre as principais práticas constantes na maioria dos códigos de governança, estão a necessidade de participação ativa e independente do Conselho de Administração, o fornecimento de informações precisas e transparentes para o mercado e igualdade de direitos entre todos os acionistas.

Alguns autores, como La Porta *et al* (2000), defendem a normatização das práticas de Governança Corporativa como solução aos conflitos de interesses. Os estudos de Neto, Medeiros e Queiroz (2012) concluíram que empresas com níveis de governança mais apurados possuem regras mais claras e objetivas levando a tomada de decisão com transparência e oferecem maior confiabilidade aos acionistas. Segundo Silveira (2002), o senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de

mercado obtenham melhores resultados e também sejam melhor avaliadas em relação ao preço das suas ações.

As companhias que adotam as práticas diferenciadas de Governança Corporativa com a finalidade de reduzir a distância informacional entre os acionistas e os gestores, garantem maior transparência e proteção dos acionistas, isto resulta em minimização dos custos por captação dos investimentos, potencializando o valor das organizações e elevando seu desempenho financeiro. Segundo Santos *et al.*(2016, apud Catapan, Colauto e Barros, 2013, p.2) “os atributos de Governança Corporativa têm o objetivo de induzir os tomadores de decisões a terem atitudes voltadas a maximizar o valor das organizações e alinhar interesses de partes conflitantes”.

Em 2000, visando destacar as empresas comprometidas com as melhores práticas de transparência e governança corporativa, a Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA) implementou a segregação em três níveis distintos de GC, chamados de Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, com nível de exigência decrescente, respectivamente, com adesão voluntária, via contrato entre as partes.

Estudos relevantes sobre o tema revelaram que há relação positiva entre adoção às práticas diferenciadas de governança corporativa, desempenho financeiro e agregação de valor as empresas. Alguns exemplos são pesquisas desenvolvidas por: La Porta *et al.* (2002), Claessens *et al.* (2002), Silveira (2002), Lameira (2007), Correia (2008), Almeida (2012), entre outros autores.

No Brasil, diante das investigações deflagradas em 2014 pela Polícia Federal, com o objetivo de apurar o esquema de lavagem de dinheiro envolvendo grandes companhias, fez com que o tema Governança Corporativa ganhasse ainda mais visibilidade.

Apenas a publicação de balanços contábeis favoráveis e distribuição de dividendos não são mais suficientes. Atualmente, é preciso ir além dos desempenhos financeiros, e determinar regras de responsabilidade, justificar a composição do Conselho de Administração, a estrutura de gestão da propriedade e implantar medidas que necessárias para evitar a manipulação de resultados.

As práticas de Governança Corporativa são essenciais para qualquer tipo de empresa, principalmente para as companhias abertas, nas quais a figura do acionista está distante do gerenciamento do investimento. O tema não poderia deixar de ser importante para o setor elétrico. As companhias deste segmento são de fundamental importância para o desenvolvimento econômico e social do país além de possuir forte influência no mercado, principalmente, sob a produção e a geração de riqueza e renda.

As organizações do setor elétrico são regulamentadas e sofrem interferência do Estado. Devem, então, manter planejamento a longo prazo com estratégia bem definidas para garantir o desenvolvimento econômico nacional.

Em um setor tão complexo e regulamentado, como o setor elétrico, as boas práticas de governança corporativa, podem ser mais valiosas como vantagem competitiva em relação às companhias de setores tradicionais, onde a iniciativa privada é dominante e onde as empresas do setor são mais pulverizadas (ELETROBRÁS,1999).

Neste contexto, diante dos efeitos causados em empresas que adotam níveis diferenciados de governança corporativa, como aumento de atratividade por investidores, a presente pesquisa tem como objetivo geral avaliar se as empresas classificadas em níveis diferenciados de GC apresentam melhores indicadores de desempenho em comparação as empresas Tradicionais. Para isto, buscou-se, como objetivos específicos, (1) construir um índice de qualidade da governança corporativa (IQGC), para constructo deste indicador foram utilizadas definições contidas em legislação vigente, código de melhores práticas emitido pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e conceitos difundidos em teses de mestrado e doutorado; (2) avaliar se o IQGC é maior em companhias que apresentam práticas diferenciadas de GC na bolsa de valores de São Paulo, buscando provar que quanto maior o valor do IQGC melhor a classificação, seguindo a seguinte sequência: Novo Mercado, Nível 2, Nível 1; (3) verificar se as empresas com níveis diferenciados de governança corporativa apresentam melhores performances de desempenho.

Diante do exposto a pesquisa será voltada a obter respostas a seguinte questão-problema: As boas práticas de governança corporativa proporcionam melhor performance de desempenho?

1.2 Estrutura do texto

Partindo do conhecimento teórico e conceitual obtido na fundamentação literária e para o desenvolvimento do tema, o presente trabalho está desmembrado em 5 capítulos, de acordo com sistematização a seguir. O Capítulo 1 compõe aparte introdutória da pesquisa, a delimitação do tema, a justificativa, objetivo geral, objetivos específicos e a própria estrutura do trabalho. No Capítulo 2 são abordados tópicos relacionados à conceituação e elementos históricos da governança corporativa, os conflitos de agência, a governança corporativa no Brasil e apresentação do setor elétrico com seus marcos históricos regulatórios e o cenário da GC aplicada a este setor. No capítulo subsequente são apresentados os procedimentos metodológicos empregados: projeto experimental, universo e amostra, e técnica de análise e tratamento dos dados. No Capítulo 4 apresenta duas seções bem definidas: a primeira apresenta a interpretação e análise do Índice de Governança Corporativa, neste é calculado o IQGC a partir da análise de componentes principais; a segunda é a análise de desempenho das empresas por nível de governança, aqui são delineados os indicadores de desempenho por nível de segmentação da GC, ou seja, Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicionais. Finalmente no Capítulo 5 discorre as considerações finais da pesquisa, as contribuições, as recomendações e as limitações do estudo.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MUNDO E NO BRASIL: TRACEJADOS CONCEITUAIS

Diante do crescimento das empresas e abertura dos mercados de capitais a figura do proprietário foi dissociada da gestão dos negócios, com isto, surgiu o conflito de agência causado principalmente pela assimetria informacional que beneficia os executivos levando-os ao afastamento do objetivo da contratação que é gerir as companhias para geração de riquezas aos investidores. Neste contexto, os primeiros indícios de práticas de Governança Corporativa foram instituídos para reduzir o risco de expropriação de riquezas.

2.1 Origem da Governança Corporativa

A terminologia Governança Corporativa originou-se do latim “*gubernare*”, que significa “governar”, “dominar”, “mandar”, “conduzir” ou “administrar”, enquanto “*corporate*”, quer dizer corporação. Os mecanismos de Governança Corporativa surgiram em resposta à problemática de expropriação das riquezas dos acionistas por parte dos gestores e pode ser entendida como um acervo de práticas que permeiam um modelo de gestão afim de otimizar o desempenho das organizações seja em âmbito corporativo, familiar ou social. Apesar do tema ser recente os dilemas que inspiraram a sua criação são antigos e tratam da sobreposição dos interesses individuais em detrimento da propriedade de terceiros, configurando assim, conflitos éticos.

Sob o contexto de afastamento da figura dos proprietários da administração direta das empresas resultou em fenômeno denominado como “conflito de agência”, caracterizada pela diferença entre os interesses dos acionistas e gestores, esses podem fazer uso de informações privilegiadas, ou seja, beneficiar-se da assimetria informacional que contempla-os para bem-estar próprio.

O artigo formatado pelo *Financial Times* e publicada no website *Valor Econômico* em 23/06/2005, *B.Espen Eckbo* reflete sobre o pensamento do economista Adam Smith (1776) que demonstrava preocupação sobre o assunto. 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 de questões dessas empresas.

A governança corporativa surgiu como ferramenta para o alinhamento entre gestão e a estrutura de propriedade, consentindo que governança corporativa promove a eficiência por meio de políticas de gerenciamento que levem à competitividade operacional (FRANCISCO,2014).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) explica a governança corporativa como um conjunto de práticas que visam otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas: investidores, empregados, credores etc. As boas práticas de governança têm como propósito ampliar o valor da sociedade, criar mecanismos para facilitar acesso ao capital e contribuir para o bom funcionamento (IBGC, 2009).

A Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) conceitua governança corporativa considerando como um sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A sua estrutura especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os Diretores Executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas (OCDE, 2011).

No início dos anos 80, nos Estados Unidos o termo Governança Corporativa começou a ser difundido como solução para gestão abusiva de alguns executivos e ganhou força quando o caso Texaco foi conhecido pela sociedade. Em 1984, os diretores e o conselho de administração da Companhia Texaco, que mantinha atividade petrolífera, fizeram uso amoral de uma prerrogativa legal norte-americana, chamada *American Companies Act*, e realizaram compra de ações por valor acima do valor de mercado com a finalidade de evitar a majoração da participação de alguns acionistas minoritários, evitando a interferência destes nas nomeações dos membros da alta administração. Essa operação, resultou em prejuízo de US\$ 137 milhões a Companhia. Ao observar este contexto, o fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, *Calpers (California Public Employees Retirement System)*, tomou algumas ações como, emitir uma resolução afirmando que não iriam aceitar situação similar, além disso, listou

os pontos de melhoria a serem implementados, entre eles, reduzir a dependência do conselho em relação aos gestores, aplicar aumento de salários relacionando a meritocracia e medidas a serem tomadas para evitar oferta de compras hostis.

Segundo Carlsson (2001), a *Calpers* se posicionou sobre três temas essenciais para formação das práticas de Governança Corporativa, são estes: abuso do poder dos gestores, direitos gerais dos gestores e criação de valor e papel do Conselho. Em 1985, a *Calpers* iniciou sua forte atuação para criação do Conselho dos Investidores Institucionais (*CII – Council of Institutional Investors*).

Em paralelo, no Reino Unido, as estruturas das empresas sofriam, também, com o paradigma de dissociação da figura dos proprietários da administração das empresas, e, diante dos recorrentes escândalos que assolava o mercado financeiro o Partido Conservador determinou que caso ações resolutivas não fossem tomadas eles interfeririam com medidas legislativas. Diante desta pressão, a bolsa de valores de Londres, compôs um comitê que detém a responsabilidade de revisar os aspectos de Governança Corporativa no âmbito das práticas contábeis, a este comitê foi denominado de *Cadburye*, e em 1992 publicaram documento que seria o marco da Governança Corporativa no país, o *The Financial Aspects of Corporate*.

A bolsa de valores de Londres, com o apoio de outras organizações, criou um novo Comitê, chamado de *Hampel*, e este foi incumbido de elaborar altos padrões de governança corporativa que foram transcritos em documento *Combined Cod* e incorporados como uma das exigências da bolsa de valores de Londres para companhias listadas.

Pode-se resumir os principais momentos históricos que fundamentaram a governança corporativa ao redor do mundo nos seguintes acontecimentos:

- a) o advogado, empresário, executivo e também ativista Robert Monk em 1989, atacou a deficiente transparência na administração e defendeu uma maior intervenção dos órgãos reguladores no mercado de capitais;
- b) criação no Reino Unido de comissão com a finalidade de formalizar o Código de Cadbury da Melhores Práticas de Governança Corporativa baseada nos princípios de prestação responsável de contas e transparência;

- c) fundação em 1961, da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), atuante no intercâmbio de informações e alinhamento político, mantida para potencializar a ascensão econômica;
- d) lei Sarbanes – Oxley (SOX): “com o objetivo de criar mecanismo de gestão mais consistentes e transparentes, retomando a confiança dos investidores do mercado de capitais” (Silva *et al*, 2007, p.14);

O empresário, advogado, ativista e americano Robert Monks incomodado com a forma de gestão das empresas, principalmente, por inferir que o direcionamento dos negócios era voltado as concepções dos administradores, dedicou-se a formulação de práticas de GC. Nos seus estudos, identificou, ainda, acionistas minoritários concentravam as suas preocupações em maximizar o valor de suas ações, sem demonstrar grande interesse nas decisões que levassem a fortificação das sociedades.

Diante desse cenário, o advogado, decidiu dedicar se a melhorar a Governança Corporativa no país. A partir de então, realizou algumas pesquisas na área e ao constatar a dispersão dos acionistas em detrimento do controle das sociedades contatou colegas, também empresários, e iniciou processo de disseminação das suas ideias. De acordo com Chiappin (2016) Monks mantinha a intenção de levar os acionistas para os conselhos das companhias, para fomentar a participação nos processos decisórios. Segundo o autor, o ativista objetivava formar uma massa crítica para tentar mudar o cenário de estrutura de propriedade nas empresas.

O americano teve apoio do governo e criou uma disciplina acadêmica para a Governança Corporativa, a partir de então desenvolveu algumas políticas voltadas aos direitos de propriedade e ganhou mais espaço para disseminação de suas ideias. Monks conseguiu chamar a atenção de diversos empresários e provar que a implementação da GC poderia retornar-lhes o poder e valores.

“Por meio do seu ativismo, Robert Monks contribuiu para o avanço da Governança Corporativa, e após muitos anos, reconheceu as limitações dos seus esforços, mas manteve-se zeloso pela missão”, de acordo com Chiappin (2016).

O Código de boas práticas de governança corporativa, chamado de *The Financial Aspects of Corporate Governance*, também conhecido como *Cadbury*

Report, foi publicado em dezembro de 1992, no Reino Unido. O código foi elaborado por um comitê liderado por Adrian Cadbury, diante do cenário econômico comprometido que encontrava-se o Reino Unido na época.

Os investidores britânicos enfrentavam grande desconfiança em relação ao mercado, esta reação resultou da falta de honestidade e responsabilidades observados nos casos relacionados as empresas, *wallpaper group Coloroll* e *Asil Nadir's Polly Peck*. Nestes dois casos ocorreram problemas financeiros súbitos nas empresas, que não havia sido previamente identificado em prestação de contas. Além desses, outros dois casos assolavam o mercado, são eles, *Bank of Credit and Commerce International* e o caso *Robert Maxwell*, produtos de gestão inadequada. (UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, 2015).

Diante desse contexto, “o objetivo do código era ajudar a elevar os padrões de Governança Corporativa e o nível de confiança nos relatórios financeiros e de auditoria, com definições claras das responsabilidades dos envolvidos” (Chiappin,2016). A *London Stock Exchange* começou a exigir que as empresas listadas cumprissem ou justificassem os seus níveis de adequação a este código. (UNIVERSITY OF CAMBRIDGE, 2015).

A iniciativa inspirou internacionalmente outras medidas como o estabelecimento da *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD). De acordo com Chiappin (2016) o tratamento da Governança Corporativa inglesa, baseada no primórdio “cumprir ou explicar”, continua simbolizando governança forte e eficaz, o que garante ao Reino Unido valorização e respeito, por parte de investidores e empresas.

A Organização para Cooperação Europeia (OEEC) iniciou suas atividades em 1948 para efetivar as medidas previstas no Plano Marshall financiado pelos Estados Unidos. Os governos estavam convencidos da inter-relação entre as economias, então, o Canadá e os EUA foram convidados a fazer parte dessa organização que passou a ser chamada de *Organisation for Economic Co-operation and Development* – OECD em 1960. Desde a entrada dos estadunidenses na OECD a riqueza nacional quase triplicou nas cinco primeiras décadas, calculadas em termos de produto interno bruto per capita.

Os membros da OECD se reúnem com a perspectiva de identificar problemas, refletir sobre esses assuntos e promover soluções, a partir desses esforços de aperfeiçoamento ajudam Estados-membros e não membros na melhoria das práticas de Governança Corporativa. Segundo a definição de Chiappin (2016),

a OECD é uma Organização que tem como missão promover políticas que melhorem o bem-estar econômico e social das pessoas em todo o mundo. Possui 34 países membros e é focada em promover políticas destinadas ao crescimento econômico sustentável, com geração de emprego e aumento do padrão de vida nos países membros. Trabalha para contribuir na manutenção da estabilidade financeira, levando ao desenvolvimento da economia mundial. (CHIAPPIN,2016, P.31)

Os pontos relevantes tratados pela proposta difundida pela OECD segundo as palavras de Fonseca *et al.*[200-]. são:

- O governo não deve estar envolvido na administração diária das estatais e deve permitir a elas total autonomia operacional para atingir os objetivos definidos.

-O Estado e a empresa estatal devem reconhecer os direitos de todos os acionistas e assegurar a eles tratamento justo e igual acesso às informações corporativas.

-Empresas estatais devem obedecer elevados padrões de transparência. Devem desenvolver uma prestação de contas consistente e agregada sobre a estatal e publicar anualmente um conjunto de relatórios. E devem estar sujeitas aos mesmos padrões de alta qualidade para contabilidade e auditoria que as companhias privadas e que sejam reconhecidos internacionalmente.

-As direções das estatais devem ter a autoridade necessária, competência e objetividade para exercer suas funções de direção estratégica e monitoramento administrativo. Elas devem agir com integridade e prestar contas pelos seus atos. A direção deve exercer suas funções de monitorar a administração e dirigir estrategicamente, sujeitos aos objetivos traçados pelo governo. (FONSECA *et al.*, [200-], P.8)

Os americanos desde as fortes crises sofridas em 1929, ano em que foram observados escândalos financeiros que comprometeram a economia nacional e internacional, buscavam acalmar e moralizar o mercado corporativo, e fizeram isto por meio da Lei Sarbanes-Oxley (SOX) assinada em julho de 2002. Diferente dos britânicos, que instauraram código de boas práticas de governança corporativa a caráter não obrigatório, os estadunidenses criaram uma lei que de acordo com as palavras de Chiappin (2016, p.33 apud Bazerman, Loewenstein e Moore, 2002, p.96) “têm vastos poderes para punir e combater a corrupção, monitorar empresas de contabilidade e aplicar sanções penais duras para seus responsáveis, incluindo extensas penas de prisão por fraude contábil”.

A Lei Sarbanes-Oxley é um pacote de reformas dedicado a ampliar a responsabilidade dos executivos, aumentar a transparência, assegurar mais independência ao trabalho dos auditores, introduzir novas regras aos trabalhos desses profissionais e reduzir os conflitos de interesses que envolvem analistas de investimentos. Essa Lei amplia também substancialmente as penalidades associadas às fraudes e crimes de colarinho branco (MACHADO, 2003)

Consoante Rossetti e Andrade (2012), os valores defendidos pelo ativista Robert Monks foram preservados na Lei de SOX e ganharam destaque na literatura sobre GC, são eles: *compliance*, *accountability*, *disclosure*, e *fairness*.

As recomendações contempladas na Lei SOX para esses valores são os seguintes de acordo com Beys (2009, p. 34-36):

- a) adoção pelas corporações de um código de ética para seus principais executivos, que deverá conter formas de encaminhamento de questões relacionadas a conflitos de interesse, divulgação de informações e cumprimento das leis e regulamentos;
- b) as corporações que não adotarem a explicação de condutas em um código de ética deverão explicar as razões da não-adoção.
- c) as empresas devem revisar os relatórios e certificar-se de que não há falsas declarações ou omissões de fatos relevantes;
- d) as demonstrações financeiras devem revelar adequadamente a posição financeira, os resultados das operações e os fluxos de caixa;
- e) as empresas devem divulgar aos auditores e ao comitê de auditoria todas as deficiências significativas que eventualmente existam nos controles internos, bem como quaisquer fraudes evidenciadas, ou mudanças significativas ocorridas após a sua avaliação;
- f) as empresas devem possuir responsabilidades pelo estabelecimento de controles internos, pelos seus desenhos e processos e pela avaliação e monitoramento de sua eficiência.
- g) adoção pelas corporações de um código de ética para seus principais executivos, que deverá conter formas de encaminhamento de questões relacionadas a conflitos de interesse, divulgação de informações e cumprimento das leis e regulamentos;

- h) as corporações que não adotarem a explicação de condutas em um código de ética deverão explicar as razões da não-adoção.

2.2 A Governança Corporativa no Brasil

O movimento de privatizações, o controle da inflação pela implantação do Plano Real, e abertura do mercado nacional trouxe ao Brasil às práticas de Governança Corporativa, na década de noventa. As negociações de ações brasileiras, por meio de emissão de *American Depositary Receipts* (ADR's) em bolsa de valores internacionais, como a *New York Stock Exchange*, obrigou a adoção de práticas de GC para atender aos critérios exigidos pelo mercado externo mais desenvolvido.

De acordo com Silveira (2002), estudos realizados em 2001 por MCKUNSEY & COMPANY, KORN/FERRY e IBGC, traçaram o perfil das empresas no Brasil, destacaram que as sociedades são predominantemente familiares ou com capital pouco pulverizado, além disso, os investidores minoritários são pouco ativos. A composição acionária é formada, principalmente, por ações ordinárias e há alto fluxo de emissão de ações preferenciais. O Conselho de Administração não apresentava número suficiente de membros independentes e a remuneração como forma de incentivo a longo prazo não era tratado como fator relevante.

A participação limitada dos investidores minoritários e a consequente baixa influência sobre os negócios, gera conflito de agência, mas neste caso, entre, acionista majoritário que possuem mais de 50% do capital votante das empresas e os investidores minoritários. Essa característica é resultado do uso de artifício de emissão de ações preferenciais sem direito a voto.

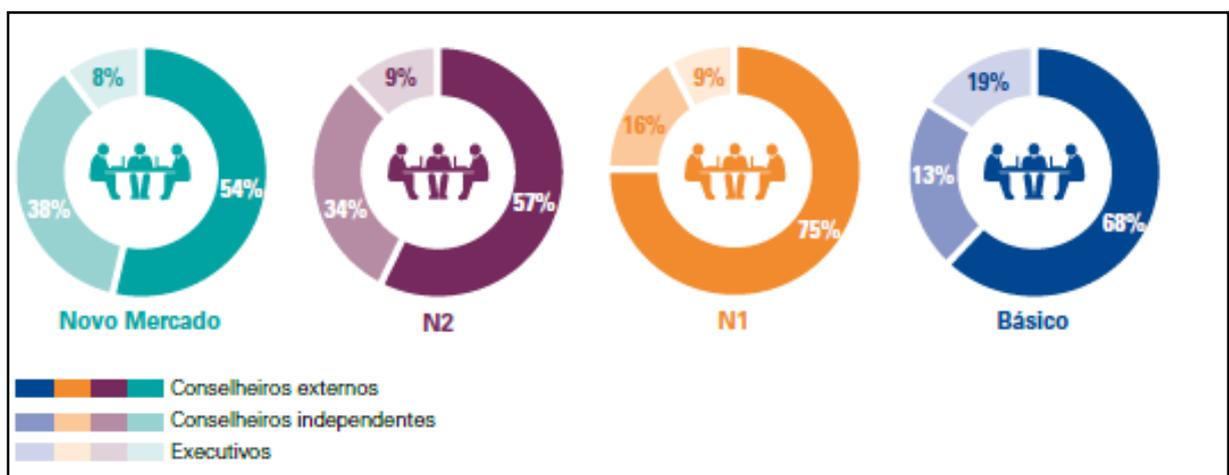
Essa concentração de ações ordinárias leva a escolha de membros do Conselho de Administração que representem apenas os interesses dos controladores. Isto causa fraturas na postura independente do órgão. Além disso, em grande parte das empresas familiares o conselheiro não possui formação e experiência de mercado suficiente para ocupar o cargo.

Uma pesquisa mais recente aplicada pela KPMG (2016), sobre o mercado de capitais brasileiro e a governança corporativa, foram apurados dados de 223

empresas abertas brasileiras em 2016, divididas em quatro grupos de acordo com os níveis diferenciados de GC, Novo Mercado, Nível 1, Nível 2 e Básico (Tradicional). Nesta pesquisa concluiu-se que sobre o Conselho de Administração a quantidade média de membros é de 7,2 conselheiros, entre eles 31% foram indicados por acionistas minoritários. O Nível 1 apresentou maior média de membros do Conselho de administração (8,8 conselheiros), em relação aos demais níveis inclusive o Novo Mercado. Outra característica destacada é que pelo menos 50% das companhias avaliadas reportam relações familiares entre os administradores do emissor, controladores e controladas. Cerca de 30% dos conselheiros de administração são independentes, sendo a média do Novo Mercado a mais incisiva representando 38% do número total de membros, enquanto as empresas tradicionais registraram apenas 13%. Na população analisada as empresas classificadas com níveis diferenciados de GC não possuem presidentes executivos como presidente do Conselho de Administração, porém nas empresas tradicionais foram identificados que em 29% das companhias essas posições são ocupadas cumulativamente. Obteve-se que aproximadamente metade das companhias analisadas há Comitê de Auditoria.

Na Figura 1, pode-se observar que as empresas classificadas com Nível 1 de GC apresentam o maior percentual de membros externos (75%), em contrapartida, o Novo Mercado possui o menor número de membros executivos, ou seja, conselheiros não dependentes.

FIGURA 1 – COMPOSIÇÃO DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO



Fonte: KPMG (2016)

Sobre a remuneração dos administradores observou-se que o número de empresas que utilizam liminar para não divulgar essa informação ainda é relevante, na pesquisa aplicada pela KPMG, 44 (quarenta e quatro) empresas não apresentaram essas informações.

A competitividade entre os mercados e o desejo de ampliar as negociações em bolsas no exterior levou o Brasil a tomar algumas medidas visando melhores práticas de Governança Corporativa, entre elas, a criação do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa em 1995, a aprovação da lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001 (a nova lei das S.A's), a criação dos níveis diferenciados de Governança Corporativa para companhias listadas na BM&FBovespa, o estabelecimento de novas regras pela Secretaria de Previdência Complementar (SPC) e a preferência de concessão por financiamentos a empresas que adotassem práticas de governanças por parte do BNDES.

2.2.1 Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa foi criado em 1995, idealizado pelos administradores Bengt Hallqvist e pelo professor e consultor João Bosco Lodi, no primeiro momento chamava-se de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), passou a ser chamado de IBGC em 1999. O propósito deste órgão é “ser referência em Governança Corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes de nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade” (IBGC, 2016).

O Conselho de Administração foi o foco da primeira edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, emitido em 1999 e revisado em 2001, 2004 e 2009. Na última edição sofreu algumas alterações para adaptar-se aos códigos mais robustos, como o americano e o britânico.

Pode-se dizer que a governança corporativa é composta por um sistema de valores composto pelos pilares da:

- a) equidade: caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos, sejam investidores ou demais partes interessadas (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis sob a visão do IBGC (2004);
- b) transparência: caracteriza-se pelo processo de transparência das informações, especialmente das de alta relevância que impactam nos negócios e que envolvem riscos (ANDRADE, ROSSETTI, 2004);
- c) prestação de contas: caracteriza-se pelo fato dos agentes de governança corporativa em prestar contas de sua atuação a quem os elegeu e respondem integralmente por todos os atos que pratiquem no exercício de seus mandatos (IBGC,2004)
- d) responsabilidade corporativa: caracteriza-se pela conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país (ANDRADE, ROSSETTI, 2004). Além disso, de acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), os conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição de seus negócios e operações, a chamada responsabilidade Corporativa.

No entendimento de Silva (2012) as determinações presentes no Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa levam a solidez e sucesso das empresas que as adotam. No Quadro 1 pode-se seccionar por mecanismos de governança as práticas destacadas por Andrade e Rossetti (2012).

Na tentativa de atrair novos investidores e desenvolver o mercado de capitais brasileiro, a BM&FBOVESPA incentivou mais fortemente a adoção de práticas de Governança Corporativa apresentando o nível de adequação a regulamentação de boas práticas de Governança Corporativa em três patamares: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

A segmentação entre os níveis diferenciados de governança corporativa funciona como um selo de qualidade e as empresas que desejam apresentar práticas

diferenciadas de governança devem seguir a rígidos critérios como regras além das exigidas pela legislação. Segundo Ferreira (2012), a decisão de segmentar as empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo, levou a atratividade pelos investimentos tornando mais baixo o custo por financiamento.

Quadro 1 – Resumo das melhores práticas de Governança Corporativa recomendadas pelo IBGC

PROPRIEDADE	<ul style="list-style-type: none"> a) Adoção do conceito “uma ação, um voto”. b) Acessibilidade de todos os acionistas aos acordos entre os sócios. c) Assembleia geral como órgão soberano. d) Transferência de controle a preços transparentes e estendidos a todos os acionistas (tag along). e) Solução de conflitos preferencialmente por meio de arbitragem. f) Manutenção de alta dispersão (free float) das ações em circulação.
CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	<ul style="list-style-type: none"> a) Recomendável para todas as companhias, independentemente de sua forma societária. b) Normatização por regimento interno, com clara definição de funções. c) Dois Presidentes: Chairman e CEO não acumulam funções. d) Criação de comitês especializados, com o destaque para o de auditoria. e) Número de membros entre 5 e 11, em sua maioria independentes, com experiência e perfis complementares. f) Clara definição das qualificações dos conselheiros: base para avaliações individuais, com periodicidade anual. g) Processos formalmente estabelecidos.
GESTÃO	<ul style="list-style-type: none"> a) Escolha e avaliação formal dos gestores pelo Conselho de Administração. b) O CEO é o responsável pela execução das diretrizes fixadas pelo Conselho de Administração. c) Demais diretores executivos: CEO indica, Conselho de Administração aprova. d) Relacionamento transparente com todos os stakeholders. e) Transparência, clareza e objetividade na prestação de contas. f) Responsabilidade pela geração do relatório anual. g) Responsabilidade pelo desenvolvimento do código de conduta corporativa.
AUDITORIA INDEPENDENTE	<ul style="list-style-type: none"> a) Existência Obrigatória. b) Independência em relação à companhia. c) Função essencial: verificar se as demonstrações financeiras refletem adequadamente a realidade da companhia. d) Plano de trabalho fixado pelo Conselho de Administração.
CONSELHO FISCAL	<ul style="list-style-type: none"> a) Órgão não obrigatório, eleito pelos acionistas. b) Composição: conhecimento do campo de atuação da companhia e diversidade de experiências profissionais, pertinentes às funções desse conselho. Atuação sob o regimento interno. c) Agenda complementar de cooperação com as das auditorias interna e independente.

Fonte: Adaptado Rossetti e Andrade 2012, p. 468

A divisão dos níveis de GC está estruturado em Novo Mercado, segmento com maiores exigências, Nível 2, nos quais as empresas possuem nível elevado de boas práticas de governança, e o Nível 1 com regras mais brandas. O Quadro 2 explicita tais níveis comparando-os e contrastando com o tradicional.

As exigências que devem ser cumpridas para que as empresas sejam classificadas com Nível 1 de Governança Corporativa são: (a) manter um percentual mínimo de 25% das ações em circulação; (b) apresentação mais completa das informações trimestrais; (c) cumprir regras de transparência; (d) divulgação de *stock options*; (e) disponibilização de calendário anual de eventos corporativos.

As regras aplicáveis as sociedades aderentes ao Nível 2 são cumulativas ao do Nível 1 adicionando das seguintes exigências: (a) os mandatos dos membros do Conselho de Administração não deverá ultrapassar dois anos; (b) Disponibilização de relatórios anuais seguindo as normas US GAAP ou IAS GAAP; (c) equidade nas condições de vendas do controles da companhia entre acionistas controladores e detentores de ações ordinárias, e pelo menos garantir 70% do valor para acionista preferenciais, entre outros. O Novo Mercado é reflexo do *Neuer Market* criado na Alemanha em 1997. As companhias pertencentes ao Novo Mercado, além de adotarem as normas aplicáveis ao Nível 2, também, devem emitir apenas ações ordinárias. No Quadro 2, fica evidente as principais diferenças por níveis de GC.

Quadro 2 – Comparativo dos Segmentos de Listagem

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Características das ações emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)	Permite a existência de ações ON e PN (conforme legislação)
Percentual mínimo de ações em circulação (free float)	No mínimo 25% de free float			Não há regra
Distribuições públicas de ações	Esforços de dispersão acionária			Não há regra
Vedação a disposições estatutárias	Limitação de voto inferior a 5% do capital, quórum qualificado e “cláusulas pétreas”		Não há regra	
Composição do conselho de administração	Mínimo de 5 membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes com mandato unificado de até 2 anos		Mínimo de 3 membros (conforme legislação), com mandato unificado de até 2 anos	Mínimo de 3 membros (conforme legislação)
Vedação à acumulação de cargos	Presidente do conselho e diretor-presidente ou principal executivo pela mesma pessoa (carência de 3 anos a partir da adesão)			Não há regra
Obrigações do conselho de administração	Manifestação sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações da companhia		Não há regra	
Demonstrações financeiras	Traduzidas para o inglês		Conforme legislação	
Reunião pública anual e calendário de eventos corporativos	Obrigatório			Facultativo
Divulgação adicional de informações	Política de negociação de valores mobiliários e código de conduta			Não há regra
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON e PN	80% para ações ON (conforme legislação)	
Oferta pública de aquisição de ações, no mínimo, pelo valor econômico	Obrigatoriedade em caso de cancelamento de registro ou saída do segmento		Conforme legislação	
Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatória		Facultativa	

Fonte: BM&F Bovespa – Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br>, 26/06/2017.

2.3 Mecanismos de Governança Corporativa

A combinação de variáveis para constructo de um índice que mensure a qualidade da governança corporativa é tarefa complexa, e a escolha arbitrária dessas variáveis, bem como, a ausência de teoria convencional para orientar o indicador é uma limitação do estudo de acordo com Brown *et al.* (2011), no entanto, isto não impede que pesquisas sejam efetuadas. “Uma das formas de eleger os indicadores para criação de um índice de qualidade de governança corporativa se dá pelo quadro da teoria da agência” (COELHO, 2016, p.29). Diante disso, as variáveis, ou mecanismos de governança, podem ser dispostas a elucidar o problema de expropriação das riquezas por parte dos executivos em relação aos investidores, ou, ainda, dos acionistas controladores em detrimento dos acionistas minoritários.

No presente estudo, essas variáveis terão respaldo de pesquisas já implementada em dissertações e teses de doutorado justificando a sua aplicação.

Um dos principais mecanismos internos que as companhias dispõem para a resolução dos conflitos de interesse é o Conselho de administração. “Uma vez que tem como dever proteger os interesses dos *stakeholders* e monitorar o comportamento oportunista do gestor, o conselho de administração desenvolve um papel singular na governança corporativa” (COELHO, 2016, p.31). Para desempenhar com louvor o seu papel, o Conselho de administração, deve seguir alguns padrões descritos em códigos de melhores práticas como: tamanho, membro externo/independente, número de reuniões e a separação de funções entre o *Chief Executive Officer* (CEO) e o Presidente do Conselho de Administração (*Chairman*).

O número ideal de conselheiros está previsto pelo IBGC que define entre 5 a 11 membros. Esse número é resultado de uma série de pesquisas significantes desenvolvidas por Lipton e Lorsch (1992), Jensen (1993) e Weisbach (1988) sobre o assunto que concluíram que um número elevado de membros levaria a morosidade na tomada de decisão e ineficiência. Adicionalmente, recomenda-se que o CEO e o Chairman não sejam funções cumulativas, Silva e Leal (2005) explicam que quando o CEO e o presidente do conselho são a mesma pessoa, as empresas são menos propensas a demitir o CEO, visto que esse pode influenciar a alta administração como também os próprios membros do conselho.

É característico das empresas brasileiras a forte concentração das ações com direito a voto, isto é resultado da possibilidade de emissão de papéis para negociação de dois tipos, que são, as ações ordinárias (com direito a voto) e as ações preferenciais (sem direito a voto). Tendo em vista um ambiente marcado pela separação entre os interesses de controle e fluxo de caixa, está inerente o conflito de agência que ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritário. De acordo com as ideias de Okimura *et al.* (2007), os controladores teriam o poder de desfrutar de benefícios privados da empresa enquanto os custos desses benefícios seriam distribuídos entre todos os demais acionistas.

A concentração de propriedade também apresenta aspectos positivos como o poder de monitoração das ações dos gestores com o intuito de pressioná-los a canalizar os esforços para maximizar a valorização das companhias. No entanto, algumas pesquisas elaboradas por Shleifer e Vishny (1997), Morck *et al.* (1988); La Porta *et al.* (2000); e Claessens *et al.* (2002), identificaram que a separação entre direito de fluxo de caixa e direito de controle resulta em efeito negativo no valor das empresas.

“Os incentivos aos administradores por meio de pacote de remuneração podem ser tratados como um mecanismo de governança corporativa” (COELHO, 2016, p.35). Acredita-se que um executivo tende a colocar menos em risco o seu cargo quanto maior for a sua remuneração, ou seja, isto pode levar os administradores a tomarem decisões em linha com o propósito de valoração das empresas. Assim, segundo Okimura (2003), os agentes teriam mais incentivos a maximizar a riqueza dos acionistas se agindo dessa maneira fossem recompensados proporcionalmente.

Desta forma, confiasse que a remuneração aos administradores por meio dos atributos de opções de ações, bônus e participação nos resultados causem maior qualidade da Governança Corporativa, pois essa abordagem implica na conversão de interesses entre gestores e acionistas funcionando de maneira a complementar no controle dos problemas de agência (COELHO, 2016).

O *disclosure* é ferramenta essencial de governança corporativa, por tratar do canal de comunicação entre gestores e acionistas, no contexto nacional, no qual há assimetria informacional entre os acionistas controladores e acionistas minoritários o papel desse mecanismo é fundamental.

Partindo do pressuposto que os acionistas controladores monitoram os executivos a tomarem as decisões sobre o nível de divulgação das informações, qualidade e pontualidade dos dados que serão apresentados ao mercado é interessante para o estudo analisar o *disclosure* diante de três atributos: divulgação de relatórios adicionais voluntariamente, tempestividade e auditoria externa (COELHO, 2016).

Empresas que optam por emitir relatórios adicionais aos exigíveis estão visando aumento da liquidez das ações e redução do custo de capital (VERRECCHIA, 1983).

Outro atributo da GC é a tempestividade, o CPC 00-Pronunciamentos Conceitual Básico, determina que uma das características de melhoria da informação contábil é a tempestividade. O pesquisador Soltani (2002), trata que a utilização dos relatórios contábeis é base para a tomada de decisão, no entanto, o atraso dessas informações pode ocorrer perda da qualidade da informação e prejudicar a tomada de decisão.

Manter a demonstração financeira auditada por companhias de auditoria classificadas como *Big For* é requisito para considerar que a empresa mantém interesse em demonstrar boas práticas de governança. “A explicação para isso é que grandes empresas de auditoria têm uma reputação mais valiosa para proteger e possuem maior risco de litígio que empresas menores o que lhes proporcionam maiores incentivos para serem mais conservadoras e diligentes” (COELHO, 2016, p.38).

O comitê de auditoria tem como “objetivo supervisionar os processos da contabilidade e informação financeira, além de lidar com a contratação, compensação e supervisão da empresa independente que irá preparar os relatórios de auditoria e trabalhos relacionados” (COELHO, 2016, p.40).

O IBGC denota que o comitê de auditoria seja composto por membros do Conselho de administração, no mínimo três membros, preferencialmente independentes, todos com instrução em contabilidade e finanças. Com base nas suas atribuições acredita-se que a existência de um comitê de auditoria aperfeiçoa o

ambiente de monitoramento, isto, resulta em mitigação do conflito de agência, sendo, então, mecanismo de governança corporativa.

A discussão sobre assimetria informacional está voltada a tratar sobre a separação entre controle e propriedade objeto do conflito de agência. Ou seja, os executivos detêm as informações das companhias, pois estão mais próximos das atividades, diferentemente dos acionistas. Os administradores, podem aproveitar desse beneficiamento de dados privilegiados para obter ganho próprio afastando-se do objetivo para qual foram contratados que é maximizar o valor das organizações.

A mensuração desse mecanismo de governança corporativa se deu por meio de *proxies*. Considerando-se que empresas que negociam ADR (*American Depositary Receipts*) e/ou apresentam adesão às práticas diferenciadas de governança corporativa reduzem a assimetria informacional, esta proposição foi defendida pelos seguintes autores Iquiapaza *et al.* (2008); Byun *et al.* (2011).

3 SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO

O país mantinha suas bases econômica voltadas a exportação do café com polos produtivos localizados nas províncias do Rio de Janeiro e São Paulo, quando em 1879 estreou a primeira experiência elétrica, caracterizada pela iluminação interna da Estação Central da Estrada de Ferro D. Pedro II, atual Central do Brasil.

Nos primeiros momentos a geração de energia fornecida a locais e transportes públicos era de origem termoelétrica, como a utilizada para carregar a bateria dos bondes em Niterói no ano 1883. A transição dos séculos XIX e XX sinalizou ao mercado externo a expansão urbana das cidades atraindo Companhias internacionais como a canadense *Light and Power Company Limited*.

Os engenheiros da Light logo identificaram o território como propício para construção de hidroelétricas que seriam fontes de energia despolidas e econômicas em comparação com as térmicas. A primeira obra da canadense, foi a usina de Fontes Velhas capaz de gerar até 24 mil kW de potência em 1909.

A fiscalização e regulamentação imposta pelo governo na época era nenhuma, ou quase nenhuma, o que possibilitava as empresas a livre tomada de decisão sobre o fornecimento do serviço, bem como a definição do valor da tarifa cobrada aos consumidores. Futuramente, o estado indica interesse em regulamentar a tabela de preços com a promulgação da “Cláusula de Ouro”, que firma preços internacionais a serviços e produtos ofertados no Brasil, por intermédio da correção cambial mensal das tarifas (FARIAS, 2006,p.37).

O modelo agroexportador como garantia de estabilidade monetária estava supersaturado e isto foi causado pela política de valorização do café que trouxe problemas como o excesso de oferta do produto, além disso, a crise de 1929 impediu a obtenção de novos créditos no exterior para financiar a retenção de estoques de café, freando a medida de manutenção dos preços. Esses fatos levaram o governo a redefinir o papel do Estado na formação das políticas econômicas voltadas ao panorama urbano-industrial surgido de forma indireta no Brasil. Então, moderadamente ocorreu a expansão fabril que ganhou força pelo aumento dos preços

dos produtos manufaturas produzidos no exterior e a queda na capacidade de se fazer importações.

O crescimento industrial do período proporcionou desenvolvimento equivalente ao setor elétrico e isto elevou o interesse da União em estabelecer medidas a regulamentar a área, sendo as principais: passar a ser o único poder concedente, interrupção dos processos de autorização de novos aproveitamentos de cursos da água, a proibição de aquisições de empresas, extinção da cláusula de ouro e as tarifas passaram a ser fixadas pelos custos de operação e valor histórico dos investimentos, esse conjunto de normas ficou conhecido como o código das águas.

Sobre a intervenção mais ativa do Estado no setor, Farias (2006) argumenta, que o Código também assegura ao poder público a possibilidade de exercer um controle muito mais rigoroso sobre as concessionárias de energia elétrica, autorizando de maneira legal a fiscalização técnica, financeira e contábil a todas as empresas do setor (FARIAS, 2006, p.39)

O Conselho Nacional de Águas e Energia Elétrica – CNAEE foi criado na década de 30 com o objetivo de colocar em prática as disposições contidas no Código de Águas, ou seja coordenar a atuação do Estado sobre o âmbito hidroelétrico, até então monopolizado pela iniciativa privada.

As maiores Companhias da época, a Light e a American Foreign Power (Amforp), apresentaram resistência ao Código das Águas, pois este estabeleceu que as autorizações ou concessões seriam conferidas exclusivamente a brasileiros ou a empresas organizadas no Brasil, no artigo 195 (Decreto 24.643, de 10 de julho de 1934).

O governo, por sua vez, descontente com as multinacionais não reinvestirem os lucros apurados com a venda da energia elétrica no país, decidiu ir além da estratégia de regulador e fiscalizador passando a assumir o papel de produtor. Sendo assim, em 1945 foi instalada a Companhia Hidroelétrica de São Francisco – Chesf, primeira obra estatal voltada a aproveitar os recursos do citado rio, e designada a construir e operar a obra de Paulo Alfonso inaugurada dez anos depois.

Em 1951, o presidente Vargas em busca de um modelo sólido para estruturação do setor energético acordou com Washington a criação da chamada

Comissão Mista de Brasil – Estado Unidos para Desenvolvimento Econômico (CMBEU), integrada por técnicos, políticos e empresários brasileiros e americanos, com a finalidade de iniciar um planejamento estratégico para expansão e interligação dos diversos sistemas de energia elétrica. Os gargalos do setor foram identificados pela comissão e os investimentos necessários para corrigi-los foram negociados em com o Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento e o Banco de importação e exportação. No findo do mesmo ano foi criado o Fundo de Reparcelamento Econômico (FRE) e os recursos destinados a esse programa eram originados dos empréstimos compulsórios dos contribuintes do Imposto de Renda e por empréstimos contraídos no exterior, e com o propósito de administrar os recursos do FRE foi idealizado o BNDE, autarquia subordinada ao Ministério da Fazenda.

Simultaneamente aos projetos da CMBEU, a Assessoria Econômica do Gabinete Civil da Presidência da República encaminhou ao Congresso Nacional as seguintes propostas: i. Constituir empresa Mista Centrais Elétricas Brasileiras SA, conhecida por Eletrobrás, ii. Instituir o imposto único sobre energia elétrica, iii. Regular a distribuição e aplicação das parcelas do imposto, iv. instituir o Plano Nacional de Eletrificação e v. criar o Fundo Federal de Eletrificação (FFE).

O plano de metas formado a fim de atender a promessa de desenvolvimento do país estabelecida pelo Presidente Juscelino Kubitschek com *slogan* “cinquenta anos em cinco” envolvia a expansão elétrica, mais especificamente o projeto determinava que os investimentos deveriam ser destinados em 43,4% à área energética. A meta era ampliar a capacidade de geração de energia elétrica em 2.447 MW até 1961, o objetivo foi alcançado com sucesso pelos mentores.

No findo da década de 60, um novo ciclo foi observado na expansão econômico brasileira, com o governo militar no poder os investimentos são fortemente retomados e aplicados as obras de infra-estrutura capazes de manter o bom atendimento da demanda por energia. (GOMES *et al.*, 2002).

O apoio do Banco Nacional do Desenvolvimento (BNDES) na década de 80 foi crucial pra construção de diversas usinas hidroelétricas. Na década seguinte o setor passou por forte crise financeira gerando a falência do modelo de financiamento estatal. E a solução prevista para este cenário foi o Plano Nacional de Desestatização (PND), na qual o modelo do setor elétrico passou a ser desverticalizado separando as

atividades de geração, transmissão, comercialização e distribuição, tal como é atualmente (GOMES *et al.*, 2002).

4. PLATAFORMA METODOLÓGICA ADOTADA

Para alcançar respostas satisfatórias sobre as questões em estudo a pesquisa segue uma sequência de etapas, que são: preparação da pesquisa, trabalho de campo, processamento dos dados, análise dos dados e elaboração da conclusão a partir dos resultados encontrados.

A pesquisa científica é a realização de um estudo planejado, sendo o método de abordagem do problema o que caracteriza o aspecto científico da investigação. Sua finalidade é descobrir respostas para questões mediante a aplicação do método científico (PRODANOV; FREITAS, 2013).

Os procedimentos estão narrados desde a coleta de dados aos materiais que estruturam a obtenção resultados, diante disso, foi dividido em cinco partes: tipo de pesquisa, projeto experimental, universo e amostra, e técnica de análise e tratamento dos dados

4.1 Tipo de pesquisa

A fim de atingir o objetivo proposto por este estudo, que é mensurar o índice de qualidade da governança corporativa e verificar se existe relação significativa com as segmentações apresentadas pela BM&FBOVESPA aplicado as Companhias do setor elétrico, bem como avaliar se as empresas classificadas em níveis diferenciados de GC apresentam melhores indicadores de desempenho em comparação as Tradicionais, foram utilizados dois tipos de pesquisas, exploratória bibliográfica e pesquisa experimental. No primeiro instante, foi dirigida uma pesquisa exploratória bibliográfica com intuito de aprofundar o tema estudado. “Pesquisas bibliográficas costumam servir de base para subseqüentes pesquisas experimentais, uma vez definindo o que se sabe na bibliografia já publicada sobre o assunto” (MOTTA-ROTH; HENDGES, 2010).

De acordo com Gil (1991, p.19), “ a pesquisa é requerida quando não se dispõe de informação suficiente para responder ao problema, ou então quando a informação disponível se encontra em tal estado de desordem que não possa ser relacionada ao problema”.

No segundo instante, serão realizados experimentos utilizando análise fatorial com objetivo de calcular o índice de qualidade da governança corporativa por segmento, sendo estes classificados em Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional, para constructo do IQGC serão empregadas variáveis independentes. Por fim, as segmentações serão relacionadas as medidas de desempenho por nível de governança.

4.1.1 Pesquisa Experimental

“O método experimental consiste, especialmente, em submeter os objetos de estudo à influência de certas variáveis, em condições controladas e conhecidas pelo investigador, para observar os resultados que a variável produz no objeto” (GIL,2008).

As variáveis independentes consistem em alternativas manobradas, isto é, os níveis dessas variáveis podem ser alterados pelo estudioso, cujos reflexos são medidos e comparados. As variáveis dependentes são as variáveis que medem o efeito das variáveis independentes sobre as unidades de teste. Por unidade de teste, entende-se que são os indivíduos, organizações ou outras entidades cuja resposta às variáveis independentes ou tratamentos está sendo examinada (MALHOTRA, 2012).

As variáveis independentes empregadas na pesquisa são formadas por 16 (dezesesseis) questões dicotômicas que representam mecanismos da estrutura de governança corporativa extraídos dos critérios exigidos pela BOVESPA, das sugestões emitidas pelo IBGC, além disso, o modelo foi adaptado aos estudos realizados por Correia *et al* (2011), Leal (2004). As variáveis independentes são as seguintes:

- a) tamanho do conselho (TMH): consiste no número de membros que formam o Conselho de Administração das empresas. De acordo com o disposto em Código de Melhores Práticas de Governança emitido pelo IBGC (2016) o número ideal de membros deve estar ente 5 a 11 membros, as empresas que atenderam esse parâmetro receberam o valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);

- b) grau de independência do conselho (GIC): relação entre membros totais e independentes (externos) que compõe o Conselho de Administração. Pelo menos 20% dos membros devem ser conselheiros independentes, as Companhias que seguiram essa regra receberam o valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- c) acúmulo de funções Chairman e CEO (dual): Nos casos em que o presidente do conselho e o CEO não fossem a mesma pessoa foi atribuído o valor 1 (um), nos casos de manutenção de cargos cumulativos entre CEO e Chairman destinou-se o valor 0 (zero);
- d) emissão de ações ordinárias (EON): “O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias com direito a voto” (BOVESPA, 2017). Empresa que emitia apenas ação ordinária recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- e) participação do controlador (PC): Empresa em que os controladores possuíam menos que 50% das ações com direito ao voto recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- f) preferência por caixa em relação ao controle (FCX/CTL): Empresa em que a razão das ações preferenciais pelas ações ordinárias foi maior ou igual a 1 (um) recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- g) participação nos lucros (PLucros): Empresa que mantinha programa de participação dos administradores nos lucros das empresas recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- h) opções de compra de ações (Opções): Empresa que possuía plano de incentivo na forma de opções de compra de ações recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- i) bônus: Empresa que possuía plano de incentivo na forma de bônus recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- j) relatório no prazo: Empresa que produzia relatórios financeiros anuais até a data requerida recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- k) demonstrativos adicionais: Empresa que divulgou Balanço Social, Relatório Integrado ou demonstrativo não obrigatório recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- l) auditores líderes: Companhia que apresentaram relatórios auditados por *big four* receberam 1 (um), caso contrário 0 (zero);

- m) comitê de auditoria: Empresa que possuía comitê de auditoria recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- n) composição de auditoria: Empresa em que o comitê de auditoria era composto em sua maioria por membros independentes recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- o) emissão de ADR: Empresa que emitia ADR recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero);
- p) governança diferenciada (GOV): Empresa listada em nível diferenciado de governança da BM&FBOVESPA (N1, N2 ou Novo Mercado) recebeu valor 1 (um), caso contrário 0 (zero).

4.2 Projeto Experimental

O experimento consiste apuração dos dados, ou seja, as informações colhidas em *websites* das Companhias e demonstrações financeiras serão utilizadas como base para responder as questões dicotômicas relacionadas as variáveis independentes e cálculo dos indicadores de desempenho.

O procedimento experimental terá como propósito testar as hipóteses:

H1 (hipótese alternativa 1): Companhias listadas em níveis diferenciados de Governança Corporativa na BM&FBOVESPA exibem melhor índice de qualidade da Governança Corporativa;

H2 (hipótese alternativa 2): As melhores performances de desempenho estão relacionadas as companhias com níveis diferenciados de governança;

4.3 Universo dos dados

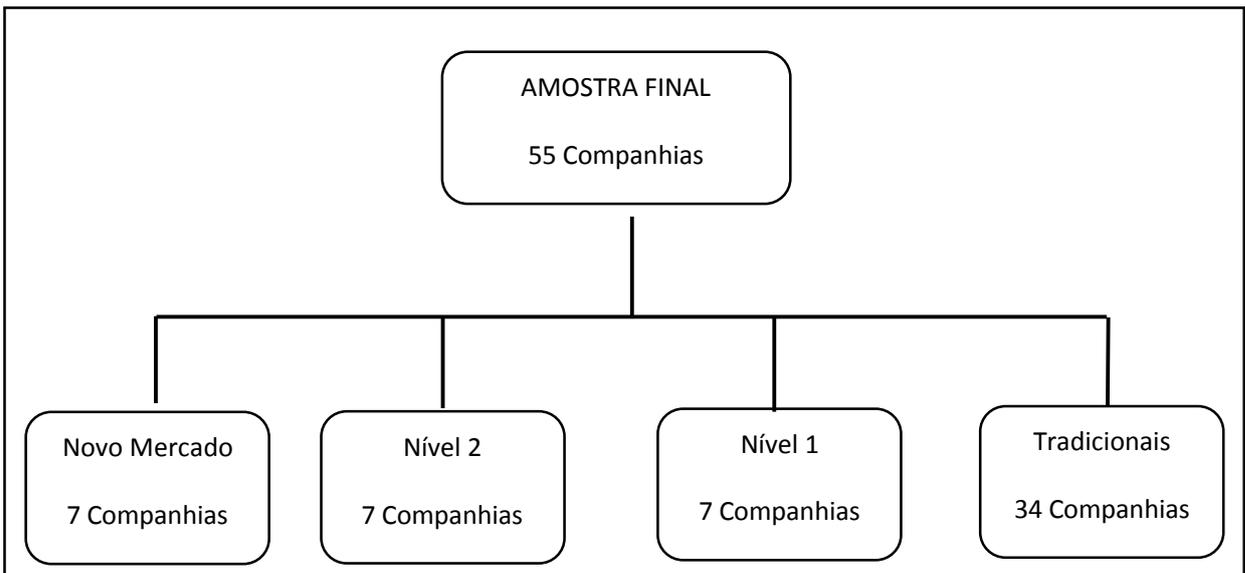
A área de atuação das empresas escolhidas teve critério intencional, foram selecionadas as empresas brasileiras listadas na BM&FBOVESPA classificadas no setor de atuação de utilidade pública especificamente do setor de energia elétrica. A técnica de amostragem foi a não probabilística por conveniência, ou seja, a seleção

das unidades amostrais está a cargo do pesquisador (MALHOTRA, 2012). A seleção intencional das Companhias se fundamenta no fato dessas organizações possuírem papel essencial e indispensável a sociedade em geral.

Após a aplicação deste critério de definição da amostra da pesquisa, obteve-se 61 (sessenta e uma) empresas que negociaram suas ações na Bolsa de Valores de São Paulo em 2016 e estão classificadas no setor energético.

Como na fase de coleta de dados, algumas Companhias não apresentaram dados suficientes a serem extraídos de fontes confiáveis, reduziu-se o tamanho da amostra para 55 (cinquenta e cinco) empresas segmentadas da seguinte forma: 7 (sete) em Novo Mercado, 7 (sete) em Nível 2, 7 (sete) em Nível 1 e 34 (trinta e quatro) em Tradicionais, conforme exposto em Figura 3. Pode-se considerar os resultados apurados com a análise dos dados é significativa quanto a opinião sobre este setor.

Figura 2 - Organograma da Pesquisa



Fonte: Elaborada pelo autor

4.4 Técnicas de análise e tratamento dos dados

A análise descritiva dos dados foi realizada a partir da utilização do *software* IBM SPSS Statistics v.20 com auxílio da ferramenta Microsoft Excel 2010. Os dados foram tratados a fim de detalhar-se a amostra em estudo. Para construto de respostas sustentáveis sobre as hipóteses H1 e H2, em questão, aplicados os experimentos em

duas fases. Em primeiro momento será aplicado o método de análise dos componentes principais, e a partir dos fatores será realizada uma segunda análise que é o cálculo da média do IQGC por segmento.

De acordo com Nagar e Basu (2002) “a utilização de uma média aritmética simples sem ponderação alguma, para a construção de indicadores sociais, trata-se de um procedimento não apropriado, assim como também a utilização de pesos arbitrários para esta ponderação”. Então, na primeira etapa do processo de mensuração do Índice de Qualidade da Governança Corporativa foi calculado a partir de análise dos componentes principais. O método é considerado fatorial, pois a redução do número de variáveis não se faz por uma simples seleção de algumas variáveis, mas pela construção de novas variáveis sintéticas, obtidas pela combinação linear das variáveis iniciais, por meio dos fatores (BOUROCHE, 1982).

Na óptica de Dancey e Reidy (2006), a forma mais eficiente de realizar uma análise de fatores é estruturar uma amostra na qual se tenha um conjunto de valores resultados de um certo número de variáveis observadas.

Inicialmente, para verificar se é possível proceder com a análise de componentes principais os dados foram submetidos a pré-teste conforme descrito nos pressupostos abaixo.

- a) 1º pressuposto: o tamanho da amostra deve manter pelo menos 50 casos, de acordo com Fávero *et al.* (2009).
- b) 2º pressuposto: teste de Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) o valor mínimo de adequabilidade é 0,5, sendo, quanto maior melhor (Hair *et al.*,2009).

Ao aplicar-se a análise fatorial é preciso testar se os dados estão suficientemente ligados para se proceder à análise. Para tal utiliza-se o método de *Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy* (KMO), que mede a adequação dos dados, onde valores menores do que 0,5 indicam que a realização da análise fatorial é insatisfatória devido a correlação fraca entre as variáveis. (Vicini, p. 2005)

Os valores críticos para a interpretação do teste KMO são:

- a) Entre 0,80 e 0,90: adequação ótima
- b) Entre 0,70 e 0,80: adequação boa
- c) Entre 0,60 e 0,70: adequação razoável
- d) Entre 0,50 e 0,60: adequação mediano
- e) Abaixo de 0,50 : adequação imprópria.

- 3º pressuposto: Bartlett Test of Sphericity (BTS), que “testa a hipótese de que a matriz de correlação é uma matriz identidade (diagonal igual a 1 e todas as outras medidas iguais a zero) ou seja, que não há correlação entre as variáveis” (PEREIRA, 2004).

4.4.1 Análise de Componente Principal

Frisa-se que o método de análise dos componentes principais foi aplicado apenas as variáveis independentes de governança corporativa.

A análise de componentes principais é entendida como uma técnica da estatística multivariada que permite combinar um conjunto de variáveis que darão origem a novas dimensões chamadas de fatores ou componentes, e estes, por sua vez, são independentes entre si e buscam maximizar as informações da variação contida nos dados. O objetivo dessa técnica é reduzir o grande volume de dados com a menor perda possível de informações.

As novas variáveis (componente principais) possuem independência estatística e não são correlacionadas. Segundo Mingoti (2007) o foco está em explicar a estrutura da variância e da covariância de vetores estocásticos, formados por p -variáveis aleatórias por meio de constructo de combinações lineares tendo como base as variáveis.

Para a geração das componentes principais, deve-se ter uma matriz de dimensão $n \times p$, na qual observa-se que X_1, X_2, \dots, X_p representam as variáveis, e cada uma das n unidades experimentais representam os indivíduos, tratamentos, etc. (Vicini, 2005).

Então, o Índice de Qualidade da Governança Corporativa será a média calculada entre os fatores resultantes através de análise de componentes principais.

Após aplicação da análise de componentes principais, aplicou-se Análise de Variância (ANOVA). Esta técnica permite examinar as interações, ou seja, analisar as relações entre duas variáveis. Com o desenho fatorial 2 x 2 inter-sujeitos (*between subjects*) o estudo buscou relacionar as variáveis de classificação do nível diferenciado de Governança Corporativa na BM&FBOVESPA e o Índice de Qualidade da Governança Corporativa. A amostra foi submetida ainda a três testes adicionais. O Teste de Brown-Forsythe a fim de apurar a igualdade da variância.

Para garantir a avaliação de significância da diferença de médias observadas, foi realizado o teste de Welch. A fim de investigar sobre a homogeneidade de variância entre os grupos foi aplicado o *Levene's test*. Este trata que se o resultado encontrado do p-value for inferior a 0,05, assume-se que não há igualdade de variância, conseqüentemente, para que os grupos tenham variâncias iguais, é estimado que o p-value encontrado seja maior que 0,05 (HAIR *et al.*, 2009).

4.4.2 Desempenho por segmento da Governança Corporativa

A partir das informações coletadas nas demonstrações financeiras emitidas referentes a data-base de 2016 foram calculados os indicadores RSPL, RSAPR, participação de terceiros e endividamento geral, por representarem um conjunto de indicadores apropriados para demonstrar o desempenho econômico-financeiro das Companhias. Após cálculo destes por empresa, foi aplicada média aritmética de cada indicador por segmento de governança corporativa, que passou a representar o índice final a ser comparado.

Os indicadores de desempenho utilizados são apresentados abaixo:

Tabela 1 – Indicadores de desempenho

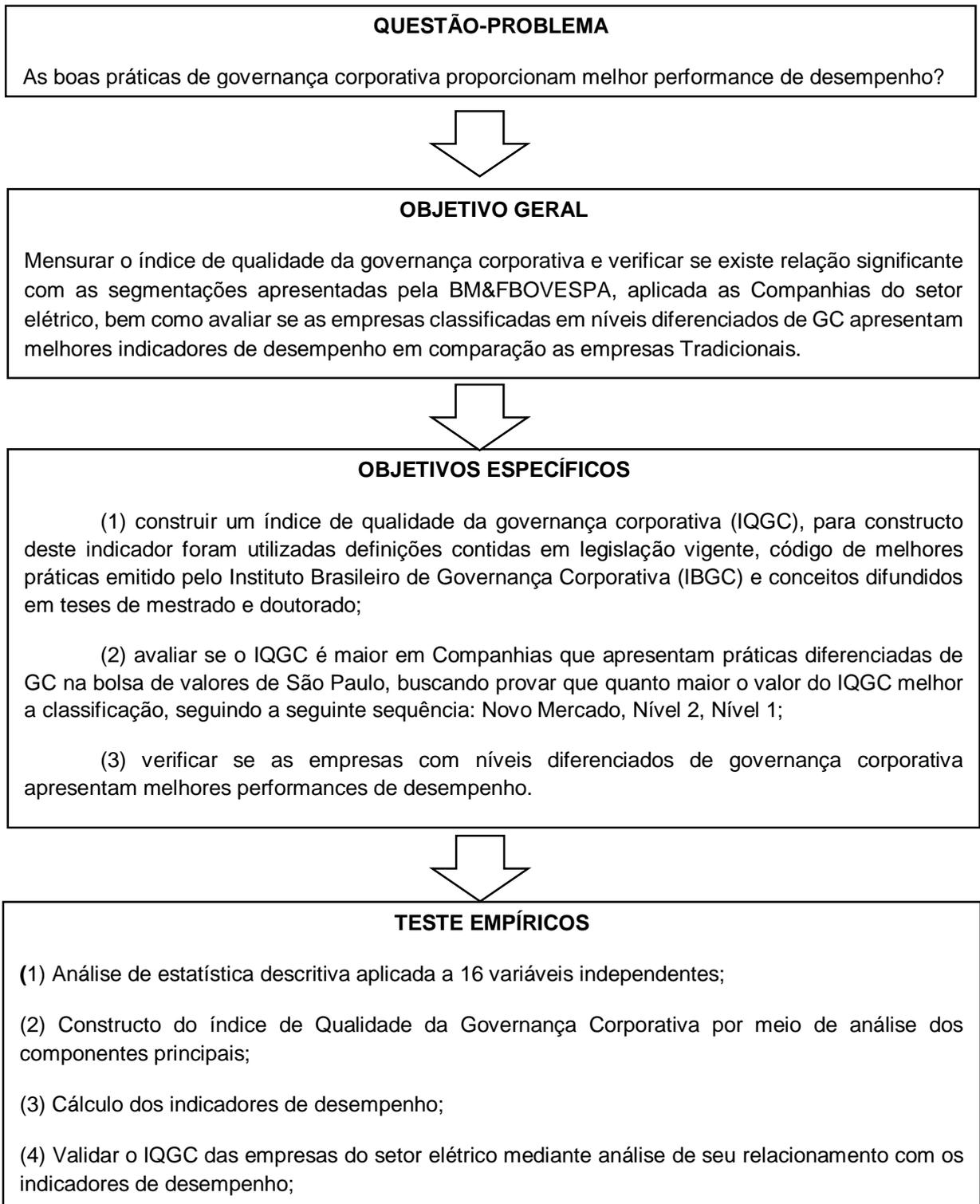
Descrição	Legenda
Retorno sobre ativo	RSAPR
Retorno sobre Patrimônio Líquido	RSPLPR
Participação de terceiros	PCT
Endividamento Geral	EDG

Fonte: Elaborada pelo autor

4.4.3 Desenho da pesquisa

A Figura 1 esquematiza a configuração do desenho da investigação procedida.

FIGURA 3 – MODELO ESQUEMÁTICO DA PESQUISA



Fonte: Elaborado pelo autor da pesquisa.

5. ANÁLISE DOS RESULTADOS

As estatísticas descritivas das variáveis correspondentes às dimensões de Governança Corporativa são apresentadas na Tabela 2, de acordo com os resultados expostos, é possível observar que, em média, em 83,6% das empresas analisadas mantém Conselho de Administração formado por 5 a 11 membros, respeitando então o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa no qual recomenda-se um número ímpar de conselheiros, entre cinco e onze. Esse número pode variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês (IBGC, 2016).

Tabela 2 – Estatísticas descritivas das dimensões de governança corporativa em 2016 (continua)

Variável	Média	Desvio-Padrão
TMH	0,836	0,37
GIC	0,709	0,454
DUAL	0,945	0,227
EON	0,382	0,486
PC	0,255	0,436
FCX/CTL	0,255	0,436
PLUCROS	0,673	0,469
OPÇÕES	0,273	0,445
BÔNUS	0,473	0,499
RELATÓRIO NO PRAZO	1	0
DEMONSTRATIVOS ADICIONAIS	0,673	0,469
AUDITORES LÍDERES	0,855	0,353
COMITÊ DE AUDITORIA	0,236	0,425
COMPOSIÇÃO	0,2	0,4

Tabela 2 – Estatísticas descritivas das dimensões de governança corporativa em 2016 (conclusão)

EMISSÃO DE ADR	0,164	0,37
GOVERNANÇA DIFERENCIADA	0,418	0,493

Fonte: Elaborada pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

Segundo Jensen *et al.* (1993), o Conselho de Administração não deve ser composto por muitos membros e o *Chief Executive Officer* – CEO não poderá

acumular a função de presidente. Diante dos dados, identifica-se que em 94,5% as Companhias não possuem cargos cumulativos para as funções de Presidente do Conselho de Administração e CEO. E, apenas três empresas apresentaram número de membros acima do máximo estipulado pelo IBGC.

Sob enfoque aos incentivos concedidos ao pessoal chave verifica-se que a variável que apresentou melhor percentual foi o plano de participação dos administradores nos lucros das empresas, representado por 67,3 % da amostra. Conforme Jensen e Meckling (1976), a remuneração dos dirigentes é um mecanismo de alinhamento de interesses, que pode tomar, entre outras formas, a participação no capital. Entre os benefícios listados na pesquisa a concessão de plano para opção de compra de ações foi o menos expressivo sendo apenas 27,2%.

É característico no Brasil que a propriedade se concentre em poucos investidores, pela possibilidade de emitir dois tipos de ações, ordinárias e preferenciais. Em 74,5% das Companhias avaliadas os controladores possuem mais de 50% das ações com direito a voto. Atrelado a isso, em 25,45% das observações o direito a fluxo de caixa é superior ao direito ao controle das empresas.

Os teóricos dessa abordagem argumentam que um acionista com elevada parcela do capital de uma empresa, que detêm um portfólio pouco diversificado, tem o poder necessário e a motivação para monitorar os dirigentes. Sua motivação depende da exposição ao risco da empresa, assim como dos resultados que ele pode obter ao monitorar (CORREIA *et al.*,2011).

As demonstrações financeiras cuja data-base era o exercício findo em 2016 foram apresentadas por todas as Companhias listadas na BM&FBovespa e 85,4% desses relatórios foram auditados pelas chamadas *big four*, fazem parte desse grupo as empresas KPMG, EY, PwC e Deloitte. Cerca de 67,2% exibem em seus *websites* relatório de sustentabilidade, balanço social ou qualquer demonstrativo não obrigatório.

Quanto ao Comitê de Auditoria, essa foi a classe de indicador mais frágil dentre as analisadas, estando presente em apenas 23,6% das Companhias, deste percentual apenas 19% são formados em sua maioria por membros independentes. No tocante a assimetria informacional, em 41,8% das empresas analisadas são listadas em nível diferenciado de governança da BM&FBovespa. Segundo Almeida, Scalzer e Costa

(2008), desde 2000, há grande esforços direcionados ao desenvolvimento dos mercados de capitais brasileiro, isto, resultou na criação de níveis que exigem um maior comprometimento com as chamadas “boas práticas de governança corporativa”, assim surgiram as três categorias: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, sendo o Nível 1 com menor grau de exigência e o Novo Mercado, o maior grau.

5.1 Interpretação e análise do Índice de Governança Corporativa

Posteriormente a apresentação dos dados, realizou-se análise fatorial com o intuito de identificar os melhores fatores a compor o índice de qualidade da governança corporativa – IQGC.

O método para extração dos fatores foi a análise dos componentes principais que considera a variância total dos dados e procura uma combinação linear entre as variáveis a fim de que o máximo de variância seja explicado por essa combinação (DIAS FILHO; CORRAR; PAULO, 2014).

Conforme Hair *et al.* (2009, p. 100), esse método deve ser preferido quando o objetivo é de que um número mínimo de fatores venha a explicar a parcela máxima de variância existente nas variáveis originais e quando o conhecimento prévio das variáveis sugira que a variância específica e o erro representem uma parcela pequena na explicação da variância total das variáveis”.

Um pré-teste foi aplicado a amostra e constatou-se que a diagonal inferior de anti-imagem apresentava algumas questões com correlações abaixo de 0,5, consideradas fracas e prejudiciais para conclusão sobre os dados, então, objetivando apurar os resultados excluiu-se as variáveis: TMH, EON e FCX/CTL.

Realizou-se análise fatorial que resultou em medida de adequabilidade da amostra de *Kaiser-Meyer-Olkin* (KMO) de 0,708, conforme Tabela 3. O teste KMO *Measure of Sampling Adequacy* - MSA indica o grau de explicação dos dados a partir dos fatores encontrados na AF. Se o MSA indicar um grau de explicação menor do que 0,50 significa que os fatores encontrados na AF não conseguem descrever satisfatoriamente as variações dos dados originais (CORRAR *et al.* 2009).

Entende-se que nesta primeira análise o teste de KMO indicou a aceitabilidade da amostra. O teste de *Bartlett* apresentou um nível de significância de 0,000, Conforme *Corrar et al.* (2009) e *Hair et al.* (2009) recomenda-se que o valor de Sig. (teste de significância) não ultrapasse 0,05, para que seja possível a aplicação da AF. Então, conforme apresentado em Tabela 3, o teste de esfericidade indicou que é apropriado utilizar análise fatorial, logo existe relação suficiente entre os indicadores.

Tabela 3: Teste de KMO e Bartlett

Kaiser-Meyer-Olkin Measure of Sampling Adequacy.			
			.708
	Approx.	Chi-	
Bartlett's Test of Sphericity	Square		258.806
	Df		78
	Sig.		.000

Fonte: Elaborado pelo autor - Output do SPSS

O terceiro teste aplicado foi a análise de *communalities*, que consiste na medida de quanto da variância, é explicada pelos fatores derivados pela análise fatorial. Avalia a contribuição da variável ao modelo construído pela AF, ou seja, o quanto cada variável participa na formação da outra. Nas *communality*, os valores mais altos são os mais importantes para análise (VICINI, 2005).

De acordo com *Hair et al.* (1998) a parcela explicada pelos fatores comuns recebe o nome de comunalidade, e a parcela não explicada é chamada de especificidade. As comunalidades podem variar de 0 a 1, sendo que valores próximos de 0 indicam que os fatores comuns não explicam a variância e valores próximos de 1 indicam que todas as variâncias são explicadas pelos fatores comuns.

A análise das comunalidades revelou alto poder de explicação dos indicadores, logo levando em consideração as 13 (treze) questões independentes 10 (dez) explicações acima de 0,50, consideradas boas, e 3 (três) apresentaram explicações abaixo de 0,50, consideradas fracas.

A Tabela 4 demonstra que o resultado da análise fatorial consegue explicar 62,8% da variância dos dados originais, revelando 4 (quatro) fatores com *eigenvalues* superior a 1,0. Este valor supera o mínimo exigido de 60% da variância explicada pelos fatores comuns para se utilizar a análise fatorial.

Tabela 4: Variância total explicada

Componente	Initial Eigenvalues			Extraction Sums of Squared	
	Total	% of Variance	Cumulativa %	Total	% of Variance
1	4.167	32.051	32.051	4.167	32.051
2	1.691	13.011	45.062	1.691	13.011
3	1.293	9.948	55.010	1.293	9.948
4	1.025	7.882	62.891	1.025	7.882
5	.957	7.358	70.250		
6	.860	6.619	76.869		
7	.793	6.098	82.966		
8	.697	5.361	88.327		
9	.575	4.425	92.752		
10	.304	2.339	95.090		
11	.297	2.286	97.377		
12	.251	1.930	99.306		
13	.090	.694	100.000		

Fonte: Elaborado pelo autor - Output do SPSS

Pode-se verificar na *component matrix*, conforme teor da Tabela 5 a carga fatorial referente a cada um dos indicadores examinados. Para uma melhor apresentação das variáveis que retratam os fatores, foi aplicada a rotação de *varimax*. Segundo Vicini (2005), a rotação *varimax rotation*, exposta em Tabela 6, busca minimizar o número de variáveis com altas cargas num fator, ou seja, maximiza a variância da carga e é, também, o mais utilizado.

Pode-se verificar em Tabela 5 que apenas 11 (onze) componentes apresentaram cargas fatoriais. Entende-se como cargas fatoriais a correlação entre as variáveis originais e os fatores encontrados.

Tabela 5 - Componente Matrix

	Componentes			
	1	2	3	4
GIC	.634			
Dual	.531			
PC				
PLucros	.714			
Opções	.605		.613	
Bônus	.606			
Relatório no prazo				
Demonstrativos adicionais	.792			
Auditores Líderes	.634			.527
Comitê de auditoria	.516	.793		
Composição	.548	.767		
Emissão de ADR				
GOV				

Fonte: Elaborado pelo autor - Output do SPSS

Tabela 6- Rotação de Componentes Matrix

	Componentes			
	1	2	3	4
GIC				.540
Dual			.809	
PC				
PLucros				
Opções	.895			
Bônus	.726			
Relatório no prazo				.744
Demonstrativos adicionais			.520	
Auditores Líderes			.863	
Comitê de auditoria		.938		
Composição		.931		
Emissão de ADR	.580			
GOV				.581

Fonte: Elaborado pelo autor - Output do SPSS

Após a rotação dos fatores a matriz torna-se mais compreensível, possibilitando uma classificação mais inteligível dos indicadores em cada um dos fatores. Assim, pode-se concluir que:

- a) O Fator 1 é composto por: Opções, Bônus e Emissão de ADR;
- b) O Fator 2 é composto por: Comitê e composição de auditoria;
- c) O Fator 3 é composto por: Dual, demonstrativos adicionais e auditores líderes;
- d) O Fator 4 é composto por: GIC, relatório no prazo e Governança diferenciada;

O primeiro fator é responsável por 32,05% da variância explicada. Este é formado pelas variáveis: Opções, Bônus e Emissão de ADR. Companhias que emitem ADR's, normalmente, possuem política de remuneração e incentivos a administradores. De acordo com Jensen e Meckling (1976), uma resposta parcial para o problema do direito residual de controle dos executivos é ofertar aos administradores um benefício *ex ante* de longo prazo que alinhe os interesses dos executivos aos dos acionistas. Logo, esse fator será chamado de "Incentivos".

Em relação ao segundo fator, este é composto pelas variáveis, composição e comitê de auditoria e representa 13,01% da variância explicada. O IBGC recomenda a instituição do Comitê de Auditoria e determina ainda que este seja formado, preferencialmente, por conselheiros, e que o coordenador seja um conselheiro independente. Este fator será chamado de "Comitê de Auditoria".

As variáveis Dual, demonstrativos adicionais e auditores líderes formam o fator 3 que será nomeado de "*disclosure*" e representa 9,94% da variância explicada. Um Conselho de administração bem estruturado, no qual o Presidente não atua como CEO, reduz o risco de assimetria informacional e conflitos de interesses. A presença de auditorias líderes exercendo a atividade de fiscalização das demonstrações financeiras elevam os níveis de evidenciação e realidade das informações apresentadas. Enquanto emitir demonstrativos adicionais demonstra o interesse da Companhia em ampliar a acessibilidade e transparência dos seus dados.

O último componente, o fator 4, representa 7,88% da variância explicada, é composto pelas variáveis grau de independência, relatório no prazo e Governança

Diferenciada. O fator atenderá pelo título de “Estrutura de Governança”. O IBGC (2016) sugere que o número ideal de membros do Conselho de Administração esteja contemplado entre 5 (cinco) a 11 (onze), isto é obrigatório a Companhias classificadas com Nível 2 e Novo Mercado na BOVESPA. Geralmente, as empresas que possuem boas práticas de governança corporativa e respeitam seus pilares buscam emitir seus relatórios dentro do prazo estipulado, para evitar qualquer desconfiança sobre a qualidade de seus processos.

Tabela 7– Natureza dos dados

Variável	Levene Statistic	g.1.1	g.1.2	Sig
IQGC	1281	3	51	.291

Fonte: Elaborado pelo autor - Output do SPSS

Com a finalidade de auferir sobre a congruência do IQGC e os níveis diferenciados de classificação da governança corporativa foram realizados alguns testes. O *Levene's Test* (Tabela 7) foi igual a 1281 com significância 0,291 (maior que 0,05), isto confirma que a amostra foi retirada da mesma população.

Tabela 8– Teste de homogeneidade de variância

	Statistic	g.1.1	g.1.2	Sig.
Welch	6.438	3	14.952	.005
Brown-Forsythe	7.189	3	23.541	.001

Fonte: Elaborado pelo autor - Output do SPSS

O Teste de Brown-Forsythe (Tabela 8) de homogeneidade de médias alcançou resultado significativo ($p < 0,01$).

Tabela 9 – Resultados da análise de variância

Variável		Soma dos	Quadrado		F	Sig.
		quadrados	g.1.1	médio		
IQGC	Entre grupos	.459	3	.153	5.022	.004
	Dentro dos					
	grupos	1.554	51	.030		
	Total	2.013	54			

Fonte: Elaborado pelo autor - Output do SPSS

Os resultados foram significantes ($F(51) 5,022$; $p < 0,004$), em Tabela 9, visto que a significância foi 0,004, ou seja, inferior a 0,05, confirmando que há diferenças significantes entre as variâncias das empresas de acordo com a variável IQGC por nível de governança.

A Tabela 10 apresenta o total da capacidade de explicação que os 4 fatores encontrados sustentam para o constructo em análise, que neste caso, trata-se do índice de qualidade da governança corporativa. Foi realizada ponderação das variâncias destes 4 componentes e se obteve a média ponderada dos componentes principais, que estão padronizados no intervalo de [0,1], de forma que (0) representa a pior e (1) a melhor forma de governança corporativa.

É possível perceber na Tabela 10 que a média geral da variável IQGC é de 0,5162. Isto significa dizer que as empresas analisadas na amostra atendem a pelo menos metade das práticas de governança corporativa que formam o índice de qualidade delineado nesta pesquisa. A média mais representativa apresentou valor de 0,6964 referente as empresas classificadas como Novo Mercado. Esse resultado confirma o que já era esperado, pois, na BM&FBOVESPA, para as empresas classificadas neste segmento:

São exigidas um maior volume de apresentação das práticas diferenciadas de governança, este segmento é destinado às negociações de ações emitidas por Companhias que se comprometam, espontaneamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao exigido pela legislação. (FRANCISCO, 2014, p.59).

Destaca-se, que o Nível 2 possui a segunda maior média em práticas de governança corporativa (0,6250), seguida pelo Nível 1 (0,5536) e por último, o segmento de empresas classificadas como tradicionais. Estas não apresentam grandes cobranças em apresentar práticas diferenciada de GC, ou seja, fica a cargo das próprias Companhias definir quais práticas, além das obrigadas pela legislação, serão adotadas. Pode-se ilustrar também que nenhuma das categorias conseguiram atender ao nível máximo de governança (1,000), enquanto, o nível mais baixo de GC foi registrado nas empresas tradicionais (0,6). A partir dos resultados apresentados na Tabela 10 é possível dizer que a classificação em níveis diferenciados de

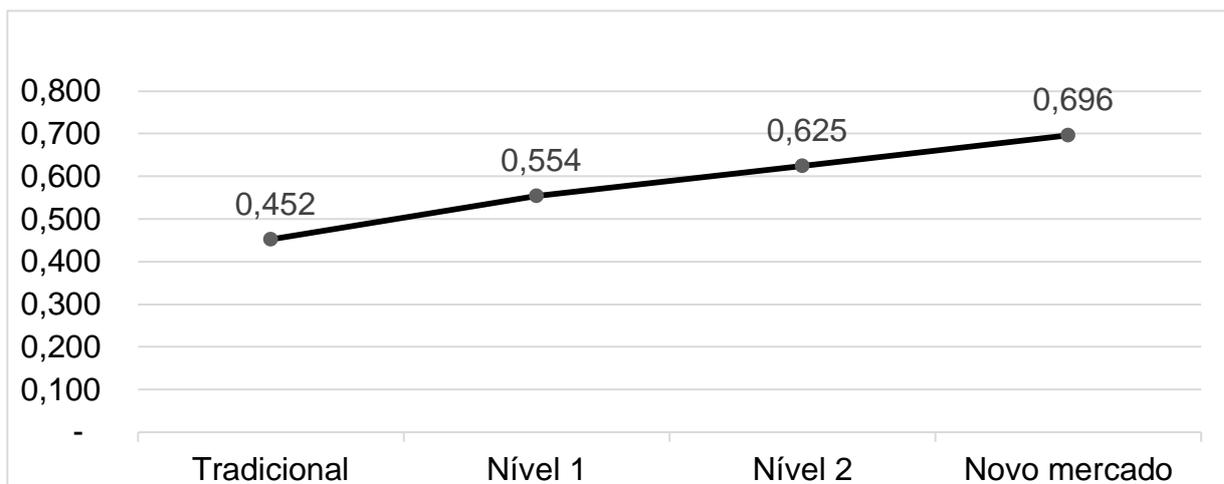
Governança Corporativa das empresas listadas na BM&FBOVESPA têm alcançado o seu objetivo de segregar as empresas de acordo com a adoção as práticas de GC.

Tabela 10: Estatísticas descritivas do IQGC

Segmento das empresas	Média	Desvio-Padrão	Std. Error	Mínimo	Máximo
Tradicional	.4522	.19160	.03286	.06	.88
Nível 1	.5536	.17089	.06459	.31	.69
Nível 2	.6250	.08839	.03341	.50	.69
Novo mercado	.6964	.14174	.05357	.56	.94
Total	.5182	.19308	.02603	.06	.94

Fonte: Elaborado pelo autor - Output do SPSS

Gráfico 1 – IQGC por segmento de governança corporativa



Fonte: Elaborado pelo autor - Output do SPSS

A Hipótese alternativa 1 pode ser respondida a partir desses resultados, logo a foi aceita, porque concluiu-se que há relação forte e significativa entre o IQGC e aos níveis diferenciados de governança. Ficou explicitado em Gráfico 1, que as melhores classificações de governança apresentam as maiores IQGC, seguindo, respectivamente a sequência: Novo Mercado > Nível 2 > Nível 1 > Tradicional.

5.2 Análise de desempenho das empresas

Para a pesquisa as organizações foram listadas por nível de governança classificados na BM&FBOVESPA, agrupadas em novo mercado, nível 2 e nível 1, ou seja, as Companhias que adotaram a níveis diferenciados de governança, as demais compõem categoria que não possui nível diferenciado de governança corporativa chamadas de “Tradicionais”. As informações foram extraídas dos *websites* e das demonstrações financeiras padronizadas, utilizou-se principalmente os quadros da Demonstração dos resultados dos exercícios e Balanço Patrimonial. Esses dados são os *inputs* para cálculo dos indicadores de desempenho.

O RSA busca mensurar a eficiência da alta gestão na construção de resultados. Na determinação deste índice foi utilizado o lucro do período, em razão da média do ativo total do ano analisado e do ano anterior. De acordo com Ludícibus (2010), quanto maior for este índice, melhor será para a empresa. Conforme Martins; Mirando; Diniz, (2014), a fórmula usada para este cálculo consiste em:

$$\text{RSA} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Ativo Total Médio}}$$

A alta administração deve planejar resultados com a finalidade de otimização desse indicador, isto pode ocorrer quando há aumento no volume de vendas e/ou preços dos produtos, redução nos custos e despesas que conseqüentemente elevam o lucro operacional do período; ou ainda pela redução do ativo total. A Tabela 11 indica a média, mediana e desvio-padrão do resultado sobre ativo por adoção à governança.

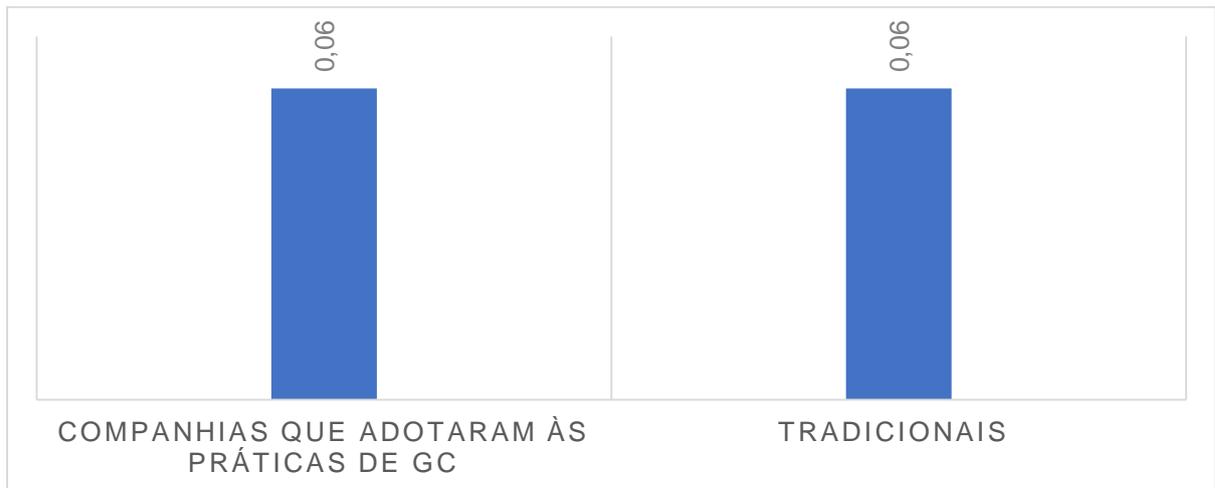
Tabela 11 –Análise de RSA – retorno sobre ativo

Descrição	Média	Mediana	Desvio-padrão
Companhias que adotaram às práticas de GC	0,06	0,05	0,14
Tradicionais	0,06	0,04	0,1

Fonte: Elaborada pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

Observando a Tabela 11 verifica-se que, apesar das médias apresentarem o mesmo valor, a mediana das Companhias que adotaram práticas diferenciadas de Governança Corporativa possui maior remuneração do lucro operacional em razão aos ativos mantidos, as empresas que mantêm boas práticas de governança melhoram a qualidade da transparência, isto atrai novos investidores e indiretamente beneficia o resultado das empresas.

Gráfico 2 – Média de RSA por segmento de GC



Fonte: Elaborada pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

O Retorno sobre o Patrimônio Líquido é o quociente entre o lucro operacional e o patrimônio líquido. Para Assaf Neto (2009), o RSPL trata-se da mensuração do retorno que a empresa tem dos recursos aplicados por seus proprietários (acionistas), ou seja, para cada R\$ 1,00 de recursos próprios (patrimônio líquido) investido na empresa, quanto os acionistas embolsam de retorno. Logo, a importância deste índice consiste em expressar resultados globais auferidos pela gerência na gestão de recursos próprios e de terceiros, em benefício dos acionistas. De acordo com Ludícibus (2007), no longo prazo, o valor de mercado da ação é influenciado substancialmente pelo quociente de retorno sobre o patrimônio líquido.

Logo, é calculado da seguinte forma:

$$\text{RSPL} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Tabela 12 –Análise de RSPL – Retorno sobre Patrimônio Líquido

Descrição	Média	Mediana	Desvio-padrão
Companhias que adotaram às práticas de GC	0,15	0,11	0,26
Tradicionais	0,14	0,13	0,17

Fonte: Elaborada pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

Na Tabela 12 verifica-se que há diferença, apesar de mínima, no retorno sobre o patrimônio líquido das empresas que adotaram às práticas de governança corporativa em relação as empresas que não possuem nível diferenciado de governança.

Gráfico 3 – Média de RSPL por segmento de GC



Fonte: Elaborada pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

Quanto aos indicadores de endividamento calculou-se a participação de terceiros sobre capital próprio e a composição do endividamento. Entende-se que em épocas inflacionárias é mais interessante utilizar recursos terceiros, principalmente, quando estes passivos geram poucos encargos financeiros. No entanto, manter o

fortalecimento do Capital Próprio (PL) propicia as Companhias menor vulnerabilidades em relação a fornecedores de recursos externos.

$$\text{Participação de Capital de Terceiros} = \frac{\text{Passivo Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

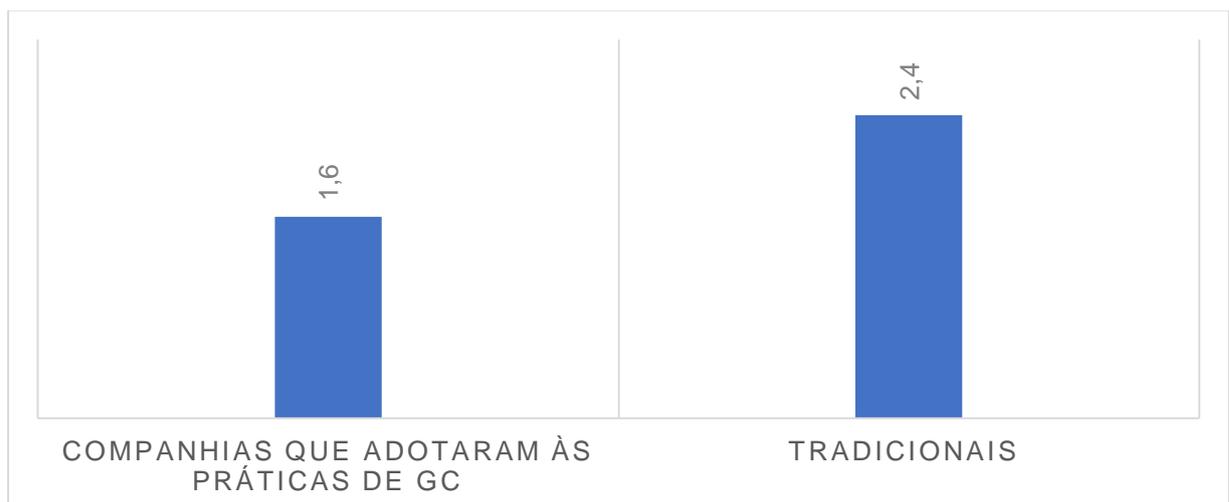
Tabela 13 – Análise sobre a participação de capitais de terceiros

Descrição	Média	Mediana	Desvio-padrão
Companhias que adotaram às práticas de GC	1,6	1,63	1,64
Tradicionais	2,4	1,99	3,05

Fonte: Elaborada pelo autor, com base nos dados da pesquisa.

As companhias que adotam as práticas diferenciadas de GC (Tabela 13), optam por utilizar-se de grande parte de recursos próprios para financiamento dos investimentos, bens e direitos, as Tradicionais apresentam forte alavancagem com recursos de terceiros.

Gráfico 4 – Performance de participação de terceiros por segmento de GC



Fonte: Elaborada pelo autor, com base nos dados da pesquisa

Efetou-se, também, cálculo da composição de endividamento. Sugerido pela seguinte fórmula:

$$\text{Composição do endividamento} = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Total}}$$

Tabela 14 – Análise sobre a composição do endividamento

Descrição	Média	Mediana	Desvio-padrão
Companhias que adotaram às práticas de GC	0,34	0,33	0,16
Tradicionalis	0,39	0,37	0,17

Fonte: Elaborada pelo autor, com base nos dados da pesquisa

Infere-se, em Tabela 14, que as Companhias classificadas como Tradicionalis apresentam maior média de endividamento a curto prazo em relação aos passivos totais.

Gráfico 5 – Performance de composição de endividamento por segmento de GC



Fonte: Elaborada pelo autor, com base nos dados da pesquisa

Constatou-se que de forma geral, a partir da análise dos indicadores de desempenho, as companhias com práticas diferenciadas de governança corporativa apresentam melhores performances de resultado em relação as empresas classificadas como tradicionais. Ou seja, há relação significativa entre adoção as práticas diferenciadas de GC e aumento da performance de desempenho, sendo a segunda hipótese (H2) verdadeira.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O enfoque sobre a questão governança corporativa é um tema atual e valioso, visto os recentes escândalos envolvendo gestores de grandes Companhias brasileiras, que levaram organizações a perdas bilionárias resultantes da má gestão de seus executivos que envolveram-se com corrupção política o que desencadeou o afastamento de diversos investidores e retraiu o mercado.

Em conformidade com diversos estudos publicados sobre o assunto, bem como análise da legislação e código das melhores práticas de governança corporativa utilizadas no Brasil desenvolveu-se o Índice de qualidade da governança corporativa – IQGC. Os resultados foram apurados a partir das respostas as variáveis dicotômicas formadas por 16 (dezesesseis) questões dicotômicas relacionadas a variáveis independentes de GC. Além disso, calculou-se o desempenho financeiro das empresas analisadas, por segmento de governança.

As empresas listadas na bolsa de valores de São Paulo foram classificadas por níveis de adoção as práticas diferenciadas de governança corporativa, em meados de 2000, com a finalidade de atrair investimentos, pois ao observar os mercados internacionais constatou-se que a tipificação das Companhias quanto a GC atraia os interesses dos futuros acionistas, pois demonstrava transparência e compromisso com a segurança na qualidade da informação.

Deste modo, as empresas que possuem melhor nível de classificação da Governança Corporativa, ou seja, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, consecutivamente, atraem potencialmente os investidores, então, essa informação causa impactos financeiros as empresas listadas na BM&FBOVESPA. Logo, desenvolver estudo voltado a avaliar se essa informação retrata fidedignamente o ambiente de governança mantido pelas Companhias é necessário.

Diante do exposto, a pesquisa objetivou em primeiro momento mensurar o Índice de Qualidade da Governança Corporativa aplicada as empresas do setor elétrico que possuem suas ações negociadas na BM&FBOVESPA e relacioná-lo a classificação dos níveis de Governança Corporativa que são Novo Mercado, Nível 2, Nível 1. Para isto, foi aplicada análise de componentes principais às variáveis

dicotômicas abordadas no estudo, então, identificou-se 4 (quatro) fatores que foram utilizados para cálculo da média do IQGC.

Constatou-se que o maior valor de IQGC está vinculado ao Novo Mercado (0,6964), o segundo ao Nível 2 (0,6250), o terceiro ao Nível 1 (0,5536) e o último as empresas classificadas como tradicionais (0,4522). Com isto, conclui-se que a informações apresentadas pela BM&FBOVESPA aplicadas ao setor elétrico retratam com fidelidade o ambiente de Governança Corporativa mantida pelas empresas, além disso, as Companhias estão comprometidas em atender as exigências estabelecidas em Regulamento de Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa assumido em concordância contratual.

A pesquisa teve como foco avaliar se as boas práticas de governança corporativa levam a melhores performances de desempenho, para isto, aplicou-se o cálculo dos seguintes indicadores: Retorno sobre ativo, Retorno sobre Patrimônio Líquido, Participação de terceiros e Endividamento Geral.

No setor elétrico as companhias que adotaram as práticas diferenciadas de GC apresentaram melhor índices de remuneração do lucro sobre o ativo e sobre o patrimônio líquido. Em relação a composição de endividamento as empresas Tradicionais possuem maiores volumes de exigíveis a curto prazo em relação as obrigações totais (0,39). Quanto a participação de terceiros as Companhias Tradicionais (2,4) apresentaram maior alavancagem frente as demais.

Os resultados apurados permitiram responder a questão-problema ficando explicito que em Companhias do setor elétrico nas quais são adotadas um maior volume de boas práticas de governança corporativa os indicadores de desempenhos são melhores, ou seja, há relação significativa entre as práticas de governança corporativa e performance de desempenho.

Por tratar de amostra não probabilística não pode-se expandir a conclusão as demais empresas listadas na BMF&FBOVESPA. Assim, entende-se que para estudos mais robustos deva-se aplicar a totalidade de empresas com capital aberto.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F.; FERREIRA, L. F. M.; TORRES, F. J. V. **Evolução da Qualidade das Práticas de Governança Corporativa: um Estudo das Empresas Brasileiras de Capital Aberto Não Listadas em Bolsa**. RAC, Curitiba, v. 14, n. 5, p.907-924, 2010.
- ALMEIDA, M. A.; SANTOS, J. F. **Relação entre variáveis endógenas e a qualidade das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto listadas em bolsa**. Revista de Informação Contábil, Recife, v. 2, n. 4, p. 17-37, 2008.
- ALMEIDA, R.S. de. **Governança Corporativa: Análise da composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil**. Rio de Janeiro, 2012. 69p. Dissertação de Mestrado – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.
- ALMEIDA, J.C.G; COSTA, F.M; SCALZER, R.S. **Níveis Diferenciados De Governança Corporativa e Grau de Conservadorismo: Estudo Empírico Em Companhias Abertas Listadas na Bovespa**. RCO – Revista de Contabilidade e Organizações, v. 2, n. 2, p. 117 - 130 jan./abr. 2008.
- ANDRADE, A; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ANDRADE, A; ROSSETTI, José Paschoal. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2012.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – uma aplicação prática**. 2003. Tese de Livre Docência, FEA-RP/USP, Ribeirão Preto, 2003.
- BALASSIANO, M. G. **Estrutura de propriedade e teoria da agência: um estudo de empresas brasileiras e seus diferentes tipos de controladores**. 2012. 75 f. Dissertação (Mestrado em Administração), Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, RJ, 2012.

BELO, N. M.; BRASIL, H. G. **Assimetria informacional e eficiência semiforte de mercado**. Revista de Administração de Empresas Edição especial Minas Gerais, v. 46, p. 48-57, 2006.

BEYS, F.N. **Análise das práticas de governança corporativa do setor de energia elétrica brasileiro**. Porto Alegre, 2009.184 f. Dissertação (Mestrado em Administração) –Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia, PUCRS.

BIANCHI, Márcia. **A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente**. 2005. 159 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, RS, 2005.

BM&FBOVESPA – **Comparativo dos Segmentos de Listagem**. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br>. Acesso em: 26/06/2017.

BORTOLON, P. M.; SARLO NETO, A.; SANTOS, T. B. **Custos de Auditoria e Governança Corporativa**. Revista Contabilidade e Finanças, São Paulo, v. 24, n. 61, 2013.

BOUROCHE, J- M; SAPORTA, G. *Análise de Dados*. Rio de Janeiro, Zahar, 1982. 117p. BRAGA, C. C. **Inter-relação entre padrões de índice de vegetação e de pluviometria no Nordeste do Brasil**. Campina Grande, 2000. 129p. Tese (Doutorado em Recursos Naturais). Universidade Federal da Paraíba.

BROWN, P.; BEEKES, W.; VERHOEVEN, P. **Corporate governance, accounting and finance: A review**. Accounting & Finance, v. 51, n. 1, p. 96-172, 2011. ISSN 1467- 629X. Disponível em: < <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-629X.2010.00385.x> >.

BYUN, H.-Y.; HWANG, L.-S.; LEE, W.-J. **How does ownership concentration exacerbate information asymmetry among equity investors?** Pacific-Basin Finance Journal, v. 19, n. 5, p. 511-534, 11// 2011. ISSN 0927-538X. Disponível em: < <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927538X11000382> >.

CARLSSON, Rolf. **Ownership and value creation: strategic corporate governance in the new economy**. 1. ed. New York: John Wiley & Sons, 2001.307 p.

CASTRO, N; ROSENAL, R; O Estado e o Setor Elétrico Brasileiro. **Jornal dos Economistas**. Rio de Janeiro, nº 326, setembro de 2016, p. 4-5.

CHIAPPIN, M. A. **Relação entre governança corporativa e desempenho econômico financeiro: uma análise em empresas listadas na BM&FBOVESPA**. Dissertação (Mestrado) – Universidade de Caxias do Sul, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2016.

CLAESSENS, S.; FAN, J, P, H.; LANG, L.H.P. **Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings**. The Journal of Finance. v.57.n.6.p.2741-2771, 2002.

COELHO, E, V; **Financial Distress E Os Mecanismos De Governança Corporativa: Um Estudo Em Companhias Brasileiras de Capital Aberto**. Curitiba, 2016. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Programa de Pós-Graduação Em Contabilidade Área de Concentração: Contabilidade e Finanças, UFPR.

CORREIA, L. F. **Um Índice de Governança para Empresas no Brasil**. 2008. 274 f. Tese (Doutorado em Administração) - Centro de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais (CEPEAD-FACE-UFMG), Belo Horizonte, 2008.

CORREIA, L. F.; AMARAL, H. F.; LUVET, P. **Um índice de avaliação da qualidade da governança corporativa no Brasil**. Revista Contabilidade e Finanças-USP, São Paulo v. 22, n. 55, p. 45-63, jan./fev./mar./abr., 2011.

COUTINHO, E. S.; AMARAL, H. F.; BERTUCCI, L. A. **O impacto da estrutura de propriedade no valor de mercado de empresas brasileiras**. RAUSP, São Paulo, v.41, n.2, p.197-207, abr./maio/jun., 2006.

CUNHA, P. R.; POLITELO, L. **Determinantes do nível de governança corporativa das empresas brasileiras de capital aberto do setor de consumo cíclico da BM&FBOVESPA**. Advances in Scientific and Applied Accounting, São Paulo, v. 6, n. 2, p. 211-235, 2013.

DAMODARAN, A. **Avaliação de Investimentos – Fundamentos e Técnicas para determinação do valor de qualquer ativo**. São Paulo. Qualitymark, 1997.

DANCEY, Christine P; REIDY, J. **Estatística sem matemática para psicologia**. Porto Alegre: Artmed, 2006.

ELETROBRÁS. **Plano Decenal de Expansão e Sustentabilidade 1999/2008**. GCPS. Brasília. dez, 1999.

FARIAS, R.C.G.B **Atuação estatal e a privatização do setor elétrico brasileiro**. Dissertação de Mestrado, Programa de Mestrado em Ciências Política, Instituto de Ciência Política, Universidade de Brasília, Brasília, 2006.

FÁVERO, L. P. *et al.* **Análise de dados: modelagem multivariada para tomada de decisões**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 646 p.

FRANCISCO, J. R. S. **Índice de governança corporativa: criação de valor e desempenho nas cooperativas de crédito** .2014. 301 f.

FERREIRA, R. N. **Governança Corporativa e desempenho: uma análise em empresas brasileiras de capital aberto**. Tese de Doutorado em Administração. Universidade Federal de Lavras, 2012.

FONSECA, R.A; NAZARETH, L.G.C; FRANCISCO, J.R.S; SANTOS, A.C; FERREIRA, R.N, AMARAL, H. **Governança Corporativa – Agregação De Valor no Banco Do Brasil S.A**. Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia. [200-].8.p.

GIL, A.C. **Métodos e técnicas de pesquisa social**.6.ed.São Paulo: Atlas, 2008.

GOMES, A.C.S.; ABARCA, C.D.G.; FARIA, E.A.S.T; FERNANDES, H.H.O. BNDES 50 anos – **Histórias setoriais: o setor elétrico**. Rio de Janeiro, BNDES, 2002.

HAIR, Joseph; ANDERSON, Rolph; TATHAM, Ronald; BLACK, William. **Análise Multivariada de Dados**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2009.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**.2016. Disponível em:<<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18180>> Acesso em: 13 Jul. 2017.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**.2009.

IQUIAPAZA, R. A.; LAMOUNIER, W. M.; AMARAL, H. F. **Assimetria de informações e pagamento de dividendos na Bovespa**. ASAA-Advances in Scientific and Applied Accounting, v. 1, n. 1, p. 1-15, 2008. ISSN 1983-8611.

IUDÍCIBUS, Sergio de *et al.* **Manual de contabilidade societária: aplicada a todas as sociedades – De acordo com as normas internacionais e do CPC**. São Paulo: Atlas, 2010.

JENSEN, Michael. **The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems**. Journal of Finance, v. 48, p. 831- 80, 1993.

JENSEN M. C., & MECKLING, W. (1976, October). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.

KPMG. **A Governança Corporativa e o mercado de capitais: um panorama atual das empresas abertas, com base nos seus formulários de referência 2016/2017**. ACI – Audit Committee Institute, 2017. Disponível em: <http://www.kpmg.com/br/pt/estudos_analises/artigosepublicacoes/paginas/governancacorporativa-e-o-mercado-capitais.aspx>. Acesso em: 25 jun. 2017.

LA PORTA, R.; SILANO, F.L.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R.W. **Agency Problems and Dividend Policies** Around the World. Journal of Finance, 2000.

LAMEIRA, V, J. **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras – uma análise de relacionamento entre as práticas de governança corporativa, o risco e o desempenho das companhias abertas brasileiras**. 2007.197f. Tese (Doutorado em administração) – Programa de Pós Graduação em Administração de Empresas. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC – Rio), Rio de Janeiro, 2007.

LEAL, R. P. (2004). **Governance practices and corporate value: a recent literature survey**. Revista de Administração de Empresas da USP – RAUSP,39(4), 327-337.

MACHADO, S. L. (2008). **Apreendendo com os erros alheios**. Recuperado em 19 de janeiro, 2009, de <http://www.sergiomachado.com.br>.

- MACHADO, S. L. (2003). **Apreendendo com os erros alheios**. Recuperado em 19 de janeiro, 2009, de <http://www.sergiomachado.com.br>.
- MALHOTRA, N. K. **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. 6. ed. Porto Alegre: Bookman, 2012.
- MARION, José Carlos Marion. **Análise das Demonstrações Contábeis: Contabilidade Empresarial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007. p.83, 106, 141, 143.
- MARTINS, E.; MIRANDA, G. J.; DINIZ, J. A. **Análise didática das demonstrações contábeis**. São Paulo: Atlas, 2014.
- VICINI, M. M.; COSTA, F.M.; GALDI, F.C.; FUNCHAL, B. **O impacto da Lei Sarbanes- Oxley (SOX) na qualidade do lucro das empresas brasileiras que emitiram ADRs**. Revista Contabilidade & Finanças, USP, São Paulo, v. 21, n. 52, janeiro/abril, 2010.
- MINGOTI, Sueli Aparecida. **Análise de dados através de métodos de estatística multivariada: uma abordagem aplicada**. Belo Horizonte: Editora UFMG, 2007.
- MOREIRAS, L. M. F. **Os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica**. 2010. 153 f. Tese (Doutorado em Administração), Escola de Administração de Empresas de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **Management ownership and Market valuation: An empirical analysis**. Journal of financial economics, v. 20, p. 293-315, 1988. ISSN 0304-405X.
- MOTTA-ROTH, Désirée; HENDGES, Graciela H. **Produção textual na universidade**. São Paulo: Parábola Editorial, 2010.
- NAGAR, A. L.; BASU, S. R. **Weighting socio-economic indicators of human development: a latent variable approach**. In: ULLAH (org.). Handbook of applied econometrics and statistical inference. New York: Marcel Dekker, 2002.
- NETO, J. C. C. O.; MEDEIROS, O. R.; QUEIROZ, T. B. **Governança Corporativa e Velocidade de Incorporação de Informações: Lead-Lag entre o IGC e o IbrX**. Revista Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, v. 10, n. 1, 2012.

OCDE. **Guidelines for multinational expertises: annual report 2001. Global instruments for corporate responsibility.** Paris: OCDE, 2001.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil.** 2003. 120 (Mestrado). Departamento de Administração, Universidade de São Paulo USP, São Paulo.

OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M. D.; ROCHA, K. C. **Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil** RAC, v. 1, n. 1, p. 119-135, 2007. MOTA-ROTH, D.; HENDGES, G. R. **Produção Textual na Universidade.** São Paulo: Parábola Editorial, 2010.

PEDROSA, J.M; **A felicidade e o consumo de experiências.** 2017. Dissertação (Mestrado em Administração). Programa de pós-graduação em Administração Mestrado Acadêmico em Administração, Fortaleza, 2017.

PEREIRA, J. C. R. **Análise de dados quantitativos: Estratégias Metodológicas para as Ciências da Saúde, Humanas e Sociais.** 3. ed. Editora: Universidade de São Paulo, 2004.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de, **Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico,** 2ª Ed., Novo Hamburgo - RS, Associação Pró-Ensino Superior em Novo Hamburgo - ASPEUR Universidade Feevale, 2013.

PINDYCK, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. **Microeconomia.** 5ª Ed. São Paulo: Prentice Hall, 2002. 712p.

ROSSETTI, J. P; ANDRADE, A. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SANTOS, L.M.S; ARAÚJO, R.A.M; MEDEIROS. D.N; LUCENA, W.G.L. **Níveis diferenciados de governança corporativa: impacto no valor de mercado e desempenho econômico-financeiro das empresas,** DF. In: Congresso UNB de Contabilidade e Governança, 2, 2016, Brasília.

SANTOS, A. G. **Comitê de Auditoria: uma análise baseada na divulgação das informações de empresas brasileiras**. 2009. 175 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) - Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis, Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. **A Survey of Corporate Governance**. The Journal of Finance, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997. ISSN 0022-1082.

SILVEIRA, A. M.; BARROS, L. **Determinantes da qualidade da governança corporativa das companhias abertas brasileiras**. Revista Eletrônica de Administração-READ, Porto Alegre, Ed. 61, v.14, n. 3, 2008.

SILVEIRA, A. D. M. **Governança Corporativa, Desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. 88 f. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paul, 2002.

SILVA, L.M; NASCIMENTO, A.M; OTT; E.**A Influência da Lei Sarbanes-Oxley e do Código Civil brasileiro nos controles internos de empresas localizadas no Brasil**. Programa de Pós-graduação em ciências contábeis nível mestrado.Universidade do Vale do Rio dos Sinos. São Leopoldo.2007.

SOLTANI, B. **Timeliness of corporate and audit reports: Some empirical evidence in the French context**. The International Journal of Accounting, v. 37, n. 2, p. 215- 246, 2002. ISSN 0020-7063.

UNIVERSITY OF CAMBRIDGE. **Report of the committee on: the financial aspects of corporate governance**. London, 1992. Disponível em: <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>>. Acesso em: 19 abr. 2015.

UNIVERSITY OF CAMBRIDGE. **The cadbury archive/the cadbury report**. 2015. Disponível em: < <http://cadbury.cjbs.archios.info/report>>. Acesso em 19/04/2015.

VALOR ECONÔMICO. Finanças, Artigo Financial Times, publicado em, 23/06/2005.

VERRECCHIA, R. E. **Discretionary disclosure. Journal of Accounting and Economics**, v. 5, p. 179-194, 1983/01/01 1983. ISSN 0165-4101. Disponível em: <
<http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0165410183900113> >.

VICINI, L. **Análise multivariada da teoria à prática**. Originalmente apresentada como monografia do autor especialização. Universidade Federal de Santa Maria, 2005.

APÊNDICE

AMOSTRA DE COMPANHIAS DO SETOR ELÉTRICO LISTADAS NA BM&FBOVESPA EM 2016

AES ELPA	ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.
AES TIETE E	EQUATORIAL ENERGIA S.A.
AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	INVESTCO S.A.
AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A	ITAPEBI GERACAO DE ENERGIA S.A.
ALUPAR INVESTIMENTO S/A	LIGHT S.A.
ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A	LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.
CEMIG DISTRIBUICAO S.A.	NEOENERGIA S.A.
CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S.A.	PRODUTORES ENERGET.DE MANSO S.A.- PROMAN
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	REDE ENERGIA S.A.
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	RENOVA ENERGIA S.A.
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA	RGE SUL DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S.A.
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	RIO GRANDE ENERGIA S.A.
CIA CELG DE PARTICIPACOES - CELGPAR	RIO PARANAPANEMA ENERGIA S.A.
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA	STATKRAFT ENERGIAS RENOVAVEIS S.A.
CIA ENERGETICA DE BRASILIA	TERMOPERNAMBUCO S.A.
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE	UPTICK PARTICIPACOES S.A.
CIA ENERGETICA DO MARANHAO - CEMAR	LIGHT S.A.
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN	
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	
CIA PAULISTA DE FORCA E LUZ	
CPFL ENERGIA S.A.	
CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	
CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	
CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	
EDP ESPIRITO SANTO DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA S.A.	
EDP SÃO PAULO DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA S.A.	
ELEKTRO REDES S.A.	
ELETROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	
EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	
ENERGISA MATO GROSSO DO SUL - DIST DE ENERGIA S.A.	
ENERGISA MATO GROSSO-DISTRIBUIDORA DE ENERGIA S/A	
ENERGISA S.A.	
ENEVA S.A	