



A INFLUÊNCIA DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS DO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO NO PERÍODO DE 2010 A 2013

GT 4 – Microeconomia, Organização Industrial e Economia da Tecnologia

Paulo Richard Guedes da Silva¹

Marianne Costa Oliveira²

RESUMO

O Mercado de Capitais Brasileiro é um importante instrumento de captação e transferência de recursos financeiros, que possibilita as empresas a captação de recursos necessários para o financiamento de suas atividades produtivas. E nesse sentido a governança corporativa tem possibilitado as empresas terem um diferencial, através dos segmentos de listagem de ações da BM&FBOVESPA compreendidos por: Novo Mercado, Nível I e Nível II de governança corporativa, pois elas estarão sujeitas as regras mais rígidas em relação as exigidas pelo mercado financeiro, proporcionando dentre vários benefícios, maior transparência para os investidores. A finalidade deste trabalho, é analisar a influência da governança corporativa nos resultados financeiros de empresas do setor elétrico brasileiro. Para chegar aos resultados foi utilizada a metodologia de dois índices financeiros: índice de lucratividade, que é calculado através da margem líquida e o índice de rentabilidade, que é calculado através do retorno sobre o patrimônio líquido. Esperava-se que maiores níveis de governança corporativa, proporcionassem melhores resultados financeiros para as empresas, e com isso o Novo Mercado que é o mais elevado padrão de governança corporativa, apresentasse maiores índices de lucratividade e rentabilidade. Porém os resultados obtidos mostrou que, quanto ao índice de lucratividade as empresas que estão no segmento Nível 2, apresentou os maiores índices em relação aos demais, enquanto para o índice de rentabilidade foram as empresas que estão no segmento Balcão Tradicional que apresentou os maiores índices. Diante desses resultados verifica-se que o Novo Mercado, apresentou baixos índices, mostrando que a governança corporativa não exerceu grande influência sobre esses indicadores.

Palavras-chave: Mercado de Capitais, Novo Mercado, Índices Financeiros.

1 INTRODUÇÃO

O setor de energia elétrica é essencial para o desenvolvimento de um país, tendo em vista o seu grau de importância na infraestrutura do mesmo, sendo um serviço básico utilizado tanto pela população geral (uso doméstico), como para as empresas de todos os setores (indústrias e comércios). A falta de energia pode comprometer a economia, haja vista a sua

¹ Graduado em Ciências Econômicas/UESC - richard_guedes@hotmail.com

² Mestrado em Economia/UFPB, Professora do DCEC/UESC – mariannecst@gmail.com

07 a 10 de outubro de 2014

Universidade Estadual de Santa Cruz – UESC

Ilhéus - Bahia



relevância na geração de riqueza proveniente da produção e comercialização de bens e serviços (ALVES; RIBEIRO; MANTESE, 2007).

O aumento da competitividade e as pressões por eficiência e ganhos de escala, decorrentes da abertura comercial dos mercados, induziram as empresas a buscarem novas fontes de recursos para sua expansão, principalmente no mercado de capitais. Os investidores, por sua vez, tornaram-se também mais exigentes quanto a sua capacidade de influenciar a atuação das empresas nas quais participavam, principalmente como forma de garantir o melhor retorno a seus investimentos. Esse contexto alavancou o movimento recente pela melhoria da governança corporativa (FONTES FILHO; VENTURA; MARUCCI, 2007).

Com o objetivo de contribuir para essa melhoria, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) tem disseminado a temática por meio de cursos, palestras, fóruns, congressos, fortalecendo assim, a Governança Corporativa no país.

A BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo), por meio da disponibilização de segmentos diferenciados³ de governança corporativa tem estimulado as empresas a praticarem uma melhor governança corporativa. A adesão a essas práticas é realizada de maneira voluntária e definida pela Bovespa pelos segmentos especiais compostos por três níveis que se diferenciam pelo grau de aderência da companhia a essas práticas, sendo: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado (BACKES et al, 2008).

A fim de obter maiores recursos financeiros e um grau de risco aceitável, algumas empresas decidem por adotar melhores práticas de governança corporativa, oferecendo maior confiabilidade de suas ações, e algumas empresas do setor de energia elétrica vem acompanhando essa tendência. O ingresso dessas empresas em níveis diferenciados de governança corporativa proporciona benefícios tanto para as empresas como para os acionistas, ou seja, a empresa terá um maior acesso ao capital, minimizando os custos de sua obtenção e proporcionará maior segurança para os investidores elevando-se o grau de atratividade das ações (SERAFIM, 2011).

A adoção dessas boas práticas colabora também para a redução da distância do valor de mercado e o valor justo da empresa, gerando um ambiente propício ao crescimento e aumento da rentabilidade das empresas (SERAFIM, 2011).

³ São níveis de governança corporativa com regras específicas para cada uma.



Ao propor práticas de boa governança que venham a atender os interesses de todos os envolvidos⁴ através de leis e regulamentos internos, entende-se que a empresa poderá obter melhores resultados. Essas medidas poderiam reduzir possíveis conflitos entre os agentes envolvidos, buscando direcionar os objetivos da empresa de modo a satisfazer à todos, obtendo-se transparência, equidade, prestação de contas, ética e o cumprimento das leis (GARCIA, 2005).

Por ser de grande utilidade pública, o setor elétrico é muito relevante para o desenvolvimento de uma nação e demanda um grande volume de investimentos, assim, várias empresas de energia elétrica no Brasil abriram seu capital na Bolsa de Valores de São Paulo, a fim de obterem recursos financeiros a custos mais baixos (ALVES; RIBEIRO; MANTESE, 2007).

Sabe-se que o mercado de capitais é um importante instrumento de captação e transferência de recursos financeiros, que podem ser uma fonte para o financiamento de atividades produtivas de uma organização, porque nele são atraídos e canalizados os recursos excedentes das empresas e pessoas físicas de uma determinada economia (GARCIA, 2005).

Nos últimos anos, tem ocorrido um crescente interesse em torno da governança corporativa, não apenas para o público especializado e as empresas de capital aberto, mas também no ambiente de organizações sem fins lucrativos. E isto, certamente, deve-se aos escândalos da *Enron*, *WorldCom* e *Parmalat* que despertaram a atenção e atraíram o interesse acerca do tema, fazendo com que haja uma necessidade crescente de organizar o governo estratégico das organizações, disciplinando as relações entre seus proprietários, gestores, empregados e grupos de interesse (FONTES FILHO; VENTURA; MARUCCI, 2007).

Nesse sentido, para obter maior credibilidade e visibilidade no mercado e assim auferir maiores retornos financeiros, algumas organizações do setor elétrico brasileiro aderiram ao modelo de Governança Corporativa, que é um segmento com regras mais rígidas e claras (que incidem sobre a gestão de uma empresa, exigindo mais transparência com o intuito de dar mais segurança aos investidores), influenciando de forma positiva no relacionamento entre acionistas, diretoria, Conselho de Administração, e deste modo podem desencadear uma maior atratividade de investimentos para a empresa (ALVES; RIBEIRO; MANTESE, 2007).

Observando a evolução do mercado de capitais brasileiro, é verificado que algumas empresas do setor de energia elétrica aderiram às práticas de governança corporativa,

⁴ Os acionistas na qualidade de controladores e/ou minoritários e suas assembléias; o executivo principal e o grupo de *stakeholders* representado por fornecedores, clientes, funcionários.



inserindo-se em níveis diferenciados da Bovespa, como forma de aumentar sua capitalização e crescimento, enquanto outras permaneceram no nível tradicional da Bovespa. Diante desse contexto o objetivo do trabalho é analisar a influência da governança corporativa nos resultados financeiros de empresas do setor elétrico brasileiro. Especificamente, buscou-se: a) Comparar os índices de lucratividade entre as empresas do setor de energia elétrica analisadas em cada segmento de governança; b) Comparar os índices de rentabilidade entre as empresas do setor de energia elétrica analisadas em cada segmento de governança.

1.1 Metodologia

Foi feita uma coleta de dados, de origem primária, onde utilizou-se à pesquisa documental, para proceder à análise quantitativa, que é efetuada a partir de toda informação numérica resultante da investigação, que se apresentará como um conjunto de quadros, tabelas e medidas Sabino, 1996 (apud KAPPER 2011, p. 15).

As informações financeiras dos exercícios das empresas findos de 2010 a 2013, foram coletadas no site da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), onde as próprias empresas publicaram seus balanços financeiros.

De posse das informações, foram realizadas análises das variáveis escolhidas, tendo como resultados índices financeiros, que mostraram o desempenho das empresas no período, configurando-se assim, como uma pesquisa explicativa.

Para a análise dos resultados, foram escolhidos dois índices financeiros, sendo um relativo à rentabilidade, que faz uma relação entre o lucro(prejuízo) líquido da empresa e o patrimônio líquido da mesma, mostrando a relação da rentabilidade sobre os capitais investidos, e o outro relativo à lucratividade, que faz uma relação entre lucro(prejuízo) líquido e a receita operacional líquida da empresa, mostrando a relação do lucro sobre as vendas.

Para o cálculo do índice de lucratividade, escolheu-se a margem líquida que mostra o lucro que a empresa obteve sobre suas vendas. A equação (1) mostra como é calculado o índice em questão:

$$\text{Margem líquida} = \frac{\text{Lucro (prejuízo) líquido do exercício}}{\text{Receita operacional líquida}} \quad (1)$$

Para o cálculo do índice de rentabilidade, foi escolhida a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, que mostra a remuneração dos capitais próprios investidos na empresa. A equação (2) indica o cálculo desse tópico:



$$\text{Retorno sobre Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro (prejuízo) líquido do exercício}}{\text{Patrimônio líquido}} \quad (2)$$

1.1.1 Universo e amostra

Para a pesquisa o universo são as 67 companhias listadas na BM&FBOVESPA no setor de utilidade pública, no segmento de energia elétrica.

Como amostra do trabalho foram consideradas as empresas que fazem parte do Índice de Energia Elétrica (IEE)⁵, que tem como objetivo medir o desempenho do setor elétrico.

Para a realização do trabalho, foi feita uma separação das empresas, quanto ao universo das 67 empresas listadas na BM&FBOVESPA, separando-se 16 que fazem parte do IEE, posteriormente distribuiu as 16 empresas em quatro subgrupos, que corresponde aos segmentos de governança corporativa divulgado pela BM&FBOVESPA, sendo eles: companhias inseridas no segmento de Balcão Organizado Tradicional, no Nível 1 de governança corporativa, no Nível 2 de governança corporativa e no Novo Mercado. Com os quatro subgrupos definidos, realizou-se a análise financeira das empresas que compõem o IEE.

A empresa Alupar investimentos S.A não fará parte da análise, pois ela ingressou no segmento Nível 2 de governança corporativa durante o período de análise (25/04/2013), e sua inclusão poderia influenciar os resultados, sendo, portanto esta retirada da amostra.

2 REVISÃO DE LITERATURA

2.1 Governança Corporativa

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) é uma entidade sem fins lucrativos que atua no Brasil desde 1995, com o objetivo de disseminar a temática por meio de cursos, palestras, fóruns, congressos, fortalecendo a Governança Corporativa no país. De acordo com o IBGC:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de governança corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso ao capital e contribuindo para a sua longevidade.(IBGC, s.d.).

⁵ É o resultado de uma carteira teórica de ativos, sendo calculado através de um índice que mostra o retorno total do ativo com reinvestimento no próprio ativo. Ver mais índice BM&FBOVESPA Energia Elétrica – IEE, (s.d)



Em sua essência, a governança corporativa busca recuperar e garantir a confiabilidade da empresa sob a ótica de seus grupos de interesses, envolvendo os acionistas, funcionários, fornecedores, consumidores, comunidade e governo (BACKES et al, 2008).

A Governança Corporativa é uma expressão relativamente recente, tendo seu surgimento em meio a um movimento que se iniciou nos Estados Unidos, com o intuito de proteger os acionistas dos abusos da diretoria executiva das empresas, da inércia de conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas. Os escândalos ocasionados por empresas mal administradas, despertaram os acionistas para a necessidade da criação de novas regras que lhes garantissem tal proteção (SILVA, 2012).

Essa necessidade fez com que o IBGC publicasse em 1999 o primeiro código sobre governança corporativa, e em versões posteriores acrescentaram-se os quatro princípios básicos que norteiam a boa governança detalhados e aprofundados (STEINBERG, 2003).

Segundo Steinberg (2003, p.147) o objetivo central deste código é indicar caminhos para todos os tipos de sociedades – por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou civis – visando a: 1) Aumentar o valor da sociedade; 2) Melhorar seu desempenho; 3) Facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos; 4) Contribuir para sua perenidade.

Os princípios básicos que inspiram este código são:

Transparência

Mais do que a obrigação de informar, deve-se haver o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas obrigadas e por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor (IBGC, 2009).

Equidade

Caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders). Serão totalmente inaceitáveis atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto (IBGC, 2009).

Prestação de Contas (*accountability*)

Os agentes de governança assumirão integralmente as consequências de seus atos e omissões, devendo, portanto prestar contas de sua atuação (IBGC, 2009).



Responsabilidade Corporativa

Os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações (IBGC, 2009).

2.2 Mercado de Capitais no Brasil e a Governança Corporativa

É consenso em qualquer país a necessidade de crescimento econômico, visto que o crescimento proporciona mais empregos, mais geração de renda, mais consumo, mais bem-estar e maior arrecadação (NOBREGA et al, 2000).

A poupança tem um papel importante para esse crescimento, pois o crescimento requer investimentos, e para se investir é necessário haver poupança, que consequentemente se consegue através da abstenção temporária de consumo. Porém crescer com eficiência, requer que esses investimentos sejam direcionados para as alternativas com maiores retornos, onde o capital pode ser mais rentável. (NOBREGA et al, 2000).

Segundo a NOBREGA et al (2000), existem três formas principais de fazer chegar a quem investe o dinheiro de quem poupa: 1) o autofinanciamento, quando as empresas ou indivíduos investem apenas aquilo que eles mesmos poupam; 2) através do governo, que direciona recursos da sociedade para os investimentos que julga mais adequados; 3) através dos mercados financeiros e de capitais, pois capta a poupança e a direciona para as atividades mais produtivas.

O investimento no mercado financeiro e de capitais é a forma mais eficiente, assumindo papel mais destacado à medida que as economias se tornam mais sofisticadas. O crescimento econômico esteve sempre ligado ao desenvolvimento dos mercados financeiros. Nas economias modernas, a atividade econômica está intimamente ligada à intermediação de recursos entre poupadores e investidores (NOBREGA et al, 2000).

Candiota (2003) afirma que o Mercado de Capitais é fundamental para o crescimento econômico, visto que: 1) ele aumenta as alternativas de financiamentos para as empresas; 2) reduz o custo global de financiamentos; 3) diversifica e distribui riscos entre os aplicadores; 4) democratiza o acesso ao capital.

O mercado acionário brasileiro ainda não alcançou um papel relevante no que diz respeito ao financiamento da produção e do incentivo a novos investimentos. A ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias e a falta de transparência na gestão são apontadas como principais causas desse cenário (SILVA, 2012).



Isso ocorreu segundo Silveira (2010) devido a um papel muito limitado que o mercado de capitais brasileiro desempenhou no financiamento das empresas durante o século XX. Sendo que esse papel foi preenchido, principalmente, pelo Estado, que atuou como catalisador da atividade econômica por meio de empresas estatais ou pela concessão de recursos de longo prazo para companhias a custos subsidiados.

A partir da década de 1990, com a abertura da economia brasileira, houve um aumento na movimentação de capitais no país. Esse período ficou marcado pela entrada de um grande número de investidores estrangeiros no mercado de capitais brasileiro. Outro fato que contribuiu para o crescimento desse mercado no período foi o acesso de algumas empresas brasileiras ao mercado externo por meio de emissões de ações, sob forma de ADRs⁶ (*American Depositary Reciepts*). Com o objetivo de se capitalizar, listaram suas ações em instituições financeiras do exterior, em maior volume na Bolsa de Nova Iorque (NYSE – *New York Stock Exchange*) (GOLLO, 2009).

Porém no final dos anos 1990 o mercado de ações no Brasil passou por um momento de dificuldade para atrair novos investidores e de manter as companhias listadas na bolsa. O número de companhias listadas na BOVESPA estava diminuindo, gerando um decréscimo no volume negociado em ações, pois muitas companhias fechavam o capital e poucas abriam, devido a alta volatilidade e baixa liquidez do mercado de capitais brasileiro (CVM, 2002).

A necessidade de tornar o mercado de ações organizado e mais seguro para os acionistas e a urgência na profissionalização das empresas médias, ao longo dos anos, fizeram com que as entidades envolvidas nesses processos criassem métodos para essa transformação e, atualmente, as empresas listadas na Bolsa de Valores são relacionadas de forma distinta no que se refere à gestão. Com isso, surge um novo termo no mercado financeiro brasileiro chamado de Governança Corporativa (SANTOS; SILVA; SILVA, 2008).

A BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadoria e Futuros de São Paulo) é uma companhia de capital brasileiro formada, em 2008, a partir da integração das operações da Bolsa de Valores de São Paulo e da Bolsa de Mercadorias & Futuros. Há mais de 10 anos, a BM&FBOVESPA criou segmentos especiais de listagem que são: Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, no momento em que percebe-se que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas.

⁶ São recibos de ações de empresas de fora dos EUA negociados na Bolsa de Nova York. É como se uma empresa brasileira ou outra não americana fosse envelopada para ser negociada por lá, sob o nome de ADR.



Todos os segmentos prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação das companhias que decidem aderir, voluntariamente, a um desses níveis de listagem (BM&FBOVESPA, s.d.).

Além disso, tais regras atraem os investidores, uma vez que a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento. Os investidores estarão possibilitados de exercer influência no desempenho da companhia, através da governança, pois esta determina o nível e as formas de atuação dos mesmos. O objetivo é o aumento do valor da companhia, pois boas práticas de governança corporativa repercutem na redução de seu custo de capital, o que aumenta a viabilidade do mercado de capitais como alternativa de capitalização (CVM, 2002).

Para adesão ao Novo Mercado, não existe qualquer restrição quanto ao porte ou setor de atuação da empresa. Qualquer empresa pode aderir a este segmento, contanto que implemente práticas de Governança Corporativa (MACHADO; MACHADO; SANTOS, 2008).

Segundo BM&FBOVESPA (s.d.), o Novo Mercado conduz as empresas ao mais elevado padrão de Governança Corporativa e uma das exigências impostas às companhias listadas nesse seguimento é a de emitir somente ações com direito à voto, as chamadas ações ordinárias (ON).

Abaixo estão algumas regras do Novo Mercado relacionadas à estrutura de governança e direitos dos acionistas:

- O capital deve ser composto exclusivamente por ações ordinárias (ON) com direito a voto;
- No caso de venda do controle, todos os acionistas têm direito a vender suas ações pelo mesmo preço negociado pelo controlador (*tag along* de 100%);
- Em caso de deslistagem ou cancelamento do contrato com a BM&FBOVESPA, a empresa deverá fazer oferta pública para recomprar as ações de todos os acionistas no mínimo pelo valor econômico;
- O Conselho de Administração deve ser composto por no mínimo cinco membros, sendo 20% dos conselheiros independentes e o mandato máximo de dois anos;
- A companhia também se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação (*free float*);



- Divulgação de dados financeiros mais completos, incluindo relatórios trimestrais com demonstração de fluxo de caixa e relatórios consolidados revisados por um auditor independente;
- A empresa deverá disponibilizar relatórios financeiros anuais em um padrão internacionalmente aceito;
- Necessidade de divulgar mensalmente as negociações com valores mobiliários da companhia pelos diretores, executivos e acionistas controladores.

O Nível 2 é similar ao Novo Mercado, porém com algumas exceções, por exemplo, empresas listadas têm o direito de manter ações preferenciais (PN). No caso de venda de controle da empresa, é assegurado aos detentores de ações ordinárias e preferenciais o mesmo tratamento concedido ao acionista controlador, prevendo, portanto, o direito de *tag along* de 100% do preço pago pelas ações ordinárias do acionista controlador (BM&FBOVESPA, s.d.).

As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a companhia, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembléia de acionistas (BM&FBOVESPA, 2014).

As companhias listadas no Nível 1 devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores. Para isso, divulgam informações adicionais às exigidas em lei pelo nível tradicional da BOVESPA, como por exemplo, um calendário anual de eventos corporativos (BM&FBOVESPA, s.d.).

O *free float* mínimo de 25% deve ser mantido nesse segmento, ou seja, a companhia se compromete a manter no mínimo 25% das ações em circulação.

Existem atualmente 67 empresas listadas na BM&FBOVESPA pertencentes ao setor de utilidade pública, no segmento de energia elétrica, segundo relação divulgada pela BM&FBOVESPA. Existe um número razoável de empresas listadas, porém apenas 31 delas estão inseridas em algum segmento de governança corporativa divulgado pela BM&FBOVESPA. Abaixo pode-se verificar a distribuição das empresas em relação ao segmento especial de listagem do mercado de ações.



Tabela 1 – Participação das empresas do setor de energia elétrica por segmento de governança corporativa.

Segmento de Listagem da BM&FBOVESPA	Quantidade	Participação(%)
Balcão Organizado Tradicional	11	16%
Bovespa Mais	1	2%
Nível 1 de Governança Corporativa	7	10%
Nível 2 de Governança Corporativa	5	8%
Novo Mercado	7	10%
Não inseridas em algum segmento	36	54%
Total de empresas	67	100%

Fonte: BM&FBovespa, s.d.

3 ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise da amostra foi realizada a partir das informações coletadas, realizando a descrição desses dados de caráter quantitativo. Na análise quantitativa foram apresentados os valores de lucro líquido, receita operacional líquida e patrimônio líquido dos períodos findos em 31 de dezembro de 2010 a 31 de dezembro de 2013, além do índice de lucratividade, representado pela margem líquida, e do índice de rentabilidade, representado pela taxa de retorno sobre o patrimônio líquido.

Tendo concluído a análise das empresas, primeiramente foram apresentados os resultados dos índices financeiros de lucratividade e rentabilidade por ordem decrescente, de modo a classificar as empresas quanto aos seus resultados individuais. Posteriormente foram apresentados os mesmos índices, porém com relação ao segmento de governança das 15 empresas analisadas, e finalmente foram apresentados os resultados dos índices das 2 melhores empresas de cada segmento de governança.

As Tabelas 2 e 3, mostram as médias dos índices financeiros: índice de lucratividade e índice de rentabilidade das 16 empresas do setor de energia elétrica que compõem o IEE, do período entre 2010 a 2013, individualmente.



Tabela 2: Classificação das empresas do setor de energia elétrica quanto ao índice de lucratividade no período de 2010 a 2013.

Colocação Geral	Empresa	Segmento	Margem Líquida
1º	TAESA	UNT N2	54,33%
2º	AES TIETE	PN TRADICIONAL	41,80%
3º	ALUPAR	UNT N2	41,48%
4º	TRACTEBEL	ON NM	29,79%
5º	TRAN PAULIST	PN N1	28,17%
6º	CEMIG	PN N1	20,76%
7º	COELCE	PNA TRADICIONAL	13,62%
8º	COPEL	PNB N1	12,58%
9º	ENERGIAS BR	ON NM	10,89%
10º	CPFL ENERGIA	ON NM	9,99%
11º	EQUATORIAL	ON NM	9,30%
12º	ELETROPAULO	PN N2	8,16%
13º	LIGHT S/A	ON NM	6,78%
14º	CESP	PNB N1	4,23%
15º	ELETROBRAS	PNB N1	-7,22%
16º	ENEVA	ON NM	-363,65%
Total			-78,99%
Média			-4,94

Fonte: Dados da pesquisa, 2014

Tabela 3: Classificação das empresas do setor de energia elétrica quanto ao índice de rentabilidade no período de 2010 a 2013.

Colocação Geral	Empresa	Segmento	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido
1º	AES TIETE	PN TRADICIONAL	44,95%
2º	ALUPAR	UNT N2	30,30%
3º	TRACTEBEL	ON NM	26,09%
4º	COELCE	PNA TRADICIONAL	25,93%
5º	CEMIG	PN N1	25,45%
6º	ELETROPAULO	PN N2	21,37%
7º	TAESA	UNT N2	18,55%



8º	CPFL ENERGIA	ON NM	16,93%
9º	LIGHT S/A	ON NM	14,45%
10º	TRAN PAULIST	PN N1	13,81%
11º	EQUATORIAL	ON NM	13,27%
12º	ENERGIAS BR	ON NM	9,82%
13º	COPEL	PNB N1	8,27%
14º	CESP	PNB N1	1,24%
15º	ELETROBRAS	PNB N1	-3,04%
16º	ENEVA	ON NM	-24,28%
Total			243,11%
Média			15,19%

Fonte: Dados da pesquisa, 2014

Cenário 1

A Tabela 4, mostra a média dos índices financeiros: índice de lucratividade (calculado através da margem líquida) e o índice de rentabilidade (calculado através do retorno sobre o patrimônio líquido) das 15 empresas do setor de energia elétrica que compõem o IEE, do período entre 2010 a 2013.

Tabela 4: índices Financeiros das 15 empresas do IEE que pertencem ao setor de energia elétrica, no período entre 2010 a 2013, por segmento de governança.

Nível de Governança Corporativa	Margem Líquida - Média do Período	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido - Média do Período
Balcão Org. Tradicional	27,71%	35,44%
Nível 1	11,70%	9,15%
Nível 2	31,25%	19,96%
Novo Mercado	-49,48%	9,38%

Fonte: Média dos índices financeiros de 2010 a 2013 por segmento (elaborada com base nos dados divulgados pela CVM).

A Figura 1, mostra que as empresas que fazem parte do segmento Nível 2 de governança corporativa, obtiveram, um índice de lucratividade, que é calculado através da margem líquida, maior em relação aos outros segmentos, com 31,25% de média no período de 2010 a 2013, e o segmento Novo Mercado, que é o mais elevado padrão de governança corporativa, obteve uma margem líquida média de 49,48% negativo, apresentando o pior índice de lucratividade dentre os quatro segmentos listados da BM&FBovespa.

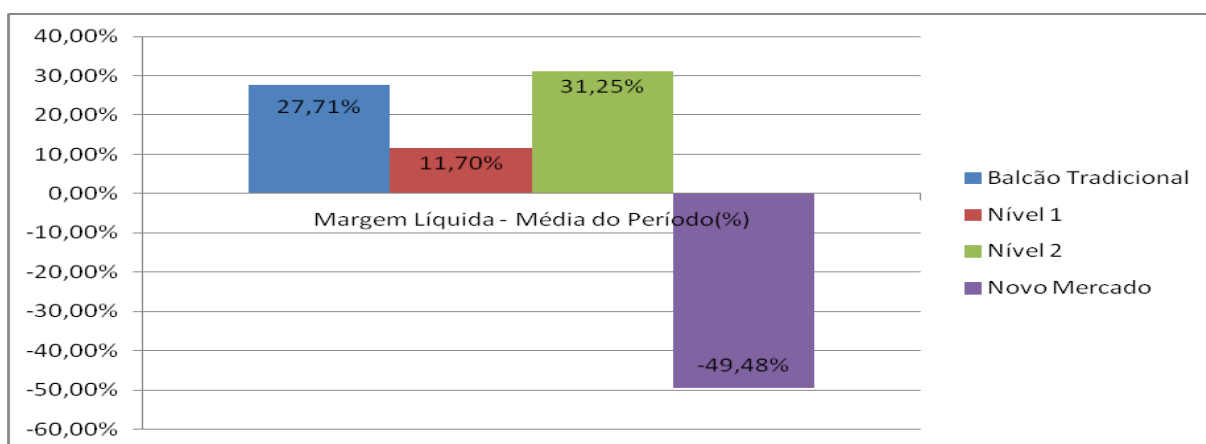


Figura 1: índices de Lucratividade das 15 empresas do IEE que pertencem ao setor de energia elétrica do período de 2010 a 2013.

Fonte: Elaborado com base nos dados econômicos e financeiros das empresas no período de 2010 a 2013 (divulgados pela CVM; informações periódicas de Companhias Abertas.)

Por meio da Figura 2 pode-se constatar que o Balcão Tradicional é o segmento, em que as empresas, em média, apresentaram o maior índice de rentabilidade em relação aos outros segmentos, com 35,44% de média no período de 2010 a 2013, e o segmento Nível 1 de governança corporativa, obteve apenas 9,15%, apresentando o pior índice de lucratividade dentre os quatro segmentos listados da BM&FBovespa.

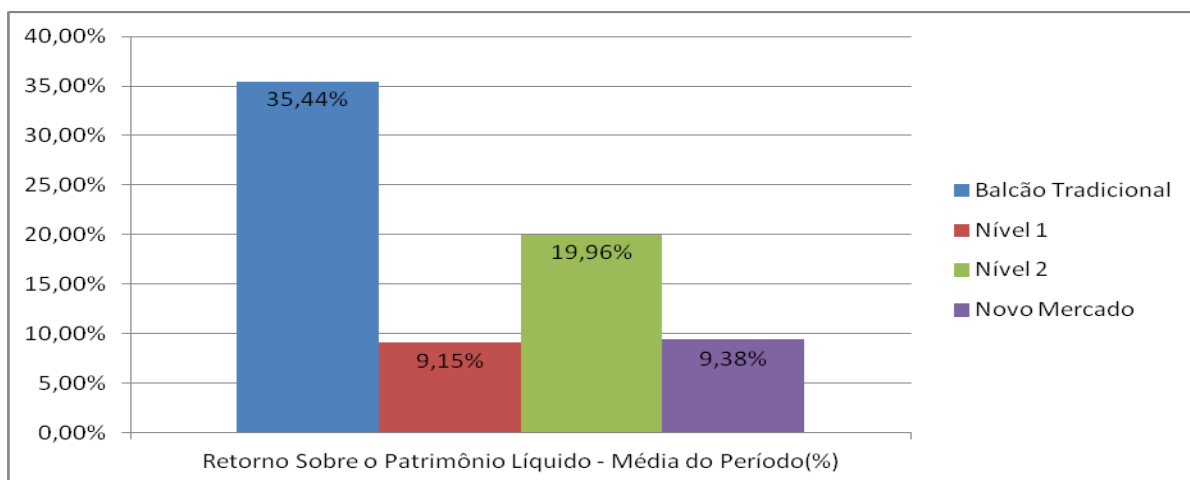


Figura 2: índices de Rentabilidade das 15 empresas do IEE que pertencem ao setor de energia elétrica do período de 2010 a 2013, por segmento de governança.

Fonte: Elaborado com base nos dados econômicos e financeiros das empresas no período de 2010 a 2013 (divulgados pela CVM; informações periódicas de Companhias Abertas.)

Cenário 2

A Tabela 5, mostra a média dos índices financeiros: índice de rentabilidade e índice de lucratividade das 2 melhores empresas do setor de energia elétrica que compõem o IEE, do período entre 2010 a 2013.



Tabela 5: índices Financeiros das 2 melhores empresas do IEE que pertencem ao setor de energia elétrica, no período entre 2010 a 2013, por segmento de governança.

Nível de Governança Corporativa	Margem Líquida - Média do Período	Retorno Sobre o Patrimônio Líquido - Média do Período
Balcão Org. Tradicional	27,71%	35,44%
Nível 1	24,47%	19,63%
Nível 2	31,25%	19,96%
Novo Mercado	19,89%	21,51%

Fonte: Média dos índices financeiros de 2010 a 2013 por segmento (elaborada com base nos dados divulgados pela CVM).

A Figura 3, mostra que as 2 melhores empresas que possuem o segmento Nível 2 de governança corporativa, obtiveram um índice de lucratividade maior em relação aos outros segmentos, com 31,25% de média no período de 2010 a 2013, e as 2 melhores empresas que pertencem ao segmento Novo Mercado, que é o mais elevado padrão de governança corporativa, obtiveram apenas 19,89%, apresentando o pior índice de lucratividade dentre os quatro segmentos listados da BM&FBOVESPA.

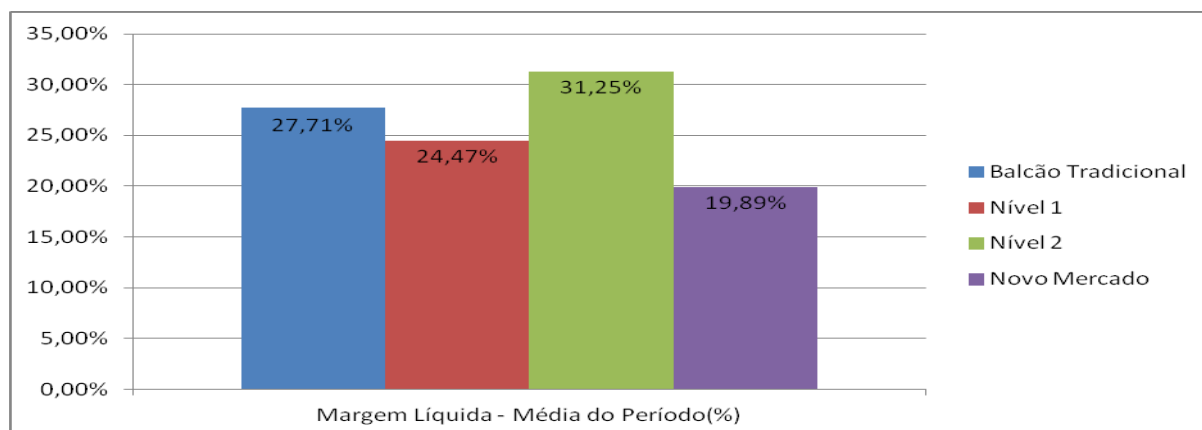


Figura 3: índices de Lucratividade das 2 melhores empresas do IEE que pertencem ao setor de energia elétrica do período de 2010 a 2013, por segmento de governança.

Fonte: Elaborado com base nos dados econômicos e financeiros das empresas no período de 2010 a 2013 (divulgados pela CVM; informações periódicas de Companhias Abertas.)

Por outro lado, pode-se observar com base na Figura 4, que o Balcão Tradicional foi o segmento em que as 2 melhores empresas apresentaram o maior índice de rentabilidade em relação aos outros segmentos, com 35,44% de média no período de 2010 a 2013, e o segmento Nível 1 de governança corporativa, obteve apenas 19,63%, apresentando o pior índice de rentabilidade dentre os quatro segmentos listados da BM&FBovespa.

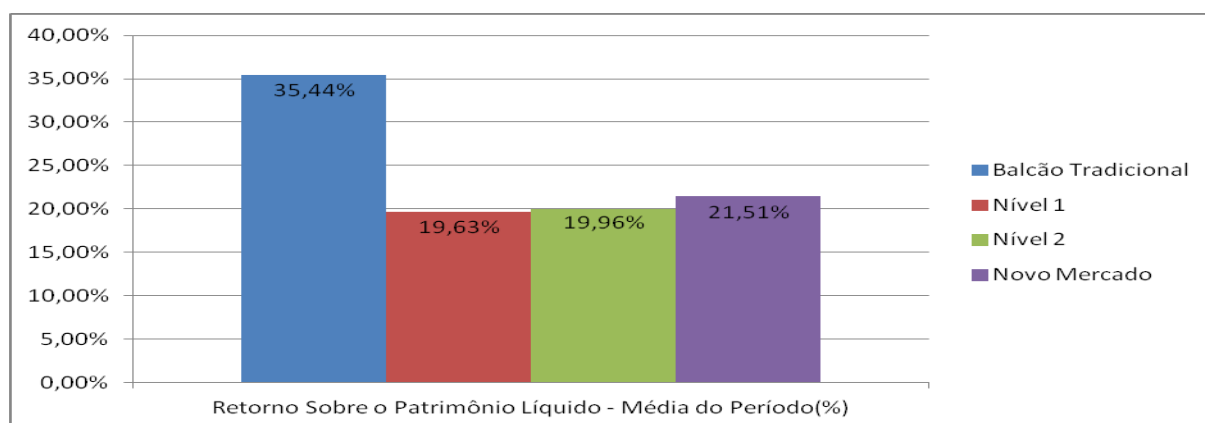


Figura 4: índice de Rentabilidade das 2 melhores empresas do IEE que pertencem ao setor de energia elétrica do período de 2010 a 2013, por segmento de governança.

Fonte: Elaborado com base nos dados econômicos e financeiros das empresas no período de 2010 a 2013 (divulgados pela CVM; informações periódicas de Companhias Abertas.)

4 CONCLUSÃO

Sabe-se que a governança corporativa pode gerar valor para as empresas, porém por se tratar de um bem intangível, foi escolhido a análise de índices financeiros através de dados coletados dos balanços financeiros das empresas do período findos de 2010 a 2013, de modo a verificar se as empresas com altos níveis de governança corporativa, em especial as do segmento Novo Mercado estão apresentando melhores resultados financeiros em seus balanços.

A partir dessa pesquisa, verificou-se, dois cenários: o primeiro realizado com as 15 empresas que compõem o IEE segundo o segmento de governança, e o segundo realizado com as 2 melhores empresas, segundo o segmento de governança corporativa de cada uma.

Para o primeiro cenário realizou-se a análise dos índices financeiros, e verificou-se que, com relação ao índice de lucratividade, que é calculado através da margem líquida, as empresas inseridas no segmento Nível 2, apresentaram os melhores índices, com taxa média de 31,25% no período de 2010 a 2013, seguido pelo Balcão Tradicional com 27,71%, o Nível 1 com 11,70%, e o Novo Mercado com -49,48%.

Já em relação ao índice de rentabilidade, que é calculado através do retorno sobre o patrimônio líquido, as empresas do segmento Balcão Tradicional, apresentaram os melhores índices, com taxa média de 35,44% no período de 2010 a 2013, seguido pelo Nível 2 com 19,96%, o Novo Mercado com 9,38%, e Nível 1 com 9,15%.

A partir da análise do primeiro cenário, é possível concluir que a governança corporativa não exerceu grande influência sobre esses indicadores, pois para o índice de lucratividade, embora o Nível 2, sendo ele um alto padrão de governança tenha apresentado o



melhor resultado, em relação aos outros segmentos, o Novo Mercado, teve desempenho muito abaixo do que se esperava, visto que ele é o mais elevado padrão de governança corporativa, apresentando índice negativo de 49,48%, o que talvez possa ter sofrido influência da empresa ENEVA S.A, que faz parte do segmento Novo Mercado e apresentou índice de lucratividade de -363,65% no período.

Quanto ao índice de rentabilidade, o Balcão Tradicional apresentou o maior índice dentre os demais, de 35,44%, mostrando que as empresas que estão nesse segmento não precisaram necessariamente adotar níveis elevados de governança para obterem resultados melhores nesse indicador. O Novo Mercado, teve desempenho muito baixo apresentando índice de rentabilidade de 9,38%, o que também pode ser explicado pela empresa ENEVA S.A, que faz parte do segmento Novo Mercado e apresentou índice de rentabilidade de -24,28% no período.

Para o segundo cenário, verificou-se que, em relação ao índice de lucratividade, as empresas inseridas no segmento Nível 2, continuaram a ter os melhores índices, com 31,25%, seguido pelo Balcão Tradicional com 27,71%, o Nível 1 com 24,47%, e o Novo mercado com 19,89%.

E quanto ao índice de rentabilidade, as empresas do segmento Balcão Tradicional continuaram apresentando os melhores índices, com 35,44%, seguido pelo Novo Mercado com 21,51%, o Nível 2 com 19,96%, e o Nível 1 com 19,63%.

A realização da análise do segundo cenário se deve ao fato de que a empresa ENEVA S.A. apresentou índices altos negativos e que isto pode ter influenciado o baixo índice do segmento Novo Mercado, foi-se então realizado uma análise com as 2 melhores empresas de cada segmento.

A partir da segunda análise, é possível concluir que quanto ao índice de lucratividade, o nível 2, continuou com o melhor desempenho apresentado no primeiro cenário, porém em relação ao índice de rentabilidade, embora o Balcão Tradicional, continuou com o melhor índice, o segmento do Novo Mercado saltou de terceiro colocado para o segundo, apresentando uma pequena vantagem em relação ao terceiro colocado, o Nível 2 de 1,55%.

Conclui-se que embora alguns estudos realizados mostrem que a governança corporativa é um fator importante de diferenciação das empresas, contribuindo assim, para o aumento de seu valor, os resultados do trabalho, mostrou, que através desses indicadores financeiros, a governança corporativa não influenciou positivamente nos resultados financeiros das empresas de maior nível de governança corporativa, em especial as do Novo



Mercado, levando-nos a pensar que não a motivos para aderir a padrões de governança mais elevados, porém deve-se ressaltar que a governança corporativa abrange vários aspectos da empresa, não somente os relacionados a área contábil, pois um dos principais objetivos da governança corporativa é proporcionar um ambiente seguro, transparente e de boa gestão, alinhando interesses de modo a preservar e otimizar o valor da organização, o que em muitos casos necessita de tempo de adaptação de todos os envolvidos.

Deve-se considerar também que o trabalho foi realizado com uma amostra de 15 empresas de um total de 67, e que um estudo futuro realizado com todas, poderá proporcionar outros resultados diferentes dos encontrados no trabalho, assim como a utilização de outras abordagens acerca do tema.

5 REFERÊNCIAS

ALVES, DENIS L.; RIBEIRO, KÁREM C. S.; MANTESE, FERNANDO. A. O. **Governança corporativa e o desempenho das ações de empresas do setor elétrico.** Universidade Federal de Uberlândia. Uberlândia, Minas Gerais. 2007. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/10semead/sistema/resultado/trabalhosPDF/373.pdf>>. Acesso em: 20 mai. 2014.

BACKES, Rosemary. G. et al. Governança corporativa e performance organizacional: descrição de estudos sobre o tema. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CONTABILIDADE, 18, 2008. Gramado, Rio Grande do Sul. **Anais...** Rio grande do Sul, 2008. P. 1-14. Disponível em: <http://www.congressocfc.org.br/hotsite/trabalhos_1/458.pdf>. Acesso em 20 mai. 2014.

BEN - Balanço Energético Nacional. 2013. Disponível em:<https://ben.epe.gov.br/downloads/Relatorio_Final_BEN_2013.pdf>. Acesso em 25 mar. 2014.

BOLSA MERCADORIAS & FUTURO DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO (BM&FBOVESPA). **A Nova Bolsa** : relações com os investidores. 2002. Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>>. Acesso em: 26 mai. 2014.

_____. **O que são segmentos de Listagem.** (s.d). Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em 29 mai. 2014.



CANDIOTA, Luiz. A. O. A viabilização do crescimento econômico e o papel do mercado de capitais. Banco Central. 2003. Disponível em:
< <https://www.bcb.gov.br/?APRES022>> Acesso em: 02 abr. 2014

CVM. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. 2002. Disponível em: < www.cvm.gov.br/port/public/publ/cartilha/cartilha.doc>. Acesso em: 04 mar. 2014.

FONTES, Joaquim R. F.; VENTURA, Elvira C. F.; MARUCCI, José C. Governança corporativa e o papel dos conselhos de administração: um estudo no contexto das cooperativas de crédito. In: INTERNATIONAL CONFERENCE OF THE IBEROAMERICAN ACADEMY OF MANAGEMENT, 5th, 2007, **Anais...** Santo Domingo, República Dominicana, 2007. Disponível em:
<http://www.bcb.gov.br/Nor/Deorf/govcoop/Gov_cooperativa_e_%20o_papel_do_CA-IberoAmerican2007.pdf>. Acesso em: 01 set. 2013.

GARCIA, F. A. **Governança Corporativa**. Graduação (Ciências Econômicas) Jul. 2005. 41f. Monografia (Graduação em Economia). 2005. 41 f. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2005. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufrj_cvm/Felix%20Arthur_C_Azevedo_Garcia.pdf>. Acesso em: 01 set. 2013.

GOLLO, Romário. S. **Mercado de Capitais**: Uma contribuição para o entendimento do mercado acionário. Monografia (Programa de Pós-Graduação e administração). 2009. 75 f. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2009. Disponível em:
<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/26262/000748799.pdf?sequence=1>. Acesso em: 26 mai. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Governança Corporativa**. [s.d.]. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18161>>. Acesso em: 22 mai. 2014.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA - IBGC. **Pesquisa sobre governança corporativa**. 2009. Disponível em:
<http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Codigo_Final_4a_Edicao.pdf>. Acesso em: 22 mai. 2014.

KAPPER, F. A. **O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO RAMO DE ENERGIA ELÉTRICA**. 2011. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011. Disponível em:<



<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/34995/000785063.pdf?sequence=1>>.

Acesso em: 27 Mar. 2014

NOBREGA, Mailson. et al. **O Mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil**. São Paulo: BOVESPA, 2000. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/relatorio2.pdf>>. Acesso em: 27 jun. 2014.

SANTOS, Carolina. M.; SILVA, Junior. C. C.; SILVA, Rodrigo. A. C. **Governança corporativa**: percepção das empresas quanto às práticas de governança corporativa e a entrada no novo mercado da Bovespa. 2008. Disponível em: <<file:///C:/Users/Admin/Downloads/Dialnet-GovernancaCorporativaPercepcaoDasEmpresasQuantoAsP-4028164.pdf>>. Acesso em: 03 jun. 2014

SERAFIM, Leonardo. S. Influência da Governança Corporativa nas ações do Setor Elétrico Brasileiro: uma análise através da Medida Ômega. In: SEMINÁRIO DE INICIAÇÃO CIENTÍFICA DA PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO PUC-RIO, XIX, 2011, Rio de Janeiro. **Relatório Pibic...** Rio de Janeiro. Rio de Janeiro, 2011. Disponível em: <http://www.pucrio.br/pibic/relatorio_resumo2011/relatorios_ccs_adm.html>. Acesso em: 03 mar. 2014.

SILVA, E. C.; **Governança Corporativa nas Empresas**: guia prático de orientação para acionistas, investidores, conselheiros de administração e fiscal, auditores, executivos, gestores, analistas de mercado e pesquisadores. 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2012.

SILVEIRA, A. M. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**: teoria e prática. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

STEINBERG, H. **A dimensão humana da governança corporativa**: pessoas criam as melhores e piores práticas. São Paulo, Gente, 2003.

MACHADO, Michele R. R.; MACHADO, Lúcio S.; SANTOS, J. E. dos. 2008. **Adesão ao Segmento do Novo Mercado**: Estudo de Caso da Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – SABESP. Disponível em: <http://www.congressocfc.org.br/hotsite/trabalhos_1/141.pdf>. Acesso em: 27 jun. 2014.