

Estudo Comparativo das Empresas do Setor Energético que aderiram a Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

Autoria: Margarida Maria Silva Rodrigues, Reynaldo Maia Muniz

RESUMO

Este artigo aborda o desempenho de empresas do segmento de Energia Elétrica que aderiram a diferenciados níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA; traça um comparativo do desempenho de empresas listadas em níveis distintos; e destaca o arcabouço teórico proposto pela teoria da firma, com o intuito de propiciar o melhor entendimento da governança corporativa e uma reflexão sobre os aspectos abordados por esta teoria que ganham importância no contexto da governança corporativa. Metodologicamente, caracteriza-se como uma pesquisa quantitativa, dividida em duas partes. Na primeira, compara-se o desempenho de cada empresa antes e depois da adesão em níveis diferenciados. Na segunda, faz-se a comparação do desempenho das empresas analisadas. Constatou-se que a grande maioria das empresas pesquisadas não apresentou variação de desempenho antes e depois da adesão. Na comparação do desempenho de todas as empresas selecionadas, observou-se que empresas listadas no nível 1 de governança corporativa obtiveram desempenho superior ao das empresas listadas no novo mercado. Constatou-se, também, que em um mesmo segmento as empresas não obtiveram desempenho médio semelhante. Os resultados alcançados não questionam a legitimidade dos critérios diferenciadores dos segmentos propostos pela BM&FBOVESPA, que, na prática, se mostram extremamente válidos, por explicitarem compromissos contratuais assumidos pelas empresas diante de um cenário ainda deficiente em termos de regulamentações e de leis. No entanto, diante dos resultados obtidos, acredita-se na limitação dos inúmeros modelos explicativos da qualidade da governança corporativa estabelecida nas organizações, especialmente no que concerne a sua real capacidade de esclarecimento, bem como à validade das generalizações apresentadas. Há, em verdade, um construto ainda não operacionalizado, uma vez que um índice construído a partir de indicadores que consideram apenas aspectos formais se mostra insuficiente. A teoria da firma explicita a complexidade das organizações e de suas relações contratuais. Essas definições juntamente com a estrutura de poder estabelecida interferem na maneira como se estabelece a governança. Daí a necessidade de introdução de novas variáveis à análise da governança corporativa, ao mesmo tempo em que se questiona qual o ponto ideal para se estender uma quantificação da governança corporativa. Metodologias qualitativas podem contribuir para o estabelecimento e validação de um novo índice. Finalmente, atenta-se ao fato de que os critérios diferenciadores dos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA contemplam a visão proposta pelo modelo financeiro da governança corporativa, em detrimento de conceitos introduzidos por outras teorias. Com base nos casos estudados, espera-se que este estudo possa contribuir para uma reflexão acerca da governança corporativa, especialmente no que concerne a sua análise restrita a aspectos financeiros e critérios formais.

Palavras-chave: Governança Corporativa, Teoria da Firma, Níveis diferenciados de Governança BM&FBOVESPA.

1. INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, o tema “Governança corporativa” passou a concentrar maior atenção dos estudiosos, em função de diversos fatores. As inúmeras alterações que vêm ocorrendo nas organizações e na economia, aliadas aos escândalos envolvendo grandes organizações, atentam para a grande importância do tema. O fato é que o entendimento da governança corporativa estabelecida nas organizações requer o entendimento da própria organização, que por si só já é complexo.

Primeiramente observadas nos Estados Unidos, as mudanças ocorridas no capitalismo, a decorrente separação entre propriedade e direção das organizações e a conseqüente necessidade de alinhamento dos diversos interesses envolvidos trouxeram à tona a temática da governança corporativa. Assim como nos Estados Unidos, alterações significativas vêm ocorrendo no capitalismo no Brasil, especialmente a partir dos anos de 1990, quando se dá a abertura do mercado brasileiro para o exterior, submetendo as empresas brasileiras a uma forte pressão competitiva. Nesse novo cenário, as empresas brasileiras buscam alternativas capazes de suscitar interesse de investidores e a própria valorização da companhia, mediante o estabelecimento de uma boa governança.

Inúmeros estudiosos e instituições têm se dedicado à análise dos diversos fatores, sejam econômicos, legais, políticos, setoriais e gerenciais, dentre outros, intervenientes na estruturação da governança corporativa, com o intuito de definir princípios capazes de nortear o estabelecimento de uma boa governança. Organizações nacionais e internacionais, dentre as quais se destaca, no cenário brasileiro, a Organização for Economic Cooperation and Development (OECD), o International Corporate Governance Network (ICGN), o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o Banco Central e a BM&FBOVESPA, buscam ampliar o diálogo sobre o tema e, ao mesmo tempo, traduzir suas definições em códigos de melhores práticas e orientações para a estruturação da governança corporativa nas organizações.

Nesse contexto, a BM&FBOVESPA implantou, em dezembro de 2000, níveis diferenciados de governança corporativa, como alternativa para a identificação de empresas com governança corporativa diferenciada. Foram criados o segmento especial novo mercado, os níveis diferenciados de governança corporativa, 1 e 2, e o Bovespa mais, todos de adesão voluntária, desde que cumpridos os requisitos exigidos em cada segmento.

Com base em um referencial teórico que traz à tona aspectos da teoria da firma, propõe-se, o entendimento da governança corporativa, associado à própria dinâmica da firma. Dentre as diversas perspectivas passíveis de serem abordadas no tratamento do tema “Governança corporativa”, a escolha da teoria da firma como arcabouço teórico deve-se ao fato de a governança corporativa ser decorrente do fenômeno da separação entre propriedade e controle, conforme destacam Berle e Means (1984) na obra *The Modern Corporation and Private Property*. Dessa separação resulta uma nova relação entre proprietários e gerentes, denominada “relação de agência”, que ocorre sempre que existe um contrato, formal ou informal, pelo qual um indivíduo, ou grupo de indivíduos – o principal -, contrata um ou mais indivíduos – o(s) agente(s) – para desempenhar alguma atividade de seu interesse, delegando poder de decisão acerca da melhor forma de executar a atividade. O fato é que essa gerência profissional, muitas vezes, é capaz de tomar decisões em benefício próprio em detrimento dos interesses dos proprietários, incorrendo, portanto, em custos de agência (JENSEN; MECKLING, 1976). Faz-se necessário, assim, estudar essa relação contratual estabelecida.

Na teoria da firma, esse estudo é embasado nas colocações de Williamson (1975), que enfatiza as relações contratuais estabelecidas pela firma, que, por sua vez, para serem entendidas, trazem à tona as colocações de Coase (1937). Propõe-se, assim, uma reflexão do

fenômeno que deu origem à governança corporativa como estudo sistemático e dos diversos modelos que distanciam da linha hegemônica do tratamento do tema.

Estudos (LEAL; OLIVEIRA, 2007; DA SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003) estabelecem relações entre o desempenho das organizações e a estrutura formal da governança corporativa. Dentre os aspectos formais, atenção especial é dada à análise do Conselho de Administração, especialmente no que tange o seu tamanho e composição, análise da Diretoria Executiva, existência de um Conselho Fiscal, percentual de ações em livre circulação e atendimento às normas internacionais de apresentação das demonstrações financeiras, dentre outros fatores. Observa-se que muitos dos requisitos analisados nestes estudos são estabelecidos segundo as recomendações propostas por órgãos como a BM&FBOVESPA, a OECD e o IBGC.

Uma boa governança corporativa é chave para integridade das organizações, das instituições financeiras e do mercado (OECD). No entanto, especialmente a partir do ano 2000, escândalos financeiros se tornaram públicos e, conseqüentemente, levantaram questionamentos acerca da governança corporativa estabelecida pelas organizações. Assim, como nos Estados Unidos, escândalos envolvendo organizações com governança corporativa diferenciada ganham destaque no cenário brasileiro e têm suscitado reações não só de órgãos reguladores, mas também de investidores, dentre os quais se destacam os institucionais.

No Brasil, o fato de muitas das organizações envolvidas em escândalos terem aderido a níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA levanta questionamentos diversos: Após aderirem a níveis diferenciados de governança corporativa, as empresas apresentaram maior valorização de suas ações e um desempenho superior? As empresas pertencentes a um mesmo segmento de listagem na BM&FBOVESPA apresentam desempenho semelhante? As empresas listadas em níveis mais elevados de governança corporativa realmente apresentam desempenho superior? Seriam os critérios adotados para a segmentação da BM&FBOVESPA, se avaliados isoladamente, suficientes para a análise do desempenho da organização? Frente à complexidade das organizações e à diversidade de agentes que nelas interferem, seja exercendo alguma influência, controlando ou, mesmo gerenciando, onde se encaixam as teorias das organizações no estudo da governança?

Diante de todas essas questões, esse estudo propõe analisar as empresas depois da adesão a níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, bem como fazer a análise comparativa do desempenho dessas empresas de capital aberto listadas em um mesmo segmento da BM&FBOVESPA.

2 FUNDAMENTOS TEÓRICOS

O fenômeno que suscitou todo o estudo da governança corporativa é o surgimento da sociedade anônima e de toda importância que este modelo foi adquirindo ao longo dos anos. A sociedade anônima, tendo crescido de forma a assumir proporções gigantescas, “atraiu para si uma combinação de atributos e poderes, e atingiu um grau de proeminência que lhe dá o direito de ser considerada como uma das principais instituições sociais” (BERLE; MEANS, 1984, p. 33). Como ponto chave, o sistema acionário tornou-se o principal fator de organização econômica pela sua capacidade de mobilizar os interesses da propriedade.

Na economia norte-americana, a sociedade anônima foi se apropriando de diversos setores. Comparando a “Revolução das Sociedades Anônimas” com a Revolução Industrial, ambas igualmente importantes, observa-se que aquela, ao separar o trabalhador dos meios de produção, levou um número maior de trabalhadores a se colocarem sob uma única administração, ao passo que esta, ao separar a propriedade do controle, colocou a riqueza de inúmeras pessoas sob o mesmo controle central, o que se convencionou chamar de “instituição da propriedade passiva”. Há de se considerar que, com o aumento do número de acionistas, a capacidade de cada um deles expressar opinião torna-se limitada, chegando de

fato a ter uma importância desprezível à medida que as organizações se tornam gigantescas (BERLE; MEANS, 1984).

Essa nova forma de organização possibilitou a existência de organizações com um grande volume de recursos investido, uma vez que os “indivíduos possuem a riqueza representada pela propriedade dedicada à produção (em contraste com a propriedade dedicada ao consumo)” (BERLE; MEANS, 1984, p. 4). Ao analisar o capitalismo que emergia no final do século XIX, Marshall (1985, p. 244) afirma que há “negócios nos quais uma grande empresa pode alcançar vantagens muito importantes, que estão além do alcance de uma pequena empresa”. Nesse contexto destacam-se os seguintes pontos: a) “ações podem ser vendidas a qualquer pessoa num mercado aberto [...] tendo surgido assim uma nova distribuição das diferentes tarefas de direção de negócios” (MARSHALL, 1985, p. 256); b) “Os acionistas de uma sociedade anônima são, salvo casos excepcionais, quase impotentes, embora alguns dos principais acionistas empenhem-se frequentemente em averiguar o que está acontecendo e, assim, exercer o controle efetivo e inteligente sobre a administração da empresa. (MARSHALL, 1985, p. 257); c) “cada aumento de riqueza e cada crescimento da população e da inteligência do povo aumentavam as facilidades para alcançar uma organização industrial altamente desenvolvida” (MARSHALL, 1985, p. 266).

O fato é que “os próprios industriais, e não os financistas deram início às grandes mudanças na organização empresarial” (CHANDLER, 1998, p. 65). O talento e a capacidade inovadora de grandes empresários da época ajudaram a criar a “nova indústria”. Essa capacidade de inovação revolucionou incessantemente a estrutura econômica, destruindo ininterruptamente o antigo e criando continuamente elementos novos (SCHUMPETER, 1968).

Chandler (1977) afirma que essa nova empresa substituiu o mercado na coordenação das atividades da economia e na alocação de recursos, tornando-se, assim, a instituição mais poderosa na economia norte-americana e, conseqüentemente, fazendo de seus administradores um influente grupo de decisores da vida econômica. Toda essa evolução, até desembocar na empresa moderna - entendida como a empresa ‘multiunitária’, gerida por um grupo de administradores assalariados de primeira linha, os “top management”, e os de segunda linha, os “middle management” que supervisionam as atividades de inúmeras unidades operacionais, - corrobora a proposição de que a empresa moderna adquiriu “vida própria”, explicada pelo fato de as hierarquias persistirem. Ou seja, independente das pessoas os cargos permanecem (CHANDLER, 1998).

De fato, o surgimento das sociedades anônimas garantiu maior perenidade das organizações, além de afetar não só o tamanho possível das firmas e suas possibilidades de crescimento, mas também o próprio processo de crescimento (PENROSE, 2006). A teoria do crescimento da firma destaca que os recursos da firma, materiais ou humanos, são heterogêneos. Mesmo estando em uma mesma indústria, as firmas diferem entre si, ou seja, inexistente uma relação biunívoca entre recursos e serviços: para os mesmos recursos, resultados diferentes podem ser gerados em função do conhecimento e de administrações competentes.

2.1 O Estudo da governança corporativa

O estudo sistemático da governança corporativa se deu com as publicações de Jensen e Meckling (1976), Williamson (1991), Coase (1937), que, apesar de não utilizarem o termo “governança corporativa” desenvolveram, na teoria da firma, todo um arcabouço teórico essencial ao seu entendimento. A separação entre propriedade e direção, ponto principal do estudo da governança corporativa, traz à tona os inevitáveis conflitos de interesses decorrentes da nova relação estabelecida (JENSEN; MECKLING, 1976). Por se tratar de uma relação contratual entre a firma e o mercado, há de se entender a forma como se dá essa transação, bem como os custos a elas associados (WILLIAMSON, 1991; COASE, 1937).

Partindo-se do entendimento da firma em uma visão puramente econômica e passando pelo reconhecimento das transações estabelecidas com o mercado até desembocar na relação estabelecida entre os agentes da organização, os parágrafos a seguir procuram levantar todas essas questões, até desembocar na governança corporativa tal como abordada na atualidade. Na visão do *mainstream* da economia, o mercado é visto como grande determinante da atuação da firma, o que significa dizer que as leis da oferta e da demanda determinam os preços e os lucros das firmas. Nessa lógica, as firmas são vistas, fundamentalmente, como uma função de produção. E, apesar de estarem inseridas no mercado, exercem pouca ou nenhuma influência se consideradas individualmente. Esse entendimento reduz drasticamente a atuação dos administradores, uma vez que a maior preocupação da firma consiste em tomar decisões racionais que alocam eficientemente recursos, tendo em vista as condições preestabelecidas pelo mercado. A função administrativa se resume a conhecer a relação matemática entre insumos e produtos mais os custos associados a essas variáveis, e calcular a quantidade de equilíbrio capaz de maximizar a lucro da firma (VARIAN, 2006).

Essa visão econômica, restrita à análise dos custos de produção, mantém-se até a publicação do artigo *The nature of the firm*, de Ronald Coase, em 1937. Na busca de uma visão que melhor aproxime a firma do mundo real, Coase (1937) introduz o conceito de custos de transação e propõe o estudo das condições sob as quais os custos de transação perdem a insignificância e passam a orientar as decisões dos agentes econômicos na alocação eficiente de recursos na economia. Até a publicação desse artigo, reconhecia-se a existência dos custos associados às transações econômicas realizadas pelas firmas. No entanto, esses custos acabavam sendo negligenciados, de forma que os custos de produção eram os únicos que realmente importavam (KUPFER; HASENCLEVER, 2002). Por custos de transação entendem-se os custos enfrentados pelos agentes ao recorrerem ao mercado, tais como custos de negociar, redigir e garantir o cumprimento de contratos (COASE, 1937).

A partir das colocações de Coase (1937), Williamson (1991) dedicou-se ao estudo das transações, dos custos a elas associados e das influências dessas variáveis na organização interna da empresa. Assim, diante de uma infinidade de possibilidades, os custos de transação são determinantes na definição de quais necessidades da firma serão supridas pelo mercado e quais serão atendidas por sua estrutura interna. As colocações de Williamson (1991) abrem espaço para que novos elementos tornem-se importantes para explicar o surgimento e crescimento da firma, uma vez que o controle sobre as variáveis de mercado torna-se bastante complexo. Williamson (1991) admite que, em função da racionalidade limitada, da incerteza e do conhecimento idiossincrático, os preços não se qualificam como estatísticas suficientes e que, devido a isso, frequentemente, há substituição do intercâmbio mediado pelo mercado pela organização interna (hierarquia). Todos esses fatores se apresentam como dificultadores na contratação de uma transação por parte da firma, o que faz com que quatro tipos básicos de contratos possam ser identificados (WILLIAMSON, 1991): a) Contratos que especificam no presente uma determinada performance no futuro; b) Contratos de cláusulas condicionais, ou seja, que especificam no presente uma performance condicionada à ocorrência de eventos; c) Contratos de curto prazo sequenciais, isto é, contratos de pouca duração, realizados nos momentos em que as condições necessárias para a realização das transações efetivamente se concretizem; e d) Contratos que determinam o direito de selecionar no futuro uma performance específica dentro de um conjunto previamente estipulado, estabelecendo, assim, uma relação de autoridade. A questão central defendida por Williamson (1991) pode ser assim sintetizada: “Para cada tipo de transação, deve-se identificar a estrutura de governança mais econômica[...] Mercados e hierarquias (empresas) são as duas principais alternativas” (WILLIAMSON, 1979, p. 169, tradução nossa).

Entendendo a importância das transações estabelecidas pela firma, Jensen e Meckling (1976) destacam que a essência da firma são as relações contratuais por ela estabelecidas,

sejam com empregados, fornecedores, clientes ou investidores. Dessas relações contratuais surgem os custos de agência, que, apesar de variarem de firma para firma, sempre existem e exercem grande influência no desempenho geral da organização. A firma, vista sob essa perspectiva, é uma ficção legal, um nexos de relações contratuais.

A teoria dos agentes, desde a década de 1960, procura entender e discutir as relações e interesses conflitantes inerentes à firma. Apresentando as limitações da firma vista como uma “black box”ⁱⁱ, enfatiza as implicações comportamentais das relações contratuais estabelecidas nas organizações, especialmente entre proprietários e gerentes das firmas. Define relação de agência como “uma relação contratual no qual uma ou mais pessoas (o principal) contrata a outra (agente) para executar algum serviço que envolva a delegação de autoridade e de tomada de decisão para o agente” (JENSEN; MECKLING, 1976, p. 5).

Como consequência da relação de agência, Jensen e Meckling (1976), afirmam a impossibilidade de alinhamento dos interesses sem incorrer em custos de agência, quais sejam: a) custos de monitoramento dos contratos pelo principal - ou seja, as despesas incorridas para verificar se os agentes estão atuando da maneira desejada pelo principal; b) custos incorridos pelo agente para garantir seu comprometimento com os interesses definidos pelo principal; e, c) custos decorrentes da perda residual gerada pela relação de agência - ou seja, o valor das perdas impostas ao principal devido às atitudes tomadas pelos agentes divergentes daquelas que maximizam o ganho do principal. Em suma, os custos de agência representam o gasto de recursos econômicos devido às dificuldades existentes no alinhamento das decisões tomadas pelos agentes segundo os interesses do principal.

Essas questões, abordadas pela teoria da firma, acabaram por representar a base conceitual da governança corporativa e foram sendo operacionalizadas ao longo dos anos. A partir do século XX, a governança corporativa ganha força com a publicação dos trabalhos desenvolvidos por Robert Monks. A abordagem defendida por Monks, no sentido do estudo sistemático da governança corporativa focado na proteção aos acionistas, representa, até a atualidade, a perspectiva hegemônica da governança corporativa. A governança corporativa, sob a perspectiva financeira, representa a visão que concentra a maior parte dos estudos da área (SHLEIFER; VISHNY, 1996; BRIGHAM; EHRHARDT, 2006). Nessa perspectiva, seu objetivo central é a construção de regras e incentivos contratuais, sejam implícitos ou explícitos, capazes de, efetivamente, alinhar as ações dos agentes aos interesses dos proprietários.

Seguindo a linha proposta por Monks, é divulgado o *Relatório Cadbury*, em 1992 (CADBURY COMMITTEE, 1992), resultado do trabalho de um comitê estabelecido pelo Banco da Inglaterra com o objetivo de elaborar um *Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa*. Entendendo governança corporativa como o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas e considerando que a economia de um país depende da eficiência das suas empresas, o *Código de Melhores Práticas* procura orientar as empresas no sentido da adoção das boas práticas de governança corporativa.

Com a missão de desenvolver um conjunto de normas e diretrizes aplicadas à governança corporativa, a OECD publicou os *Principles of Corporate Governance* (OECD, 1999, 2004, 2003). Esses princípios tornaram-se referência mundial na adoção de boas práticas de governança corporativa e suas recomendações foram traduzidas em recomendações da CVM e do IBGC.

Diferentemente da perspectiva dominante no estudo da governança corporativa, a financeira, o estudo deste tema pode ser feito considerando outras perspectivas.

a) Perspectiva dos stakeholders:

Partindo do ponto de vista de que lucro não é a única categoria de retorno a ser maximizada, esta perspectiva ganha força a partir do início do século XXI. Desde então, estudos têm sido desenvolvidos considerando essa perspectiva, levantando questionamentos

diversos, bem como sua comparação com o modelo orientado para o acionista. Entendendo por *stakeholder* qualquer grupo, ou indivíduo, que estabeleça relação com a organização, seja fornecedor, cliente, empregado, acionista ou a comunidade local, dentre outros, os defensores do modelo *stakeholder* procuram definir estruturas capazes de equilibrar os interesses desses grupos, sejam internos ou externos à organização, embasando-se principalmente na justificativa de que sem os stakeholders a organização não existiria ou, mesmo, não validaria sua reputação pública. Freeman (2000) destaca que cada um destes stakeholders têm o direito de não ser tratado como um meio para algum fim, e deve, portanto, participar na determinação da futura direção da firma. Acrescenta que a teoria da firma deve redefinir o propósito da firma.

A influência de valores impostos pela sociedade e pelo ambiente para a organização é reconhecida pela Teoria Institucional (ZUCKER, 1991, SCOTT, 1991, POWELL, 1991). Essa teoria considera que os atores agem de acordo com padrões socialmente construídos e que mecanismos institucionais – coercitivos, normativos e miméticos - conformam seu comportamento. Esses três componentes sustentam a busca da legitimidade, através do processo de isoformismo, ou seja, as organizações são instigadas a se tornarem semelhantes, seja em relação aos valores, processos e até estruturas (DIMAGGIO, POWELL, 1983). Scott (1991) enfatiza a importância de se reconhecer que a maioria das organizações articula múltiplos recursos e tipos de sistemas simbólicos e culturais, que acabam por afetar as relações estabelecidas.

Nessa mesma linha de raciocínio, Donaldson e Preston (1995), contrastando com o modelo input-output da firma tradicional, consideram que no modelo baseado nos *stakeholders* todos os grupos e pessoas que possuem interesses legítimos devem participar do negócio com o intuito de obter benefícios.

Dentre inúmeros outros autores, Sternberg (1999) se opõe à abordagem proposta pela teoria dos stakeholders por considerar que muitas das questões a ela associadas são contrárias à adoção de uma conduta responsável por parte dos administradores, além da subjetividade inerente à questão e da dificuldade real de conciliação de interesses múltiplos e, muitas vezes contraditórios.

b) Perspectiva da Administração ou de Representação (Stewardship):

Este modelo assume que os administradores são bons representantes da organização e trabalham diligentemente na obtenção de altos níveis de lucros corporativos e retorno aos acionistas. Daí a importância de se investir em habilidades gerenciais e nos conhecimentos desses profissionais.

Esta perspectiva admite a possibilidade de o Conselho de Administração se tornar redundante no caso da existência de um grupo dominante de acionistas com atuação ativa, especialmente quando se tratar de um grupo familiar ou do governo. Pfeffer e Leong (1977), reconhecendo a importância dos conceitos de poder e dependência de recursos, introduzidos pela literatura baseada na sociologia das organizações, desenvolveu um estudo no qual procurou identificar o efeito dessas variáveis nas decisões relativas à alocação de recursos. Demonstra que na representação da firma a importância dos membros externos está mais associada à forma como estes influenciam os círculos externos da organização do que à própria influência exercida dentro da organização. A maior presença de membros externos no Conselho de Administração acaba por tranquilizar os reguladores, banqueiros e outros grupos de interesse. No entanto, em certos casos essa representação pode se mostrar comprometida diante de situações em que há um grupo muito influente na organização (TURNBULL, 1997).

c) Perspectiva política

Este modelo reconhece que a alocação de poderes corporativos, privilégios e lucros entre proprietários, gerentes e outros stakeholders é determinada pela forma como o governo

pode beneficiar seus eleitores. Nesse sentido, haverá uma forte influência política no setor corporativo.

Por acreditar que a identidade da pessoa envolvida na transação é determinante na forma da transação estabelecida, Ben-Porath (1978) defende que uma estrutura capaz de reduzir custos de transação afeta a organização da atividade social, a divisão do trabalho e as diversas interações entre outras dimensões das transações. Assim, acredita-se no estabelecimento de um link entre os aspectos sociais e econômicos concernentes ao desenvolvimento, o que levanta questionamentos diversos acerca da governança estabelecida, uma vez que os administradores das grandes organizações se mostram completamente incapazes de discutir assuntos voltados a itens estrategicamente críticos no setor público (BHIDE, 1994). A estrutura de governança corporativa estabelecida nas organizações é sensível à organização dos intermediários financeiros, ao mesmo tempo em que a organização desses intermediários é sensível à política da nação (ROE, 1993). Diante desses cenários diversos, reconhece-se a importância de se entender os efeitos das diferentes estruturas no contexto organizacional, na organização do trabalho, bem como na forma de estabelecimento do processo decisório da alta cúpula da organização.

2.2 A BM&FBOVESPA e os níveis diferenciados de governança corporativa

Baseando-se no *Neuer Market* alemão, os níveis diferenciados de governança corporativa, implantados pela BM&FBOVESPA em 2000, representam segmentos especiais de listagem que objetivam “proporcionar um ambiente de negociação que estimulasse, simultaneamente, o interesse dos investidores e a valorização das companhias.” (BM&FBOVESPA, 2006). Esses níveis são nível 1, nível 2, novo mercado, e o Bovespa Mais.

A adesão das companhias a níveis diferenciados de governança corporativa se dá voluntariamente, formalizada por meio de contrato de adesão. São previamente definidos os requisitos mínimos a serem atendidos em cada nível diferenciado e, no momento de assinatura do contrato, a companhia se obriga a atender os compromissos assumidos (BM&FBOVESPA, 2006, 2007, 2008). Observa-se, no Quadro 6, que, partindo do nível 1 de governança corporativa, passando pelo nível 2 e chegando ao novo mercado, os requisitos mínimos a serem atendidos vão ao encontro do estabelecimento de uma melhor governança corporativa, com a adoção de melhores práticas de governança, segundo as recomendações e os códigos definidos pelo próprio IBGC(2008), CVM(2002) e outros órgãos regulamentadores.

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
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	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo

Concessão de Tag 100% para ações ON	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo

Figura 1. Diferenciação de segmentos da BM&FBOVESPA

Fonte: BM&FBOVESPA. (Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>)

Além dos itens das recomendações da CVM e do IBGC, destacados por estarem diretamente relacionadas aos critérios diferenciadores dos segmentos de governança corporativa da BM&FBOVESPA, tais recomendações abordam questões como transparência, responsabilidade e regras de funcionamento dos órgãos de governança corporativa, em especial da auditoria e comitês, bem como dos ocupantes de cargos nas organizações, dentre outros inúmeros aspectos essenciais ao estabelecimento de uma boa governança corporativa. Cabe ressaltar o alinhamento das recomendações vigentes no Brasil às orientações internacionais propostas pelo ICGN, OECD e pela Lei Sarbanes Oxley.

3 METODOLOGIA

Este estudo consiste em uma análise das empresas do setor de energia elétrica que aderiram a níveis diferenciados de governança corporativa. Considerando todas as empresas com governança corporativa diferenciada listada na BM&FBOVESPA, a escolha do segmento de Energia elétrica, segundo a Classificação Setorial das Empresas e Fundos Negociados na BM&FBOVESPA, deu-se pelo fato de este ser um dos segmentos com número expressivos de empresas listadas. Além disso, as empresas se encontram distribuídas em níveis diferenciados de governança. Das 64 empresas listadas, 14 aderiram a níveis diferenciados de governança: 6 pertencem ao novo mercado, 5 ao nível 1 de Governança Corporativa, e 3 ao nível 2 de governança corporativa. Assim, o universo de estudo constitui-se inicialmente dessas 14 empresas.

Diante da necessidade de utilizar somente empresas com liquidez significativa, definiu-se como ponto de corte para a definição das empresas a serem trabalhadas, as que foram negociadas pelo menos três vezes na semana no período analisado. A definição desse ponto de corte se deve ao fato de que “um ativo líquido é aquele que pode ser negociado em um mercado ativo e, como consequência, pode ser rapidamente convertido em dinheiro a um preço de mercado vigente” (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006, p. 77), e de que ações com baixa liquidez possuem menor probabilidade de suas cotações serem adequadas ao valor de mercado. A Tabela 1, mostra que, após aplicação dos filtros, nenhuma das três empresas pertencentes ao nível 2 de governança corporativa foram selecionadas para o estudo.

Tabela 1: Empresas selecionadas

Razão social	Código de negociação	Governança corporativa	Data de adesão
Cia Energética de Minas Gerais - CMIG3	CMIG3	Nível 1	17/10/2001
Cia Energética de São Paulo - CESP3	CESP33	Nível 1	28/7/2006
CPFL Energia S.A.	CPFE3	Novo Mercado	29/9/2004
Centrais Elétricas Brasileiras S. A. - ELET3	ELET3	Nível 1	29/9/2006
EDP - Energias do Brasil S.A.	ENBR3	Novo Mercado	13/7/2005
Light S. A.	LIGT3	Novo Mercado	22/2/2006
Tractebel Energia S. A.	TBLE3	Novo Mercado	16/11/2005

Fonte: BM&FBOVESPA. Boletim diário de informações n. 077/2008, referente a 24 de abril de 2008; Informações site BM&FBOVESPA.

3.1 Coleta de dados

Para a condução da pesquisa, foram utilizados dados secundários, extraídos do sistema de informações ECONOMÁTICA©, além de informações sobre as empresas obtidas na BM&FBOVESPA. Tendo em vista o objetivo do trabalho de investigar a) o desempenho das empresas depois da adesão a níveis diferenciados de governança e b) a existência de diferenças no desempenho das empresas listadas em níveis diferenciados de governança, foram coletados dados em períodos distintos.

Para se atingir o objetivo (a), identificou-se, inicialmente, a data de adesão de cada empresa ao nível diferenciado de governança corporativa. A partir dessa data, foram considerados os quatro demonstrativos financeiros anteriores e posteriores à data de adesão. Para o cálculo da rentabilidade, foram consideradas as cotações diárias, dois anos antes e dois depois da adesão. Para se atingir o objetivo (b), no qual se buscava realizar uma análise comparativa de desempenho das empresas listadas em níveis diferentes de governança corporativa, foram considerados dados das empresas de outubro de 2006, mês a partir do qual todas as empresas selecionadas já haviam aderido a níveis diferenciados de governança, até outubro de 2008.

3.2 Variáveis analisadas

Neste estudo, foi analisado o desempenho das empresas, especialmente no que concerne à sua valorização. Para tal, foram selecionadas variáveis que possibilitassem a análise sob as duas perspectivas: de mercado e contábil. Na perspectiva de mercado, analisou-se a rentabilidade diária da ação; na perspectiva contábil, foram calculados índices contábeis de rentabilidade e de lucratividade. Outra alternativa proposta foi a utilização do Q de Tobin, que utiliza em seu cálculo dados contábeis e de mercado.

3.2.1 Valorização da empresa – Q de Tobin

Objetivando analisar a valorização das ações, optou-se pela utilização do Q de Tobin, utilizado em estudos diversos (MONTGOMERY; WERNERFELT, 2007; CORREIA, 2008; OKIMURA *et al.*(2007)). Tobin, em 1969, definiu essa medida relacionando o valor de mercado da companhia com o valor de reposição de seus ativos, mediante a combinação de dados contábeis e informações de mercado. Diante da dificuldade de calcular o Q de Tobin originalmente proposto, uma vez que dados como valor de mercado das dívidas e valor de reposição dos ativos da empresa não são facilmente observáveis, o Q de Tobin será estimado pela aproximação proposta por Chung e Pruitt (1994):

$$Q_{Tobin} = \frac{(VMA + VCD)}{AT} \quad (1)$$

Em que:

VMA= valor de mercado das ações; VCD= valor contábil das dívidas e AT= ativo total.

O valor das dívidas - VCD na equação [1] é dado por:

$$VCD = VCPC - VCAC + VCE + VCDLP \quad (2)$$

Em que:

VCPC= valor contábil dos passivos circulantes; VCAC= valor contábil dos ativos circulantes; VCE= valor contábil dos estoques; e VCDLP= valor contábil das dívidas de longo prazo.

3.2.2 Perspectiva contábil

Os dados contábeis influenciam o preço das ações, motivo pelo qual é necessário avaliar as demonstrações contábeis para entender o desempenho da empresa (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006). Assim, o presente utiliza as seguintes variáveis:

(A) Margem líquida

$$MARGEM_LÍQUIDA = \frac{LUCRO_LÍQUIDO}{VENDAS_LÍQUIDAS} \quad (3)$$

(B) Retorno sobre o PL - ROE:

$$ROE = \frac{LUCRO_LÍQUIDO}{PATRIMÔNIO_LÍQUIDO} \quad (4)$$

(C) Lucro Operacional antes de juros, depreciação e amortização:

$$EBITDA = \frac{EBITDA}{ATIVO_TOTAL} \quad (5)$$

(D) Retorno sobre o investimento - ROI:

$$ROI = \frac{LUCRO_LÍQUIDO}{ATIVO_TOTAL} \quad (6)$$

3.2.3 Perspectiva de mercado

Nessa perspectiva foi analisada a rentabilidade diária de mercado das ações. Para tal, utilizou-se a cotação diária de fechamento das ações ordinárias das empresas analisadas, uma vez que, segundo Ramanathan e Rappaport (1971), o valor da empresa é dado pelo valor de suas ações ordinárias e pelo fato de o preço dessas ações ser afetado pela estrutura de propriedade da empresa (BHAGAT; BRICKLEY, 1984). Assim, o retorno diário da ação foi calculado pelo logaritmo neperiano da razão entre o valor de fechamento do dia “d” pelo valor de fechamento do dia anterior (d-1).

$$R_{(d/d-1)} = \ln\left(\frac{V_d}{V_{d-1}}\right) \quad (7)$$

4 ANÁLISE DE DADOS E RESULTADOS

A primeira parte do teste, objetiva comparar o desempenho de cada empresa antes e depois da adesão a níveis diferenciados de governança corporativa. Para o cálculo dos indicadores Q_Tobin, Margem líquida, ROE, EBITDA e ROI foram considerados dados trimestrais extraídos dois anos antes e dois anos depois da data de adesão a níveis diferenciados de governança corporativa, totalizando um total de 16 períodos, oito antes da adesão e oito depois da adesão para cada empresa analisada. O mesmo período, dois anos antes e dois anos depois da data de adesão, foi considerado para análise da rentabilidade. No entanto, foram coletadas as cotações diárias das ações de cada empresa para o cálculo da rentabilidade.

Na CPFL Energia, a oferta pública inicial (IPO) na BM&FBOVESPA ocorreu em setembro de 2004. A EDP Energias do Brasil abriu seu capital no novo mercado da BM&FBOVESPA em julho de 2005.

Na comparação do desempenho das empresas em relação às cinco variáveis (Q de Tobin, margem líquida, ROE, EBTIDA e ROI) antes e depois da adesão a níveis diferenciados de governança, os resultados dos testes (Tabela 2) demonstram que três das cinco empresas analisadas não apresentaram diferença significativa nas médias, considerando o nível de significância igual a 5%. Uma delas apresentou diferença em apenas uma dessas variáveis e apenas uma empresa, Tractebel Energia S. A., apresentou desempenho superior depois da adesão. Para esta empresa, todas as variáveis indicaram valores médios significativamente superiores depois da adesão. A análise comparativa do desempenho com base na rentabilidade revelou que todas as hipóteses foram aceitas, o que significa que não houve diferença significativa na média da rentabilidade de todas as empresas antes e após a adesão.

Tabela 2: Resultado dos testes de hipótese das empresas antes e após a adesão

Variáveis	Hipóteses	CMIG3	CESP3	ELET3	LIGT3	TBLE3
Q de Tobin	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita	Rejeita	Aceita	Aceita	Rejeita
Margem Líquida	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita	Rejeita
ROE	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita	Rejeita
EBTIDA	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita	Rejeita
ROI	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita	Rejeita
Rentabilidade	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita	Aceita

Fonte: Dados do Economática© trabalhados pelo autor.

A segunda parte dos testes compreendeu a análise comparativa dos grupos de empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa. O grupo 1 é formado pelas empresas que aderiram ao nível 1 de governança corporativa e o grupo 2, pelas empresas do novo mercado. A fim de possibilitar a análise comparativa de desempenho, os dados de todas as empresas foram referentes às demonstrações trimestrais de 30/09/2006 até 30/09/08. A data inicial foi determinada como o primeiro balanço trimestral após a adesão de todas as empresas selecionadas a níveis diferenciados de governança corporativa.

Para fins de análise, foi considerada a média de cada variável para as empresas que compõem o nível 1 e para o grupo de empresas do novo mercado. Nessa segunda etapa, procedeu-se inicialmente a comparação do desempenho do grupo de empresas do Nível 1 em relação ao Novo Mercado com base em cinco variáveis - Q de Tobin, Margem líquida, ROE, EBTIDA e ROI. A Tabela 3 apresenta o resultado dos testes de hipótese e revela que todas as hipóteses foram rejeitadas.

Tabela 3: Resultado dos testes de hipótese do grupo de empresas do Nível 1 em relação ao Novo Mercado

Variáveis	Hipóteses	Resultado
Q de Tobin	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Rejeita
Margem Líquida	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Rejeita
ROE	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Rejeita
EBTIDA	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Rejeita
ROI	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Rejeita

Fonte: Dados do Economática© trabalhados pelo autor.

De modo a entender o motivo de todas as hipóteses terem sido rejeitadas, foi realizada uma investigação de modo a perceber se as três empresas que compõem o grupo nível 1 (CMIG3, CESP3, e ELET3) apresentam dados homogêneos com base nas cinco variáveis. O mesmo foi realizado para as quatro empresas do novo mercado (CPFE3, ENBR3, LIGT3, e TBLE3).

O objetivo deste tópico é verificar se as empresas do mesmo grupo possuem médias diferentes com relação às variáveis analisadas. Na análise de variância, utiliza-se o teste F, que é a relação entre a estimativa “entre grupos” sobre a estimativa “dentro do grupo”, medindo, dessa forma, a quantidade de variância que é atribuída aos diferentes tratamentos *versus* a variância esperada a partir de amostras aleatórias (HAIR *et al.*, 2005; ANDERSON, SWEENEY; WILLIAMS, 2009).

A Tabela 4 apresenta os resultados com relação às hipóteses testadas tanto para as empresas do nível 1 quanto para as empresas do novo mercado no que tange às cinco variáveis estudadas. Verifica-se que todas as hipóteses foram rejeitadas.

Tabela 4: Resultado dos testes de hipótese de cada grupo de empresas

Variáveis	Grupo de empresas	Hipóteses	Resultado
Q de Tobin	Nível 1	$\mu_{CMIG3} = \mu_{CESP3} = \mu_{ELET3}$	Rejeita
	Novo Mercado	$\mu_{CPFE3} = \mu_{ENBR3} = \mu_{LIGT3} = \mu_{TBLE3}$	Rejeita
Margem Líquida	Nível 1	$\mu_{CMIG3} = \mu_{CESP3} = \mu_{ELET3}$	Rejeita
	Novo Mercado	$\mu_{CPFE3} = \mu_{ENBR3} = \mu_{LIGT3} = \mu_{TBLE3}$	Rejeita
ROE	Nível 1	$\mu_{CMIG3} = \mu_{CESP3} = \mu_{ELET3}$	Rejeita
	Novo Mercado	$\mu_{CPFE3} = \mu_{ENBR3} = \mu_{LIGT3} = \mu_{TBLE3}$	Rejeita
EBTIDA	Nível 1	$\mu_{CMIG3} = \mu_{CESP3} = \mu_{ELET3}$	Rejeita
	Novo Mercado	$\mu_{CPFE3} = \mu_{ENBR3} = \mu_{LIGT3} = \mu_{TBLE3}$	Rejeita
ROI	Nível 1	$\mu_{CMIG3} = \mu_{CESP3} = \mu_{ELET3}$	Rejeita
	Novo Mercado	$\mu_{CPFE3} = \mu_{ENBR3} = \mu_{LIGT3} = \mu_{TBLE3}$	Rejeita

Fonte: Dados do Economática© trabalhados pelo autor.

Os resultados evidenciaram que as empresas pertencentes ao novo mercado obtiveram desempenho superior se comparadas às do nível 1. Observou-se que todas as variáveis apresentaram desempenho médio significativamente diferente. O mesmo ocorreu para as empresas do novo mercado. Esses resultados afirmam que em um mesmo segmento há diferenças significativas de desempenho.

Objetivando analisar detalhadamente essa questão, são apresentados Figuras de dispersão para cada variável analisada. Detectou-se que a empresa Tractebel Energia S. A, que havia apresentado comportamento diferente das demais na primeira parte da análise, se comportava como um *outlier*, distorcendo os resultados encontrados.

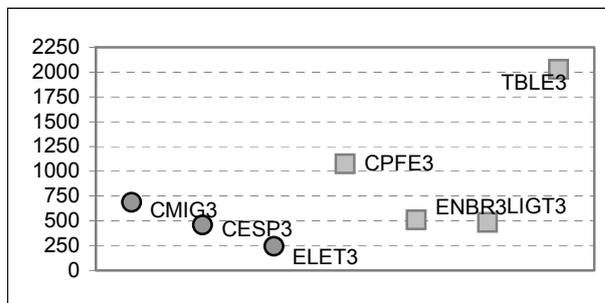


Figura 1 - Média das empresas analisada para o Q de Tobin

Fonte: Economática©

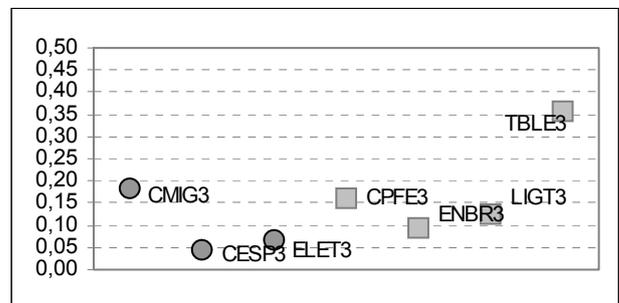


Figura 2 - Média das empresas analisada para a margem líquida

Fonte: Economática©

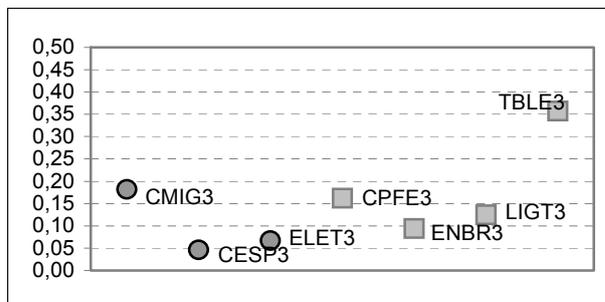


Figura 3 - Média das empresas analisada para o ROE

Fonte: Economática©

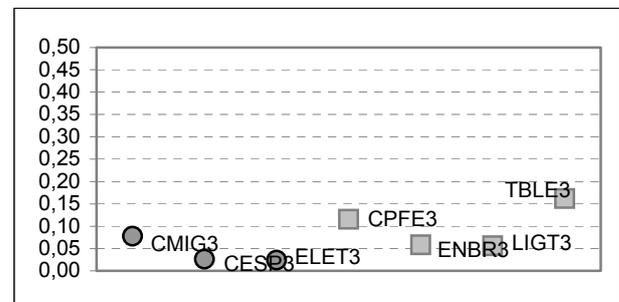


Figura 4 - Média das empresas analisada para o EBTIDA

Fonte: Economática©

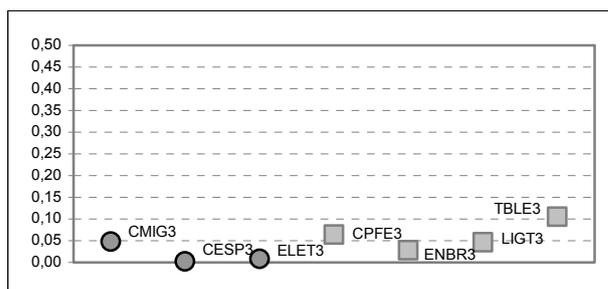


Figura 5 - Média das empresas analisada para o ROI

Fonte: Economática©

Após a retirada dessa empresa, o grupo (nível 1) ficou formado pela média das empresas CMIG3, CESP3 e ELET3 e o grupo 2 (novo mercado) com base na média das empresas CPFE3, ENBR3 e LIGT3. No que tange as cinco variáveis estudadas, uma nova análise estatística detectou que somente para variável Q_Tobin as médias do desempenho das empresas listadas no nível 1 eram diferentes das médias das empresas do novo mercado, conforme mostra a tabela 5.

Tabela 5: Resultado dos testes de hipótese do grupo de empresas do Nível 1 em relação ao Novo Mercado após exclusão de outlier

Variáveis	Hipóteses	Resultado
Q de Tobin	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Rejeita
Margem Líquida	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Aceita
ROE	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Aceita
EBTIDA	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Aceita
ROI	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Aceita

Fonte: Dados do Economática© trabalhados pelo autor.

Ainda na segunda etapa, procedeu-se a comparação do desempenho das empresas do nível 1 em relação ao novo mercado com base na rentabilidade. A Tabela 6 mostra o resultado do teste de hipótese em que realmente foi confirmado que não existe diferença na média de rentabilidade das empresas que pertencem ao nível 1 de governança corporativa e as empresas do novo mercado. Verifica-se, também, que tanto para as empresas do nível 1 quanto para as empresas do novo mercado as hipóteses de igualdade de médias com relação à rentabilidade foram aceitas. Esse resultado corrobora para os resultados observados na comparação entre a rentabilidade das empresas do nível 1 com as empresas do novo mercado.

Tabela 6: Resultado dos testes de hipótese em relação à rentabilidade

Variável	Hipótese	Resultado
Rentabilidade	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Aceita
Rentabilidade - Nível 1	$\mu_{\text{CMIG3}} = \mu_{\text{CESP3}} = \mu_{\text{ELET3}}$	Aceita
Rentabilidade - Novo Mercado	$\mu_{\text{CPFE3}} = \mu_{\text{ENBR3}} = \mu_{\text{LIGT3}} = \mu_{\text{TBLE3}}$	Aceita

Fonte: Dados do Economática© trabalhados pelo autor.

Na perspectiva financeira, a análise da rentabilidade demonstrou em todos os testes realizados que não há diferença significativa de rentabilidade, seja na comparação da empresa antes e depois da adesão a níveis diferenciados, seja na comparação entre segmentos distintos, seja, ainda, em um mesmo segmento. Os resultados encontrados corroboram os estudos semelhantes (CAMARGOS; BARBOSA, 2006; AGUIAR e al, 2004).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A proposta deste estudo foi analisar o desempenho de empresas do segmento de Energia Elétrica listadas em níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBOVESPA, com o intuito de explicitar o impacto da adesão a níveis diferenciados de governança no desempenho de cada uma, bem como de propiciar a comparação entre o desempenho das empresas que aderiram a níveis de governança distintos.

Optou-se pela abordagem metodológica quantitativa. A utilização de teste de hipóteses para a realização dos testes deve-se principalmente ao objetivo da pesquisa, que busca analisar diferenças de desempenho, e não procurar, por meio de variáveis predefinidas, explicações para o desempenho observado. Considerando o arcabouço teórico proposto pela teoria da firma, que possibilita o melhor entendimento da governança corporativa, acredita-se que qualquer modelo que busque explicar a governança corporativa considerando aspectos formais, como tamanho e composição do Conselho e estrutura de propriedade, seja insuficiente para analisar a governança corporativa estabelecida na organização, bem como para explicar seu melhor ou pior desempenho. A análise gráfica, apresentada, corrobora os resultados dos testes, uma vez que, visivelmente, há empresas do nível 1, como a Cia. Energética de Minas Gerais, com desempenho médio superior a algumas empresas do novo mercado.

Atenta-se ao fato de que os critérios diferenciadores dos níveis de governança corporativa da BM&FBOVESPA contemplam a visão proposta pelo modelo financeiro da governança corporativa. Isso significa que, apesar de a governança corporativa poder ser vista sob diversas perspectivas, o enfoque é dado à perspectiva financeira. Ou seja, conceitos introduzidos pela teoria dos stakeholders e pela teoria da representação, dentre outros, ainda não são contemplados para a diferenciação da governança corporativa estabelecida nas organizações.

Diante dos resultados obtidos, acredita-se na limitação dos inúmeros modelos explicativos da qualidade da governança corporativa estabelecida nas organizações, especialmente no que concerne a sua real capacidade de esclarecimento, bem à validade das generalizações apresentadas. Há, em verdade, um construto ainda não operacionalizado, uma vez que um índice construído a partir de indicadores se mostra insuficiente. Estabelece, assim, a necessidade de se utilizar metodologias qualitativas para validar um novo índice criado, ao mesmo tempo em que se questiona qual o ponto ideal para se estender uma quantificação da governança corporativa.

Com base nos casos estudados, espera-se que esta pesquisa possa contribuir para uma reflexão acerca da governança corporativa, especialmente no que concerne a sua análise restrita a critérios formais. A existência de perspectivas que se diferem da perspectiva financeira abre espaço para a utilização de novos indicadores. Não se questiona a legitimidade dos critérios diferenciadores dos segmentos propostos pela BM&FBOVESPA, que, na prática, se mostram extremamente válidos, por explicitarem compromissos contratuais assumidos pelas empresas diante de um cenário ainda deficiente em regulamentações e leis. E, apesar de os resultados não terem demonstrado melhorias significativas na *performance* no período analisado, a adesão a níveis diferenciados, em função da relação contratual estabelecida, garante maior transparência e proteção aos acionistas, fatores considerados essenciais ao se analisar a governança corporativa estabelecida nas organizações.

6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. *Revista de Administração da USP*, São Paulo, v. 39, n. 4, p.338-347, 2004.

- ANDERSON, D. R. SWEENEY, D. J.; WILLIAMS, T. A. . Estatística Aplicada à Administração e Economia. São Paulo: Cengage Learning, 2009. 642 p.
- BEN-PORATH, Y. The F-Connection: Families, friends, and firms and the organization of exchange, *Population and Development Review*, The Hebrew University of Jerusalem, v.29, 1978.
- BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner. C. A moderna sociedade anônima e a propriedade privada. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. São Paulo: Abril Cultural, 1984. 331 p. (Os Economistas). Título original: *The Modern Corporation and Private Property*.
- BHAGAT, S; BRICKLEY, J.A., Cumulative voting: the value of minority shareholder voting rights, *Journal of Law & Economics*, Chicago, v. 27, p. 339–65, 1984.
- BHIDE, A. Deficient Governance, *Harvard Business Review*, p.129–39, Nov-Dez, 1994.
- BM&FBOVESPA. *Novo Mercado. Bovespa Brasil*: Regulamento de Listagem do novo mercado. São Paulo, fev. 2008. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/pdf/RegulamentoNMercado.pdf>>. Acesso em: 10 jul.2008.
- _____. *Nível 1. Bovespa Brasil*: Folheto de apresentação, São Paulo, fev. 2006. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_Nivel1.pdf>. Acesso em: 10 jul.2008.
- _____. *Nível 2. Bovespa Brasil*: Folheto de apresentação, fev. 2006. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_Nivel2.pdf>. Acesso em: 10 jul.2008.
- _____. *Bovespa Mais Brasil*: Folheto de apresentação, ago., 2007. Disponível em http://www.bovespa.com.br/pdf/BOVESPAMais_Folder.pdf. Acesso em: 10 jul.2008.
- BRIGHAM, E. F; EHRHARDT, M. C. Administração Financeira: Teoria e Prática. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2006. 1044 p.
- CADBURY COMMITTEE. The report of the committee on financial aspects of corporate governance. Londres: Cadbury Committee, Dec 1992. Mimeografado.
- CARMAGOS, M. A.; BARBOSA, F. V. S. Evidência Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o Comportamento das Ações na Bovespa . In: XXX ENANPAD, 2006, Salvador. Anais... Rio de Janeiro: ANPAD, 2006(CDROM).
- CHANDLER, A.D. *The Visible Hand*: the managerial revolution in American Business. Cambridge: Harvard University Press, 1977. 608 p.
- _____. *Ensaios para uma teoria histórica da grande empresa*. [org Thomaz K. McCraw]. Rio de Janeiro: Editora Fundação Getúlio Vargas, 1998. 342 p.
- CHUNG, K. H. and PRUITT, S. W. A Simple Approximation of Tobin's Q. *Financial Management*, v. 23, n. 3, 1994.
- COASE, R. H. The nature of the firm. *Economica*, v.4, n.16, p. 386-405, 1937.
- CORREIA, L. F. *Um índice de governança para empresas no Brasil*. 2008. 271 f. Tese (Doutorado em Administração) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2008.
- COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, junho, 2002.
- DA SILVEIRA, A. D, M; BARROS, L.A.B.C; FAMÁ, R. Estrutura de Governança e Desempenho Financeiro nas Companhias Abertas Brasileiras: Um Estudo Empírico. *Caderno de Pesquisa em Administração*, São Paulo, v. 10, n. 1, jan/mar 2003.
- DIMAGGIO, P. J; POWELL, W. The iron cage revisited: institucional isomorphism and collective rationality in organizatioal fields. *American Sociological Review*, v.48, p. 147-160, 1983.
- DONALDSON, T.; PRESTON, L.E. The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, v.20, 1995.
- FREEMAN, E. A Stakeholder Theory of the Modern Corporation. In: DIENHART, John W. Business, Institutions and Ethics. New York: Oxford University Press, 2000.
- HAIR, J et al. *Análise Multivariada de Dados*. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Código das melhores práticas de governança corporativa, 2007. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 02 abr. 2008.
- JENSEN, M.;MECKLING W. Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.
- KUPFER, D, HASENCLEVER, L.. *Economia Industrial*: fundamentos teóricos e práticos no Brasil, Rio de Janeiro: Campus, 2002. 640 p.

- LEAL, R. P. C. e OLIVEIRA, C. L. T. Uma Avaliação das Práticas dos Conselhos de Administração no Brasil In: Carvalhal da Silva, A. L. e Leal, R. P. C. Governança Corporativa - Evidências Empíricas no Brasil, São Paulo: Editora Atlas, p. 79-87, 2007.
- MARSHALL, A. *Princípios de economia: Tratado Introdutório* v. 1, 2 ed, São Paulo: Nova Cultural, 1985, 272 p. (Os Economistas).
- MONTGOMERY, C. A.; WERNERFELT, B. Diversification, Ricardian Rents and Tobin's q In: Foss, N. J. (org.) Resources, firms and strategies: a reader in the Resource-Based Perspective. Oxford: Oxford University Press, 1997. p. 173-186.
- OECD. OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD, 1999.
- _____. White paper on Corporate Governance in Latin America Paris: OECD, 2003. Disponível em: <www.oecd.org/dataoecd/25/2/189762.10.pdf>. Acesso em: 02 abr. 2008.
- _____. OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD, 2004. Acesso em: 02 abr. 2008.
- OKIMURA, R. T. ; DA SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de Propriedade e desempenho corporativo no Brasil, , RAC-Eletrônica, Curitiba, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, Jan/Abr. 2007. Disponível em <<http://www.anpad.org.br/rac-e>>. Acesso em: 02 abr. 2008.
- PFEFFER, J.; LEONG, A. Resource Allocation in United Funds: An Examination of Power and Dependence, *Social Forces*, v. 55, p.775-90, 1977.
- PENROSE, E. A teoria do crescimento da firma. Tradução de Tamás Szmrecsányi. São Paulo: Editora da Unicamp, 2006. 398p.
- POWELL, W. (Eds). The new institutionalism in organizational analysis. Chicago: The University of Chicago Press, 1991. p. 83-107.
- POWELL, W. W. Expanding the scope of institutional analysis In: DIMAGGIO, P.; POWELL, W. (Eds). The new institutionalism in organizational analysis. Chicago: The University of Chicago Press, 1991. p. 183-199.
- RAMANATHAN, K., V.; RAPPAPORT, A. The accounting Review, v.46, n 4, out 1971, p. 733-745.
- ROE, M.. Some Difference in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States, *The Yale Law Journal*, v. 102, p. 1927-2003, 1993.
- SCHUMPETER, J. A. Capitalismo, socialismo y democracia. Madrid: 1968. 512p.
- SCOTT, W. R. Unpacking Institutional Arguments. In: DIMAGGIO, P.; POWELL, W. (Eds). The new institutionalism in organizational analysis. Chicago: The University of Chicago Press, 1991. p. 163-182.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A survey of corporate governance. National Bureau of Economic Research. Working paper 5554, Cambridge, MA, 1996.
- STERNBERG, E. The stakeholders concept: a mistaken doctrine. Foundation for Business Responsibilities. Issue Paper, n.4, nov, 1999.
- TURNBULL, S. Corporate Governance: its scope, concerns and theories. *Corporate Governance: An International Review*, v. 5, n. 4, p. 180-205, 1997.
- VARIAN, H. R.. Microeconomia: principios básicos, uma abordagem moderna. Rio de Janeiro: Elsevier: Campus, 2006. 807 p.
- WILLIAMSON, O. E. Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications. London: Collier Macmillian Publishers, 1975. 286 p.
- _____, O. E. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations, *Journal of Law and Economics*. v. XXII, n. 2, 1979, p- 233-61.
- WILLIAMSON, O. Mercados y Jerarquías: su análisis y sus implicaciones antitrust. Mexico: Fondo de Cultura Económica, 1991.318 p.
- ZUCKER, L. G. The role of institutionalization in cultural persistence. In: DIMAGGIO, P.;

¹ “For each abstract description of a transaction, identify the most economical governance structure [...]. Markets and hierarchies are two as the main alternatives” (WILLIAMSON, 1979, p. 169).

² Nesta visão, as firmas são vistas, fundamentalmente, como uma função de produção. E, apesar de estarem inseridas no mercado, exercem pouca ou nenhuma influência se consideradas individualmente. Nesse caso, a função administrativa se resume a conhecer a relação matemática entre insumos e produtos mais os custos associados a essas variáveis, e calcular a quantidade de equilíbrio capaz de maximizar a lucro da firma.