



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS
CENTRO DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO**

MARGARIDA MARIA SILVA RODRIGUES

**ESTUDO COMPARATIVO DAS EMPRESAS DO SETOR
ENERGÉTICO QUE ADERIRAM A NÍVEIS DIFERENCIADOS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA**

**BELO HORIZONTE
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS DA UFMG**

2009

Margarida Maria Silva Rodrigues

**ESTUDO COMPARATIVO DAS EMPRESAS DO SETOR
ENERGÉTICO QUE ADERIRAM A NÍVEIS DIFERENCIADOS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA**

Dissertação apresentada ao Centro de Pós-Graduação e Pesquisas em Administração da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Administração.

Área de Concentração: Mercadologia e Administração Estratégica.

Orientador: Prof. Dr. Reynaldo Maia Muniz

Coorientador: Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral

*Aos meus pais,
Oliveiro e Carmem,
e à Mari, com amor.*

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Reynaldo Maia Muniz e ao Prof. Dr. Hudson Fernandes Amaral, por terem me proporcionado ensinamentos valiosos que ultrapassam as páginas desta dissertação.

Aos professores e funcionários do CEPEAD, em especial ao Prof. Dr. Marcelo Bronzo, ao Prof. Dr. Edson Lara e à Diva. Aos colegas da turma, em particular ao Marco e à Débora.

Ao papai, à mamãe e à Mari, que, apesar da distância, sempre estiveram ao meu lado, me apoiando em todos os momentos. Mais uma vez, me faltam palavras para agradecer-lhes.

Ao Eugênio, pelo amor que fez com que em nenhum momento tenha medido esforços para me ajudar.

Às minhas amigas íntimas, em especial a Mizinha, Gleicinha, Dóris, Ki, Laura e Lud, todas, por aquele ombro amigo sempre disponível e por confiarem na transitoriedade deste período em minha vida.

À Secretaria de Estado de Fazenda, nas pessoas do Sr. Gilberto Ramos, Stella Maris, Cindy Moraes e Leopoldo Souza, pela compreensão e confiança.

Ao Marcone Jamilson Freitas Souza, pelos ensinamentos que me acompanharão por toda vida.

A Deus...

RESUMO

Esta dissertação 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 pela teoria da firma que ganham importância no contexto da governança corporativa. Metodologicamente, caracteriza-se como uma pesquisa quantitativa, dividida em duas partes. Na primeira (seção 4.1), compara-se o desempenho de cada empresa antes e depois da adesão, em níveis diferenciados. Na segunda (seção 4.2), 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, acredita-se que qualquer modelo que busque explicar a governança corporativa considerando aspectos formais, como tamanho e composição do Conselho, estrutura de propriedade, seja insuficiente para a compreensão da governança corporativa estabelecida na organização. Assim, questiona-se a real capacidade de esclarecimento dos inúmeros modelos explicativos da qualidade da governança corporativa, bem como a validade das generalizações apresentadas. 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. 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.

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

ABSTRACT

This dissertation discusses the performance of companies in the segment of electric energy listed on BM&FBovespa's Special Corporate Governance Levels and provides a comparison of the performance of companies listed on Special levels. Emphasizes a theoretical framework proposed by the theory of the firm in order to facilitate the understanding of corporate governance and to provide a reflection of issues addressed by the theory of the firm that gain importance in the context of corporate governance. Methodologically, it is characterized as a quantitative research, basically divided into two parts: in the first (section 4.1), the performance of each company before and after the admission to a Special Level was compared. In the second (section 4.2), a comparison of the performance of the companies is analyzed. It concludes that the vast majority of companies surveyed showed no change in performance before and after admission. When comparing the performance of all companies, it is observed that Level 1 Companies (Companhia Nível 1) has got better performance than companies listed in Novo Mercado. It also concludes that, within the same segment, the companies did not obtain similar average performance. The results achieved are not questioning the legitimacy of the criteria proposed by differentiating the BM&FBovespa's Special Corporate Governance Levels, which in practice is extremely valid for explicit contractual commitments made by companies in a scenario still deficient in regulations and laws. However, it is believed that any model that seeks to explain corporate governance considering formal aspects, such as size and composition of the board, ownership structure, is insufficient for understanding the corporate governance within the organization. So, the real capacity of elucidation of the many explanatory models of the quality of corporate governance is questionable, as well as the validity of the generalizations made. Finally, the criteria for differentiating the BM&FBovespa's Special Corporate Governance Levels contemplates the propositions of the financial model of corporate governance. This means that, although corporate governance can be seen in different perspectives, the focus is given to the financial perspective. That is, concepts introduced by the theory of stakeholders and by the stewardship theory, among others, are not covered for the differentiation of corporate governance established in organizations.

Keywords: Corporate Governance. Theory of the Firm. BM&FBovespa's Special Corporate Governance Levels.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Empresas selecionadas	63
Tabela 2 - Análise da assimetria e curtose para Cia Energética de Minas Gerais (CMIG3)....	68
Tabela 3 - Análise da assimetria e curtose para a Cia Energética de São Paulo (CESP3).....	69
Tabela 4 - Análise da assimetria e curtose para Centrais Elétricas Brasileiras S. A. (ELET3)	69
Tabela 5- Análise da assimetria e curtose para a Light S. A. (LIGT3)	70
Tabela 6 - Análise da assimetria e curtose para a Tractebel Energia S. A. (TBLE3)	70
Tabela 7 - Estatística descritiva para a Cia Energética de Minas Gerais (CMIG3)	71
Tabela 8 - Teste t de diferença de médias para a Cia Energética de Minas Gerais (CMIG3)..	72
Tabela 9 - Estatística descritiva para a Cia Energética de São Paulo (CESP3).....	72
Tabela 10 - Teste t de diferença de médias para a Cia Energética de São Paulo (CESP3).....	72
Tabela 11 - Estatística descritiva para a Centrais Elétricas Brasileiras S. A. (ELET3)	73
Tabela 12 - Teste t de diferença de média para a Centrais Elétricas Brasileiras S.A.(ELET3)	73
Tabela 13 - Estatística descritiva para a Light S. A. (LIGT3).....	73
Tabela 14 - Teste t de diferença de média para a Light S. A. (LIGT3).....	74
Tabela 15 - Estatística descritiva para a Tractebel Energia S. A. (TBLE3).....	74
Tabela 16 - Teste t de diferença de média para a Tractebel Energia S. A.(TBLE3).....	74
Tabela 17 - Testes de hipótese da seção 4.1.1	75
Tabela 18 - Análise da assimetria e curtose da variável rentabilidade.....	75
Tabela 19 - Estatística descritiva da variável rentabilidade	76
Tabela 20 - Teste t de diferença de média para a variável rentabilidade.....	76
Tabela 21 - Testes de hipótese da seção 4.1.2	77
Tabela 22 - Grupos de empresas.....	77
Tabela 23 - Análise da assimetria e curtose da variável rentabilidade.....	78
Tabela 24 - Teste de Levine para verificar homogeneidade da variância	80
Tabela 25 - Estatística descritiva das cinco variáveis.....	80
Tabela 26- Teste de diferença de médias das cinco variáveis	80
Tabela 27 - Testes de hipótese da seção 4.2.1	81
Tabela 28 - Análise da assimetria e curtose para as empresas do nível 1.	81
Tabela 29 - Análise da assimetria e curtose para as empresas do novo mercado.....	82
Tabela 30 - Análise descritiva para as empresas do nível 1	84
Tabela 31 - Análise da variância para as empresas do nível 1	84
Tabela 32 - Análise descritiva para as empresas do novo mercado	85

Tabela 33 - Análise da variância para as empresas do novo mercado	86
Tabela 34 - Testes de hipótese da seção 4.2.2	86
Tabela 35 - Assimetria e curtose para o grupo nível 1 e novo mercado.....	90
Tabela 36 - Teste de Levine para verificar homogeneidade da variância das cinco variáveis a serem comparadas	90
Tabela 37 - Estatística descritiva das cinco variáveis para as empresas do nível 1 e do novo mercado (com exceção da Tractebel)	91
Tabela 38 - Teste de diferença das médias das cinco variáveis para as empresas do nível 1 e do novo mercado (com exceção da Tractebel)	91
Tabela 39 - Testes de hipótese da seção 4.2.3	91
Tabela 40 - Análise da assimetria e curtose da rentabilidade.....	92
Tabela 41 - Estatística descritiva da rentabilidade	92
Tabela 42 - Test t para verificar a diferença de média com relação a rentabilidade	93
Tabela 43 - Testes de hipótese da seção 4.2.4	93
Tabela 44 - Testes de normalidade para as empresas do nível 1 com relação a rentabilidade.....	93
Tabela 45 - Testes de normalidade para as empresas do novo mercado com relação a rentabilidade	94
Tabela 46 - Análise descritiva para a rentabilidade de acordo com as empresas do nível 1	94
Tabela 47 - Análise da variância para a rentabilidade de acordo com as empresas do nível 1	94
Tabela 48 - Análise descritiva para a rentabilidade de acordo com as empresas do novo mercado	95
Tabela 49 - Análise da variância para a rentabilidade de acordo com as empresas do novo mercado	95
Tabela 50 - Testes de hipótese da seção 4.2.5	95

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Modelos da corporação.....	51
Gráfico 1 - Média das empresas analisada para o Q de Tobin	87
Gráfico 2 - Média das empresas analisada para a margem líquida	87
Gráfico 3 - Média das empresas analisada para o ROE	88
Gráfico 4 - Média das empresas analisada para o EBTIDA.....	88
Gráfico 5 - Média das empresas analisada para o ROI.....	89
Quadro 1 - As 50 maiores empresas norte-americanas em 1909	18
Quadro 2 - Teoria dos Agentes.....	27
Quadro 3 - Transações comerciais.....	34
Quadro 4 - O Ativismo de Monks	41
Quadro 5 - Conceitos de governança corporativa	45
Quadro 6 - Diferenciação de segmentos da BM&FBovespa.....	58

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	10
1.1	A PROBLEMÁTICA DA PESQUISA E JUSTIFICATIVA.....	12
1.2	OBJETIVO	15
2.	REFERENCIAL TEÓRICO.....	17
2.1	O estudo do fenômeno que suscitou a governança corporativa	17
2.2	O Estudo da governança corporativa.....	26
2.2.1.	Diversidade conceitual e perspectiva dominante.....	45
2.2.2.	Demais perspectivas da governança corporativa.....	50
2.3	A BM&FBovespa e os níveis diferenciados de governança corporativa	57
3.	METODOLOGIA.....	62
3.1	Coleta de dados.....	63
3.2	Variáveis analisadas	64
3.2.1.	Valorização da empresa – Q de Tobin.....	64
3.2.2.	Perspectiva contábil.....	65
3.2.3.	Perspectiva de mercado	66
4.	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	67
4.1	Comparativo do desempenho das empresas antes e depois da adesão níveis diferenciados de governança corporativa	67
4.1.1.	Comparativo do desempenho com base em cinco variáveis - Q de Tobin, Margem líquida, ROE, EBTIDA e ROI.....	68
4.1.2.	Comparativo do desempenho com base na rentabilidade.....	75
4.2	Comparativo do desempenho dos grupos de empresas do nível 1 e do novo mercado..	77

4.2.1.	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	78
4.2.2.	Comparação do desempenho das empresas do nível 1 e das empresas do novo mercado com base em cinco variáveis - Q de Tobin, margem líquida, ROE, EBTIDA e ROI	81
4.2.3.	Comparação do desempenho das empresas do nível 1 em relação ao novo mercado, excluindo a empresa TBLE3 com base em cinco variáveis escolhidas.....	89
4.2.4.	Comparação do desempenho das empresas do nível 1 em relação ao novo mercado com base na rentabilidade	92
4.2.5.	Análise das estatísticas das empresas componentes do nível 1 e do novo mercado com base na rentabilidade	93
5.	CONCLUSÕES	96
	REFERÊNCIAS	100

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 consequente necessidade de alinhamento dos diversos interesses envolvidos trouxeram à tona a temática da governança corporativa.

As bases conceituais de governança corporativa, como discutidas na atualidade, foram apresentadas por Adolf A. Berle e Gardner C. Means na obra *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*, publicada em 1932. Segundo os autores, três aspectos caracterizam as mudanças no capitalismo ocorridas nos Estados Unidos e no mundo corporativo moderno, quais sejam:

- a) Afastamento entre a propriedade e direção das grandes organizações;
- b) Divergência de interesses entre os proprietários e os administradores;
- c) Inadequação de concepção tradicional de maximização de lucro como maior objetivo das organizações.

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.

Apesar de as inúmeras questões envolvendo governança corporativa serem debatidas desde Berle e Means (1984), o fenômeno ganha maior importância nos últimas duas décadas. Além de ser um tema amplamente discutido na literatura acadêmica sob enfoques diversos, ganha atenção especial em debates públicos, por sua influência no cenário econômico. Analisado sob diversas perspectivas, o termo possui um leque de entendimentos, não necessariamente convergentes, que conduz a uma utilização ampla, muitas vezes, até controversa.

Desde a publicação de Berle e Means, em 1932, 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 destacam, 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.

Muitas vezes, a melhor estruturação da governança corporativa envolve reformas legislativas, que frequentemente enfrentam obstáculos políticos ou, mesmo, dependem muito tempo para uma efetiva aplicação prática. Nesse cenário, 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.

As empresas classificadas no novo mercado e nos níveis 1 e 2 de governança corporativa compõem a carteira teórica de ações do índice de ações com governança corporativa diferenciada (IGC), esse que objetiva medir o desempenho das empresas que apresentam bons níveis de governança corporativa. Segundo a BM&FBovespa, uma das principais vantagens da utilização do IGC é sua capacidade de possibilitar a avaliação do desempenho de empresas com governança corporativa diferenciada em relação às organizações que não apresentam essa diferenciação.

Há de se considerar, que a análise baseada em índices¹ possibilita uma visão macro, o entendimento da tendência geral, que, inegavelmente, é de grande importância. No entanto, por trás de critérios definidos como determinantes de uma governança diferenciada há uma infinidade de fatores, próprios de cada organização, que influenciam definitivamente a governança corporativa estabelecida. Uma vez que uma boa governança envolve a criação de valor dentro da organização e a harmonização de interesses, ela é diretamente influenciada por fatores subjetivos e particulares de cada organização, como a cultura organizacional, os valores da organização, a forma de poder estabelecida, a forma de condução do processo decisório e o tratamento dos conflitos, dentre outros. Conforme ressaltam Andrade e Rossetti (2005, p. 323): “A governança corporativa é um relevante valor corporativo, mas, por si só, ela não cria valor”. Isso evidencia a necessidade de aprofundamento do estudo da governança corporativa e da identificação de sua relação com outras áreas de conhecimento.

No mundo acadêmico, existem correntes que têm buscado desenvolver o tema em uma perspectiva de índices acoplada ao mercado de valores, ao mesmo tempo em que ganham ênfase abordagens que buscam o tratamento da dinâmica e das estruturas de poder que dão conta do tratamento dos interesses de diversos stakeholders.

1.1 A PROBLEMÁTICA DA PESQUISA E JUSTIFICATIVA

O estudo da governança corporativa tem passado por um processo de definição de uma base teórica sólida. Por se tratar de um assunto relativamente novo, esse processo tem se dado de forma bastante intensa na transição dos anos de 1980 para os anos 1990. A amplitude do escopo e os conceitos que permeiam a governança corporativa evidenciam essa situação e abrem espaço para uma infinidade de abordagens com enfoques diferentes.

O presente estudo procura apresentar uma análise comparativa das empresas do setor de energia elétrica que aderiram a níveis diferenciados de governança. Segundo a BM&FBovespa, um dos benefícios advindos da adesão para a própria empresa é a valorização

¹ “Os índices da BM&FBovespa são indicadores de desempenho de um conjunto de ações, ou seja, mostram a valorização de um determinado grupo de papéis ao longo do tempo.” Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>>

de suas ações. Assim, o estudo propõe uma análise dessa valorização seja a) pela comparação do desempenho da empresa antes e depois da adesão, seja b) pela análise comparativa de empresas listadas em segmentos diferentes.

Com base em um referencial teórico que traz à tona aspectos da teoria da firma, propõe-se, ainda, 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 detrimentos dos interesses dos proprietários, incorrendo, portanto, em custos de agência, discutidos na **seção 4.2** (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.

Recentemente, autores da área econômica, como Carvalho Jr. e Ruiz (2008), já reconhecem a capacitação e a própria estrutura de governança estabelecida na firma como determinantes do desempenho das organizações, trazendo referências teóricas, como Edith Penrose, Alfred Chandler, Richard Nelson e Sidney Wilson, e introduzindo nos modelos econométricos propostos variáveis explicativas do desempenho das empresas segundo as colocações desses estudiosos.

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. Casos com grande repercussão foram inicialmente observados em organizações norte-americanas. No caso da Enron, Gordon (2002) ressalta que, apesar da existência de uma estrutura de governança formalmente bem estabelecida – “O conselho de administração era esplêndido no papel, 14 membros, somente 2 conselheiros internos. A maioria dos conselheiros externos possuíam relevantes experiências no mundo dos negócios.²” (GORDON, 2002, p. 11, tradução nossa) - existe um problema associado a “incentivos imperfeitamente moldados e autodomínio” que resultou em grandes prejuízos.

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. Estudo demonstra que esses investidores possuem mais de 60% de todas as ações ordinárias negociadas em bolsa de valores, o que representa cerca de 75% de todas as transações (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006).

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

² “Its board was a splendid board on paper, 14 members, only 2 insiders. Most of the outsiders had relevant business experience” (GORDON, 2002, p. 11).

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, o presente 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 de empresas de capital aberto listadas em um mesmo segmento da BM&FBovespa. Dos inúmeros segmentos de listagens definidos pela BM&FBovespa, a escolha do segmento Energia elétrica se deu pela sua importância no cenário nacional, pelo grande número de empresas listadas e pelo fato de ser um dos segmentos como o maior número de empresas listadas em níveis diferentes de governança corporativa.

Em vista disso, a presente pesquisa pretende investigar a seguinte questão:

As empresas do segmento de Energia elétrica que aderiram a níveis diferenciados de governança corporativa obtiveram desempenho superior depois da adesão?

1.2 OBJETIVO

O presente trabalho tem por objetivo identificar e analisar comparativamente o desempenho das empresas do segmento de Energia elétrica listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa, considerando a valorização das empresas, mediante uma análise baseada na perspectiva contábil, com base no cálculo de índices contábeis de rentabilidade e

lucratividade³ e na perspectiva financeira, com a análise da rentabilidade diária das ações no mercado.

Por considerar que questões associadas à governança corporativa estão diretamente interligadas ao próprio entendimento da firma, a proposta de estudo procura contribuir para uma reflexão acerca do tema, considerando elementos não puramente econômicos, por meio da abordagem dos pontos importantes apresentados pela teoria da firma. Considerando a infinidade de fatores que interferem na organização, atenta-se, para o fato de muitas questões aparentemente associadas à governança corporativa estarem, na maioria das vezes, de fato, associadas à trajetória e aos objetivos estabelecidos pela organização ao longo de sua trajetória.

Esse entendimento abre espaço para uma análise crítica da grande ênfase dada ao estudo da governança corporativa sob uma perspectiva financeira e da real capacidade de explicação de critérios estritamente formais para diferenciação da governança corporativa estabelecida nas organizações. Propõe-se assim, uma reflexão acerca de elementos não incorporados, na atualidade, para quantificação da qualidade da governança corporativa estabelecida nas organizações.

Essa forma de interpretação dos mecanismos de governança corporativa, considerando uma série de fatores que podem ser identificados como intervenientes na organização, abre espaço para a análise da forma como realmente se estabelece o controle nas organizações, tais como: estrutura de capital, incentivos gerenciais, aquisições, Conselho de Administração, pressões de investidores, competições no mercado, competição do mercado de trabalho e da produção e estrutura organizacional (ZINGALES, 1997).

³ Lucratividade é o resultado líquido das várias políticas e decisões da empresa que procura demonstrar efeitos combinados da liquidez, da administração de ativos e da dívida em relação aos resultados operacionais. Rentabilidade é a relação entre o lucro e o capital investido. (BRIGHAM, EHRHARDT, 2006).

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 O estudo do fenômeno que suscitou a governança corporativa

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.

Esse novo aspecto da sociedade anônima é um dos meios pelos quais as riquezas de um sem-número de indivíduos têm se concentrado em enormes agregados; com isso, o controle de suas riquezas tem sido entregue a uma direção única. O poder resultante dessa concentração criou os reis da indústria, cuja posição na comunidade ainda está por se definir. A entrega do controle da riqueza por parte dos investidores rompeu efetivamente com as antigas relações de propriedade e levantou a questão de definir de novo essas relações (BERLE; MEANS, 1984, p. 34).

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).

Berle e Means (1984) destacam que a empresa acionária não é uma instituição nova. Em 1800, o sistema acionário era utilizado especialmente em empreendimentos que envolviam

interesse público direto, tais como construção de postos de pedágio, pontes e canais, funcionamento de banco e companhias de seguros. A primeira empresa a se organizar sob a forma de SA, com um número expressivo de acionistas foi a empresa manufatureira Boston Manufacturing Company, em 1813. Deste período até o final da década de 1860 o desenvolvimento da sociedade anônima se restringiu à indústria textil. No final da década de 60 do sec XIX, a construção de ferrovias, especialmente por envolver grande volume de recursos, também recorreu à sociedade anônima.

Mudanças importantes ocorreram na indústria norte-americana no término do século XIX. No final da década de 1870, as firmas industriais beneficiavam produtos agrícolas e supriam agricultores de alimentos e roupas. Por se tratarem de pequenas firmas, atuavam em âmbito local, seja na compra de matérias-primas, seja na venda de produtos. Quando se passava à comercialização a alguns quilômetros, as operações eram intermediadas por agentes comissionados. A partir do início do século XX, poucas grandes firmas verticalmente integradas e centralizadas passaram a dominar as principais indústrias (CHANDLER, 1998).

Quadro 1 - As 50 maiores empresas norte-americanas em 1909

(continua)

(Os números indicam o tamanho relativo de acordo com o patrimônio em 1909)		
Beneficiamento de produtos agrícolas	Extrativa	Manufatureira
Indústrias de bens de consumo		
3 American Tobacco	2 Standard Oil	4 International Harvester
8 Armour & Co.	26 Virginia-Carolina Chemicals	10 United States Rubber
9 American Sugar	35 American Agricultural Chemicals	12 Singer Manufacturing Co.
13 Swift & Co.		
30 National Biscuit		
33 Distillers Securities		
50 United Fruit		
Indústrias de bens de produção		
6 Central Leather	1 United States Steel	7 Pullman
18 Corn Products Co.	5 Amalgamated (Anaconda) Copper	15 General Electric
21 American Woolen	11 American Smelting & Refining	16 American Car & Foundry
	14 Pittsburgh Coal	19 American Can
	17 Colorado Fuel & Iron	22 Westinghouse
	20 Lackawanna	24 DuPont
	23 Consolidation Coal	29 American Locomotive
	25 Republic Steel	36 Allis-Chalmers
	27 International Paper	44 International Steam Pump
	28 Bethlehem Steel	46 Western Electric
	31 Cambria Steel	
	33 Associated Oil	
	34 Calumet & Hecla	
	37 Crucible Steel	

(conclusão)

(Os números indicam o tamanho relativo de acordo com o patrimônio em 1909)		
Beneficiamento de produtos agrícolas	Extrativa	Manufatureira
	38 Lake Superior Corporation	
	39 U.S. Smelting & Refining	
	40 United Copper	
	41 National Lead	
	42 Phelps, Dodge	
	43 Lehigh Coal	
	45 Jones & Laughlin	
	48 American Writing Paper	
	49 Copper Range	

Fonte: CHANDLER, 1998, p. 38

As grandes mudanças, todavia, ocorreram após a criação de ferrovias no mercado norte-americano, o que possibilitou a expansão da economia agrícola e o crescimento de centros comerciais, com o fortalecimento do mercado de bens de produção e de consumo. A partir de então, grandes empresas de bens de consumo concentraram a produção em grandes cidades e suas redondezas, especialmente nas cidades de Nova York e Chicago. Chandler (1998) ressalta a importância das mudanças ocorridas após 1897, já que estas modificaram o modo como as empresas eram providas e financiadas.

Antes de 1897, as associações e a integração vertical nas indústrias de bens de consumo foram quase todas empreendidas e financiadas pelas próprias empresas, de modo que o controle de estoques ficava nas mãos dos industriais. Depois de 1897, porém, financiadores e investidores externos, geralmente acionistas de Wall Street, passaram a ter papel cada vez mais importante nas associações e consolidações industriais. A mudança refletia uma nova atitude do investidor e financista que controlava o capital perante as ações das empresas industriais (CHANDLER, 1998, p. 51).

Essa mudança deve-se ao fato de que antes da depressão ocorrida em 1890, o investimento e a especulação tinham como alvo as ações e os títulos de empresas ferroviárias. Em verdade, a institucionalização do mercado de valores em Wall Street surgiu da necessidade de financiamento do *boom* ferroviário, a partir de 1850. No entanto, com o declínio do desempenho financeiro do setor, a partir de 1890, as empresas industriais se tornaram mais atrativas. Como uma bola de neve, “a integração vertical promovida por uma empresa obrigava as demais a seguirem o seu exemplo. Assim, num curto espaço de tempo, muitas indústrias norte-americanas tornaram-se dominadas por poucas empresas de grande porte”(CHANDLER, 1998, p. 61), restando às empresas menores atividades locais e mais especializadas.

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”.

[...]“ações podem ser vendidas a qualquer pessoa num mercado aberto, as sociedades de pessoas, nas quais as participações somente são transferíveis com o consentimento de todos os interessados. O efeito dessa transformação foi induzir o público, sem grandes conhecimentos comerciais, a entregar seus capitais a outras pessoas a seu serviço, tendo surgido assim uma nova distribuição das diferentes tarefas de direção de negócios (MARSHALL, 1985, p. 256).

As sociedades por ações têm grande elasticidade e podem se expandir ilimitadamente, quando o trabalho a que se dedicam oferece um campo vasto.[...] “elas tem um ponto fraco na ausência de um conhecimento adequado do negócio por parte dos acionistas, que correm os riscos principais. É verdade que o chefe de uma grande firma particular corre os principais riscos do negócio e entrega os detalhes a terceiros, mas sua posição é assegurada pelo poder que possui de opinar sobre a fidelidade e discrição de seus subordinados (MARSHALL, 1985, p. 257).

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).

cada aumento de riqueza e cada crescimento da população e da inteligência do povo aumentavam as facilidades para alcançar uma organização industrial altamente desenvolvida, a qual, por sua vez, muito acrescenta à eficiência coletiva do capital e do trabalho. (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 revolucionava incessantemente a estrutura econômica, destruindo ininterruptamente o antigo e criando continuamente elementos novos (SCHUMPETER, 1968).

Analizando o cenário norte-americano da época, Berle e Means (1984) observaram mudanças significativas na forma de organização econômica da sociedade resultante do deslocamento da riqueza industrial do país para a propriedade de grandes empresas. Afirmam, ainda, :

O deslocamento de cerca de dois terços da riqueza industrial do país da propriedade individual para a propriedade de grandes empresas financiadas pelo público transforma radicalmente a vida dos proprietários, a vida dos trabalhadores e as formas de propriedade. O divórcio entre a propriedade e o controle, resultante desse processo, envolve quase necessariamente uma nova forma de organização econômica da sociedade (BERLE; MEANS, 1984, p. 3).

Na análise do processo de surgimento das sociedades anônimas, Berle e Means (1984) destacam dentre as inúmeras mudanças ocorridas:

- a) A propriedade passou de um agente ativo para um agente passivo. O proprietário, que antes exercia controle sobre seu negócio, passa a ser representado por um pedaço de papel, que praticamente não controla os meios de produção e, conseqüentemente, não exerce nenhuma responsabilidade para com a empresa. “Essa responsabilidade não recai sobre a ação. O proprietário é praticamente impotente em seus esforços para agir sobre a propriedade material (BERLE; MEANS, 1984, p. 82).”
- b) A propriedade representava extensão da personalidade do proprietário, traduzindo muitos de seus valores, condição perdida com o crescimento das sociedades anônimas.
- c) O valor da riqueza dos proprietários passa a ser determinado pela ação dos indivíduos que comandam a empresa, motivo pelo qual está sujeito a flutuações e avaliações constantes.
- d) Garantia de maior liquidez para a riqueza individual nos mercados organizados, traduzida na maior facilidade para convertê-la em outras formas de riqueza.
- e) “A riqueza cada vez menos assume uma forma que possa ser empregada por seu possuidor (BERLE; MEANS, 1984, p. 83)”.

- f) No sistema acionário, o proprietário ficou apenas como símbolo da riqueza, enquanto o poder e a responsabilidade foram transferidos para um grupo que contém o controle da empresa.

Na gestão das organizações, a separação de funções obriga o reconhecimento do controle, que, por uma questão prática, pode ser determinado por quem efetivamente tem o poder de selecionar os diretores. A partir dessa definição de controle, Berle e Means (1984) distinguem cinco tipos de controle, sendo os três primeiros de natureza legal e os demais de natureza extralegal:

1º) Controle por meio da propriedade quase total: um indivíduo, ou pequeno grupo de indivíduos, possui todas, ou quase todas, as ações, o que garante poderes legais da propriedade, inclusive para eleger e dominar os administradores. Ocorrem, nesse caso, a concentração da propriedade e do controle nas mesmas mãos.

2º) Controle majoritário: em uma estrutura empresarial simples, o controle da maioria das ações dá a esse grupo poderes legais de controle, dentre eles o de selecionar os diretores. No entanto, os poderes de controle podem ser moderados pela atuação da minoria capaz de influenciar a política ou os atos da maioria.

3º) Controle por meio de mecanismo legal: como o próprio nome indica, é o tipo de controle baseado em alguma norma de natureza legal, como a definição de um tipo especial de ação com direito a voto ou de uma estrutura piramidal.

4º) Controle minoritário: existe quando um grupo possui uma participação em ações suficientes para garantir o controle operacional da companhia. Em geral, pode ser expresso pela capacidade de um grupo atrair procurações de um grupo disperso. Cabe considerar, no entanto, que há uma série de limitações ao controle minoritário, dentre as quais se pode destacar a possibilidade de oposição por parte dos administradores.

5º) Controle administrativo, caracterizado por uma propriedade tão dispersa que nenhum grupo tem interesse para dominar os negócios.

Ao analisar as empresas norte-americanas, Berle e Means (1984) identificaram que a divisão das funções pelo sistema acionário gerou grande divergência de interesses envolvidos. Se, de um lado, têm-se os interesses dos acionistas, preocupados com o fato de a companhia produzir lucro máximo compatível com um grau razoável de risco, a fim de garantir principalmente dividendos satisfatórios e a fluidez das ações no mercado, de outro, os interesses da direção e da administração da organização vão além da obtenção de grandes cifras. A administração busca perpetuar sua posição, a fim de manter padrões de trabalho superiores àqueles requeridos pela condição de competição e previsão dos negócios, fato, muitas vezes, relacionado ao orgulho profissional do administrador.

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.

Em muitos setores da economia a mão visível da gestão substitui o que Adam Smith referia como a mão invisível das forças de mercado. O mercado continuou a ser o gerador de demanda por bens e serviços, mas a gestão da empresa moderna assumiu as funções de coordenação dos fluxos de mercadorias através dos processos de produção e distribuição, e da alocação de recursos e pessoal para a futura produção e distribuição⁴(CHANDLER, 1977, p. I, tradução nossa).

De fato, o surgimento das sociedades anônimas trouxe à tona o caráter transitório da função empresarial, além de assegurar todo um prestígio a dirigentes bem sucedidos. Constantemente submetidos a situações que envolvem riscos e incertezas, cabe esclarecer

A incerteza refere-se à confiança do empresário em suas estimativas ou expectativas. Os riscos por sua vez dizem respeito aos possíveis resultados de uma ação, especialmente no que se refere às perdas em que se pode incorrer com a prática desta ação (PENROSE, 2006, p. 105).

Nas grandes organizações, devido ao princípio do risco crescente, “à medida que uma firma aumenta seus investimentos, os riscos de ocorrer em uma dada probabilidade de perda vão se

⁴ “In many sectors of the economy the visible hand of the management replaced what Adam Smith referred to as the invisible hand market forces. The market remained the generator of demand for goods and services, but modern business enterprise took over the functions of coordinating flows of goods through existing processes of production and distribution, and of allocating funds and personnel for future production and distribution. (CHANDLER, 1977, p. I)”

tornando mais sérios a cada incremento de suas inversões (PENROSE, 2006, p. 106)”. Por outro lado, a incerteza apresenta efeito contrário. Ou seja, com o crescimento da firma, esta tende a reduzir. Esse fato pode ser explicado pela existência da incerteza subjetiva remetida a duas fontes: o “temperamento” (por exemplo, autoconfiança) do empresário e a consciência de que dispõe de insuficientes informações a respeito dos fatores que influenciam o futuro das organizações. Uma das formas de reduzir a incerteza subjetiva consiste em obter informações sobre os fatores capazes de afetar ações futuras. A outra fonte pode ser exemplificada pelo fato de que “à medida que o grupo administrativo se torna maior com o crescimento da firma, a influência do temperamento e das atitudes pessoais dos indivíduos tenderá a diminuir conforme o papel da ação grupal for aumentando (PENROSE, 2006, p. 109).”

Toda essa evolução, até desembocar na empresa moderna⁵ 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).

Penrose (2006) dedicou-se ao estudo do crescimento das firmas. Ao reconhecer a capacidade de crescimento das firmas, a autora atenta para a existência de fatores intervenientes nas taxas de crescimento e de consideráveis restrições a certos tipos de oportunidade de expansão para pequenas firmas. Há de se considerar as desvantagens competitivas das pequenas firmas, especialmente as financeiras. Em relação ao acesso ao capital, as pequenas firmas enfrentam taxas de juros mais elevadas para empréstimos, bem como restrições quanto ao montante de capital de terceiros.

Entre as grandes organizações, a luta por financiamento envolve a competição por montantes expressivos de investimentos, o que resulta no aumento crescente da quantidade e da variedade de bens mais baratos em função da pressão concorrencial.

⁵A empresa moderna é 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, que possuem um capital de bilhões de dólares e um número grandioso de acionistas (CHANDLER, 1998).

Como pontos centrais de sua obra, Penrose (2006) destaca o papel das grandes e crescentes firmas no mundo moderno:

- a) “Não há evidências para sustentar a proposição frequentemente apresentada de que “deseconomias de escala” irão surgir em algum momento no crescimento de todas as firmas, e de que as grandes irão eventualmente ter que se tornarem ineficientes.” (PENROSE, 2006, p.381)”.
- b) Não há evidência de que “as maiores firmas desfrutam na produção e na distribuição de seus bens de economias que iriam desaparecer se suas atividades fossem desenvolvidas dentro de uma estrutura administrativa menor” (PENROSE, 2006, p.381)
- c) Independente do tamanho alcançado por determinada firma, as economias de crescimento continuam disponíveis para ela.
- d) As economias de crescimento existem para todos os tamanhos de firmas e podem resultar de um eficiente uso de recursos, não só por parte da firma, mas também considerando a economia como um todo.
- e) Da economia de crescimento não resultará nenhuma perda de eficiência se as atividades dos novos negócios mantiveram certa independência. A diversificação dessas firmas representa uma resposta às oportunidades econômicas mutáveis, viabilizadas por amplas inovações em suas organizações administrativas.
- f) A capacidade de administração vigente é o principal limite à capacidade da firma crescer.
- g) Os recursos da economia não serão eficientemente utilizados se as pequenas firmas, por restrições artificiais, forem impedidas de atuar no espaço não ocupado pelas grandes organizações.
- h) É de se esperar que as firmas insistam em reter o poder de se protegerem da concorrência, mas

[...]a partir do momento que essa proteção por meios que não as superiores capacidades de produzir, inovar, atrair consumidores, os interstícios da economia passam a ser reduzidos artificialmente, e não apenas suas posições dominantes irão ser mantidas, mas o próprio crescimento da economia passará a ser contido (PENROSE, 2006, p. 386).

Enfim, segundo Penrose (2006), os recursos da firma, materiais ou humanos, são heterogêneos. Ou seja, mesmo estando em uma mesma indústria, as firmas diferem entre si. Assim, a grande relevância do trabalho de Penrose está na consideração da inexistência de uma relação biunívoca entre recursos e serviços: - para os mesmos recursos, resultados diferentes podem ser gerados em função do conhecimento e de administrações competentes.

Ao analisar as sociedades anônimas, a autora destaca que inúmeras são as vantagens dessas em relação aos sistemas de propriedade individual. Destaca que “a adoção do recurso da incorporação societária afetou substancialmente não somente o tamanho possível das firmas e as suas possibilidades de crescimento como o próprio processo de crescimento”. Diferentemente das pequenas firmas, nas quais a divisão do trabalho administrativo não é ampla e as decisões administrativas são geralmente tomadas por uma pessoa, o crescimento força uma modificação em sua estrutura administrativa. Diante da maior complexidade no tratamento de questões inerentes à firma (por exemplo, necessidade de maior refinamento de controles e técnicas orçamentárias, cálculos mais complexos dos impostos devidos, tratamento de patentes em casos de inovações e invenções), surge a necessidade da subdivisão das tarefas da administração e da descentralização do processo de tomada de decisão. Nesse contexto, ganha importância o papel dos dirigentes das grandes firmas, que devem ser capazes de lidar com problemas administrativos, a fim de se garantir eficiência administrativa e o adequado ajuste do quadro administrativo ou da organização administrativa.

2.2 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). O quadro 2 mostra a importância da teoria dos agentes, parte integrante da teoria da firma, diretamente relacionada ao estudo da governança corporativa.

Quadro 2 - Teoria dos Agentes

Escola Econômica	Visão da Firma	Objetivo(s) da Firma	Visão de Ambiente de Mercado	Contribuição à teoria da firma
Teoria dos Agentes	- Visão endógena da firma, na qual são tratados temas relacionados a direitos de propriedade, custos de agência, estrutura de propriedade, separação entre propriedade e controle da firma e sobre a responsabilidade de cada agente interno; - entidade legal que serve como um nexo de um conjunto completo de contratos explícitos ou implícitos entre diferentes pessoas. Esses contratos resultam nos chamados conflitos e custos de agência;	- Maximização da utilidade gerencial dos diferentes agentes internos da firma.	- Retorno da racionalidade estritamente institucional; - racionalidade limitada dos dirigentes; - assimetria de informação.	- Forneceu um novo arcabouço teórico para uma análise detalhada dos determinantes da corporação moderna, vista como uma complexa rede contratual e de como explicar e resolver os conflitos de interesses que surgem entre os seus agentes internos.

Fonte: CAMARGOS; COUTINHO, 2008, p. 279-281. (Adaptação)

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 o 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). Coase ressalta:

Os custos de negociar e celebrar um contrato separado para cada transação que ocorre em um mercado também devem ser considerados.[...]Técnica pode ser implementada para minimizar esses custos contratuais, mas eles não são eliminados. É verdade que os contratos não são eliminados quando há uma empresa, mas podem ser significativamente reduzidos⁶ (COASE, 1937, p. 391, tradução nossa).

Ronald Coase, considerando a firma como um conjunto de variáveis endógenas e exógenas e embasando-se nos conceitos de substituição e marginalidade estabelecidos por Marshall, defende que os custos de transação e a capacidade gerencial seriam os dois grandes fatores

⁶ The costs of negotiating and concluding a separate contract for each exchange transaction which takes place on a market must also be taken into account. [...] a technique is devised for minimising these contract costs; but they are not eliminated. It is true that contracts are not eliminated when there is a firm but they are greatly reduced (COASE, 1937, p. 391).

que explicam o crescimento da firma. Para ele, o crescimento da firma pode ser explicado pelos seguintes fatores:

- a) Quanto menor os custos internos à organização e quanto menor o crescimento desses custos com o aumento do número de transações.
- b) Quanto menor a taxa de erros gerenciais e o seu menor crescimento com o aumento de transações da organização.
- c) Quanto maior a redução (ou quanto menor o aumento) no preço de oferta dos fatores de produção para grandes firmas.

No sentido de analisar a aplicabilidade do conceito defendido de firma, o autor propõe uma análise de até quanto o conceito proposto se ajusta à realidade. Para tal, propõe a análise da relação legal estabelecida entre empregadores e empregados. Segundo o autor, essa relação é identificada quando:

- a) há uma prestação de serviço dos empregados para empregadores, ou a alguém por este definido, sem a qual a relação estabelecida se caracterizaria por uma simples relação de vendas.
- b) há uma subordinação dos empregados, o que dá ao empregador o direito de controlar suas atividades, direta ou indiretamente, definindo a forma de realização do trabalho pelo empregado.

Outro ponto importante na análise do autor está no fato de reconhecer a importância do fator humano na gestão das organizações. Para ele, mudanças capazes de aprimorar a capacidade gerencial tendem a aumentar o tamanho da organização. Assim, o grande objetivo da firma é economizar os custos de transações, especialmente no que refere a dois pontos: (a) pela análise dos mecanismos de preços serão determinadas as transações realizadas pela organização, definindo quando as necessidades da firma serão supridas dentro da própria organização ou adquiridas externamente; e (b) pela substituição de contratos isolados (de cada empregado) por contratos mais completos, objetivando, primordialmente, obter vantagens na negociação e formalização desses contratos.

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. Se, de um lado, a internacionalização de atividades proporciona uma redução dos custos de transação, de outro, acarreta novos custos inexistentes nos mercados. Assim, diante da possibilidade de economia de custos de transação sempre que esses forem relativamente elevados, a organização hierárquica da empresa tende a internalizar essas atividades, fato que conduz a uma alteração nas características da empresa, o que acaba por desencadear uma série de mudanças organizacionais.

Ao analisar a relação estabelecida entre o mercado e empresa, Williamson (1991, p. 24) esclarece:

- a) “O mercado e a empresa são instrumentos operacionais para completar um conjunto relacionado de transações.”
- b) A eficiência relativa de cada modelo é que determina se o conjunto de transações deve ser executado pelo mercado ou dentro da firma.
- c) Os custos associados à formalização e execução de contratos completos com o mercado variam segundo as características dos tomadores de decisão, que estão envolvidos, de um lado, com a transação e, de outro, com as propriedades objetivas do mercado.
- d) “Embora os fatores humanos e ambientais que impedem as trocas entre as empresas (através de um mercado) se manifestem de um modo um tanto diferente dentro da empresa, o mesmo conjunto de fatores se aplica a ambos.”

Assim, a análise das atividades comerciais requer que se reconheçam os limites transacionais da organização interna, bem como a identificação das origens de falhas de mercado.

Há um conjunto de fatores determinantes da existência dos custos de transação, os quais fazem com que os custos de transação se tornem significativos, quais sejam: racionalidade limitada, incerteza e complexidade, oportunismo e especificidade de ativos.

A racionalidade limitada, estudada originalmente por Herbert Simon, destaca que o indivíduo “possui apenas um conhecimento fragmentado das condições que cercam sua ação, e ligeira percepção das regularidades dos fenômenos e das leis que lhe permitiriam gerar futuras consequências com base no conhecimento das circunstâncias atuais” (SIMON, 1971, p. 84). Assim, a racionalidade limitada parte do pressuposto que o comportamento humano enfrenta limitações em decorrência das características inerentes aos seres humanos. Características neurofisiológicas limitam a capacidade humana de processamento de informações, o que impossibilita a definição de contratos que antecipem qualquer circunstância futura. A racionalidade limitada associada a um ambiente complexo e repleto de incertezas tem como consequência a assimetria de informações, entendida como diferenças nas informações das partes envolvidas nas transações que acabam por afetar o resultado da transação estabelecida.

A racionalidade limitada, a complexidade e a incerteza, e a decorrente assimetria de informações criam condições para os agentes agirem de forma oportunista. No estudo dos custos de transações, oportunismo está associado à manipulação de informações, visando à obtenção de vantagens, dentre as quais se destaca a obtenção de lucros. Considerando que os agentes econômicos são guiados pelo interesse pessoal, entende-se por oportunismo a transmissão da informação “seletiva, distorcida e promessas ‘autodesacreditadas’ ”⁷ (WILLIAMSON, 1975, p. 26, tradução nossa). Isto é o agente se compromete, mesmo ciente da impossibilidade de cumprimento.

Williamson (1979) identifica as seguintes proposições gerais acerca do oportunismo: (a) este é o conceito central do estudo dos custos de transação; (b) oportunismo é especialmente importante para as atividades econômicas que envolvem investimentos associados a transações específicas em capital humano e físico; e (c) o processamento eficiente da informação é um importante conceito associado.

⁷ “false or empty, that is, self-disbelieved, threats and promises” (WILLIAMSON, 1975, p. 26).

Identificam-se duas formas de oportunismos: *ex-ante* (também conhecido como “seleção adversa”), isto é, antes da ocorrência da transação; e *ex-post* (também conhecido como “problema moral”, do inglês *moral hazard*), após a realização da transação.

A especificidade de ativos, outro fator determinante dos custos de transação, está associado às transações em pequenos números (*small numbers*); ou seja, transações nas quais apenas um número limitado de agentes está apto a participar. A especificidade dos ativos transacionados acaba por acarretar distorções no mercado em função do pequeno número de ofertantes e demandantes.

Todos esses fatores se apresentam como dificultadores na contratação de uma transação por parte da firma, seja na negociação e definição dos termos contratuais, seja na garantia de sua execução. Kupfer e Hasenclever (2002) explicam os quatro tipos básicos de contratos, identificados por Williamson(1991):

- a) Contratos que especificam no presente uma determinada performance no futuro - adequados para situações mais simples e que não envolvam altos custos de transação, diante da ausência de flexibilidade;
- b) Contratos de cláusulas condicionais, ou seja, que especificam no presente uma performance condicionada à ocorrência de eventos futuros – mais indicados quando se objetiva preservar o vínculo entre as partes, dada a existência de ativos com algum grau de especificidade. Duas são as principais dificuldades encontradas neste tipo de contrato: primeira, em função da racionalidade limitada, com o aumento da complexidade, torna-se difícil a previsão de todas as circunstâncias possíveis e as providências a serem tomadas em cada caso;. Segunda, há uma certa dificuldade em se garantir o cumprimento do contrato, especialmente em razão das circunstâncias que estão vigorando a cada instante. A falta de clareza dessas circunstâncias, especialmente em ambiente complexos, pode dar margem a comportamentos oportunistas;
- 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 concretizam. Este tipo de contrato exige que as transações não envolvam

ativos específicos por se efetivar no mercado à vista e em circunstâncias nas quais não haja interesse em estabelecer vínculo entre o comprador e vendedor;

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 principal vantagem dessa forma contratual é o fato de não ser necessário antever as circunstâncias futuras e as ações a serem executadas pelas partes. Outra vantagem identificada é a redução dos custos de transação, pelo fato de não ser necessário recontratar sucessivamente.

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 alternativas⁸ ”(WILLIAMSON, 1979, p. 169, tradução nossa).

A organização das transações dentro da empresa é capaz de reduzir o oportunismo pela exclusão da intermediação com o mercado. A hierarquia da organização permite a adoção de mecanismos mais desenvolvidos de controle e monitoramento, mas, de outro lado, pode gerar distorções burocráticas. Na prática, decisões essenciais da firma, como decisões de investimento e de financiamento, bem como as decisões operacionais, muitas vezes, são influenciadas por aspectos políticos e por conflitos de interesses entre os diferentes grupos da organização, o que, muitas vezes, pode comprometer o desempenho global da organização. Da mesma forma, decisões que impactam a hierarquia da organização sofrem grande influência de questões políticas, por afetar diretamente o interesse de grupos conflitantes, fato que acaba refletindo a dificuldade de rápidas mudanças por parte das organizações.

O fato é que essas estruturas se relacionam com o tipo de investimento realizado pela empresa, da forma como mostrado no quadro 3.

⁸ “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).

Quadro 3 - Transações comerciais

Frequência do Investimento	Característica do Investimento		
	Não- específicas	Mistas	Específicas
Ocasionais	Governança de mercado	Governança trilateral	Governança trilateral
Recorrentes	Governança de mercado	Governança bilateral (contrato de relação)	Organização interna (empresa)

Fonte: WILLIAMSON, 1979, p. 279 (Modificado)

Na governança pelo mercado, não há um empenho para sustentar a relação estabelecida. As partes envolvidas são responsáveis pela avaliação da transação, motivo pelo qual é utilizada para investimentos não específicos, ou seja, transações que envolvem equipamentos ou materiais padronizados.

A governança trilateral ocorre quando uma terceira parte é definida para a avaliação da execução do contrato, bem como para a solução de eventuais litígios. Essas características fazem com que esse tipo de transação seja utilizado em investimentos ocasionais de caráter específico ou misto. Transações com ativos específicos são as caracterizadas por ativos limitados no mercado, enquanto as transações mistas são as que envolvem ativos que não são propriamente específicos nem nãoespecíficos.

Governança específica de transação, utilizada em caso de alto risco envolvido nas transações diante da impossibilidade de padronização e da possibilidade de surgimento de conflitos entre as partes, engloba dois tipos distintos de governança: a) governança bilateral, caracterizada por um contrato de relação no qual se preserva a autonomia das partes e se estabelecem metas e objetivos a serem alcançados, bem como autoridade, limites de ação e forma de dissolução de conflitos, em vez de definirem contratos detalhados com cláusulas exaustivas; e b) organização interna, ou seja, uma estrutura unificada e hierarquizada.

Entendendo por custos de transação os decorrentes das transferências de bens e serviços entre as unidades operacionais, Chandler (1998) destaca que quando essas transações ocorrem entre empresas ou entre indivíduos, por envolverem a transferência dos direitos de propriedade, geralmente são definidas em termos contratuais. Já quando estabelecidas dentro da empresa,

mantêm estreita relação com economias de escala e escopo. Essas economias possibilitam o aumento do número de transações comerciais e de relações contratuais, o que demonstra que economias dentro das unidades têm forte impacto nas relações contratuais estabelecidas pela organização, da mesma forma que mudanças nas “relações contratuais afetam as operações executadas dentro das unidades” (CHANDLER, 1998, p. 309).

Essas questões evidenciam limitações à forma de estabelecimento das transações pelas firmas. Fatores como tecnologia, organização da mão de obra e aspectos da natureza humana também são determinantes das transações estabelecidas pelas firmas. Exemplificando essas limitações, o autor estabelece uma relação entre incerteza e racionalidade limitada e entre o pequeno número de relações de troca e oportunismo. Em relação à primeira, esclarece que se torna muito custoso ou impossível a identificação de eventualidades futuras, o que faz com que contratos de longo prazo, muitas vezes, sejam suplantados pela organização interna. Entendendo oportunismo como a falta de sinceridade ou honestidade nas transações que envolvam interesse próprio, observa que as tendências ao oportunismo apresentam pouco risco ao se estabelecerem relações competitivas. De outro lado, o estabelecimento de contratos de curto prazo pode ser custoso e arriscado quando presente o oportunismo.

Diante da possibilidade de produzir no interior da organização ou de contratar no mercado, Williamson (1991) apresenta três vantagens inerentes à organização interna em circunstâncias em que estão presentes o oportunismo e um número limitado de opções (*small numbers*):

- a) Em relação aos contratos autônomos, as partes de uma troca interna são menos suscetíveis a se apropriarem de representações oportunistas. Ou seja, os incentivos a comportamentos oportunistas são atenuados.
- b) Organização interna pode ser facilmente auditada.
- c) No caso de existência de divergências, a organização interna tem a vantagem de possuir maior facilidade de lidar com situações conflitantes.

Em resumo, 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).

As idéias defendidas por Williamson podem ser sintetizadas na importância dada à análise das transações estabelecidas pela organização como determinantes na sua eficiência. Os custos transacionais são determinados por fatores humanos e ambientais, que são inerentes às falhas organizacionais. Assim, na busca de um paradigma transacional, o autor ressalta a dificuldade em se traduzir essas relações em análises econômicas tradicionais, motivo pelo qual, muitas vezes, essas transações acabam sendo negligenciadas. Pelo exposto, acredita no refinamento da teoria econômica tradicional, no sentido de maior aproximação das análises das transações, com o intuito de alcançar maior aproximação à realidade.

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, descritos a seguir, 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 nexo de relações contratuais.

A teoria dos agentes, desde a década de 1960, procura entender e discutir as relações e interesses conflitantes inerentes à firma. Dentre os diversos estudos sobre o tema, destaca-se a publicação de Jensen e Meckling (1976) *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, em que integra elementos da teoria da agência, da teoria dos direitos de propriedade e da teoria de finanças para desenvolver uma teoria da estrutura de capital da empresa.

Apresentando as limitações da firma vista como uma “*black box*”⁹, 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

⁹ 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 o lucro da firma

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.

Ao serem tomadas decisões que contrariam os reais interesses da firma, argumenta-se que o comportamento da empresa não mais refletiria a maximização dos lucros, o que significa dizer que a alocação de recursos não mais seria ótima. Nessa situação, os custos incorridos para gerar uma quantidade determinada de produto seria maior nas empresas de capital aberto, se comparadas às empresas de capital fechado.

Diante dessa situação, o entendimento da firma, - mais especificamente, da empresa de capital aberto, - como um nexos contratual (JENSEN; MECKLING, 1976) proporciona uma reinterpretação da natureza e da avaliação de eficiência. Kupfer e Hasenclever (2002), baseando-se nas colocações de Jensen e Meckling (1976), apresentam as seguintes proposições:

- a) O comportamento maximizador não deve ser aplicado à firma enquanto organização, mas a cada um de seus membros, o que significa dizer que, diante dos interesses pessoais, mesmo uma empresa dirigida pelo proprietário nem sempre tomará decisões de forma a maximizar seu lucro. Muitas decisões serão decorrentes da necessidade de maximização de seu bem-estar, as quais refletirão em ganhos pecuniários e nãopecuniários.

b) Diante da relação de agência, há a possibilidade de o administrador auferir ganhos não pecuniários a custo zero, uma vez que qualquer redução nos lucros da empresa não impacta seu bem-estar na mesma proporção.

c) Nas empresas de capital aberto existe a possibilidade de minimização dos custos de agência por meio da reelaboração dos contratos, com a introdução de mecanismos de monitoramento e controle das decisões administrativas.

Assim como qualquer outro custo na firma, os custos de agência são reais. Sua magnitude varia de firma para firma, em função de uma série de fatores, evidenciado pelo fato de a forma de exercitar as preferências e o controle/monitoramento poder variar em função de uma infinidade de critérios, que vão desde preferências individuais até características das relações contratuais estabelecidas e dos direitos das partes envolvidas, que também sofrem grande influência das legislações vigentes e dos incentivos presentes em contratos específicos.

Penrose (2006, p. 13) antecipa as conclusões que futuramente seriam apresentadas por Jensen e Meckling (1976) no contexto da teoria de crescimento da firma, ao destacar que

[...]o papel de diretores em suas funções financeiras e administrativas, [...] os quais podem estar mais interessados em suas participações financeiras através de altos salários, opções acionárias, “algemas douradas, bônus etc., do que no crescimento das firmas (PENROSE, 2006, p.13).

Jensen e Meckling (1993), baseando-se no entendimento do comportamento humano como determinante no entendimento da organização, discutem, no artigo *The Nature of the Man*, cinco modelos explicativos do comportamento humano. Concluem ser o denominado *Resourceful, Evaluative, Maximizing Model* (REMM) o que melhor descreve a sistemática racional do comportamento humano. Afirmam que

[...] Indivíduos são engenhosos, maximizadores de utilidade. Eles respondem criativamente às oportunidades que o ambiente apresenta, e trabalham para eliminar restrições que os impeçam de fazer o que desejam. Eles se preocupam não apenas com dinheiro, mas com quase tudo - respeito, honra, poder, amor, e com o bem-estar de outros. O desafio para a nossa sociedade e para todas as organizações está em estabelecer regras do jogo que direcionem a energia humana no sentido de aumentar, em vez de

reduzir, a utilização eficaz dos nossos recursos escassos¹⁰ (JENSEN; Meckling, 1994, p. 1, tradução nossa).

Ao descreverem o caráter utilitarista e racional do comportamento humano, destacam que a função utilidade dos indivíduos está voltada para suas próprias preferências e objetivos. Assim, a teoria da agência explicita que as decisões dos agentes não são necessariamente confiáveis do ponto de vista dos proprietários e que custos de agência existem em virtude de as relações entre diretores e proprietários serem estabelecidas em contratos que incorrem em custos de transação, traduzidos em custos de elaboração e monitoramento dos contratos (WILLIAMSON, 1975).

Compartilhando a idéia da organização vista como um nexo de contratos, escritos ou não, Fama e Jensen (1983) propuseram um modelo que discute o processo de tomada de decisão em organizações nas quais ocorre a separação entre propriedade e controle. Considerando que o processo decisório estabelecido nas organizações consiste em decisões gerenciais - proposição e implementação - e decisões de controle - ratificação e monitoramento - , defendem como hipóteses centrais: a) um sistema decisório, com a separação das “decisões de gestão” e “decisões de controle”; e b) que a combinações desses dois tipos de decisão em poucos agentes conduz a definições restritas a esses agentes. Afirmam

A separação das decisões de gestão e decisões de controle, a todos os níveis da organização, ajuda a controlar estes problemas de agência por limitar o poder de cada um dos agentes em expropriar os interesses dos requerentes residuais. Assim, a difusão e a separação das decisões de gestão e controle têm grande valor em organizações complexas, não só porque permitem a utilização de valiosos conhecimentos específicos no processo decisório, em que é mais relevante, mas também porque ajudam a controlar os problemas de agência decorrentes de reivindicações difusas¹¹. (FAMA; JENSEN, 1983, p. 29, tradução nossa).

¹⁰ [...]individuals are resourceful, evaluative maximizers. They respond creatively to the opportunities the environment presents, and they work to loosen constraints that prevent them from doing what they wish. They care about not only money, but about almost everything--respect, honor, power, love, and the welfare of others. The challenge for our society, and for all organizations in it, is to establish rules of the game that tap and direct human energy in ways that increase rather than reduce the effective use of our scarce resources (JENSEN; MECKLING, 1994, p. 1).

¹¹ Separation of decision management and decision control at all levels of the organization helps to control these agency problems by limiting the power of individual agents to expropriate the interests of residual claimants. Thus diffusion and separation of decision management and control have survival value in complex organizations both because they allow valuable specific knowledge to be used at the points in the decision process where it is most relevant and because they help control the agency problems of diffuse residual claims (FAMA; JENSEN, 1983, p. 29).

Essa separação de funções entre os tomadores de decisão de controle e de gestão, conforme apresentado por Fama e Jensen (1983), influenciou significativamente a forma como se estabelece a governança corporativa nas organizações. Praticamente todos os códigos de boas práticas de governança corporativa sugerem a separação das funções, ao orientarem para que os cargos de presidente do Conselho de Administração e de CEO da organização não sejam ocupados pelo mesmo indivíduo.

Também reconhecendo a firma como um nexó contratual, Kester (1992), mediante o que denominou “Governança contratual”, identifica as implicações políticas dessa governança e propõe uma análise baseada em duas dimensões. Afirma que o atingimento de uma situação ótima requer a) a solução dos problemas associados à separação entre propriedade e controle; b) e os associados à garantia da perenidade das relações estabelecidas pela firma.

Isto é, melhores práticas exigem não só um sistema de governança corporativa que minimiza custos agência, mas também um sistema de governança contratual paralelo, que minimiza os custos de transação, amplamente construído. [...] No que diz respeito à governança contratual, deve ser reconhecido que relações comerciais verticais e fechadas podem ser fontes de eficiência em troca contratual¹² (KESTER, 1992, p.40, tradução nossa).

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. Em 1992, o autor publicou o livro intitulado *Power and Accountability*, no qual expõe a necessidade primordial de ocorrer monitoramento das empresas por seus acionistas. Como resultado de uma pesquisa de campo, o autor discorre que os conflitos de agência podem ser resumidos no fato de as decisões tomadas pelos administradores corporativos não criarem mais valor para os investidores do que para si mesmos. Assim, a empresa que dispõe de monitoramento mais efetivo por parte dos acionistas adiciona maior valor e gera maior riqueza para os acionistas do que aquela que não dispõe de tal recurso. Três anos depois, o mesmo autor publicou o manual *Corporate Governance*,

¹² That is, best practice requires not only a corporate governance system that minimizes agency costs, but also a parallel contractual governance system that minimizes transaction costs, broadly construed. [...] with respect to contractual governance, it must be recognized that close, vertical commercial relationships can be sources of efficiency in contractual exchange (KESTER, 1992, p.40).

contendo práticas e exemplos da boa governança corporativa. Andrade e Rossetti (2006) sintetizam no Quadro 4 os motivos que inspiraram *Robert Monks* e os resultados alcançados.

Quadro 4 - O Ativismo de Monks

OS MOTIVOS E AS AÇÕES

- O divórcio propriedade e direção executiva:
 - Proprietário – maximizar o valor das ações;
 - Executiva – privilégios à custa de resultados.
- Aproximação efetiva de acionistas, conselhos e direção.
- Equilíbrio de interesses, pela exposição, mobilização e intervenção:
 - Exposição de práticas danosas;
 - Mobilização de partes interessadas;
 - Intervenção de proprietários e órgãos reguladores.
- Aperfeiçoamento dos processos de governança das empresas:
 - Constituição e funcionamento dos conselhos;
 - Compatibilização de posturas éticas com a maximização dos resultados

OS RESULTADOS VISÍVEIS

- Imediatos:
 - Revelação de desvios nas práticas de governança corporativa;
 - Definição de caminhos para a prosperidade compartilhada;
 - Exposição das falhas corrigíveis por nova legislação;
 - Mobilização de acionistas minoritários e institucionais;
 - Mais respeito pelos justos direitos dos proprietários.
 - De longo prazo:
 - Institucionalização das práticas de governança corporativa.
 - Refinamento da capacidade técnica dos proprietários, especialmente dos institucionais, de influir positivamente na vida das empresas.
 - Mais regulamentação-intervenção no mercado de capitais, mais eficácia:
 - Das empresas, na geração de resultados;
 - Do mercado, na alocação de recursos
 - Da economia, na prosperidade gerada por corporações confiáveis.
 - Exposição de práticas danosas;
 - Mobilização de partes interessadas;
 - Intervenção de proprietários e órgãos reguladores.
 - Aperfeiçoamento dos processos de governança das empresas:
 - Constituição e funcionamento dos conselhos;
 - Compatibilização de posturas éticas com a maximização dos resultados
-

Fonte: ANDRADE; ROSSETTI, 2006, p. 161 (Adaptação).

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 grande maioria dos estudos e trabalhos publicados

sobre o tema se dedicam ao tratamento de questões diretamente relacionadas aos interesses dos acionistas.

Seguindo a linha proposta por Monks de defesa dos acionistas, 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*, uma vez que a forma de atuação dos Conselhos de Administração no Reino Unido se mostrava insatisfatória. Esse Comitê, presidido por Adrian Cadbury, era constituído por pessoas capazes de, efetivamente, colocar em práticas as recomendações dele emanadas, dentre representantes da Bolsa de Valores de Londres e do Instituto de Contadores Certificados.

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 práticas de governança corporativa, especialmente no que concerne dois aspectos fundamentais: a) necessidade de uma prestação responsável de contas; e b) maior transparência, integridade e responsabilidade para diretores, acionistas e auditores na busca de maior confiança no sistema corporativo. Focado nesses princípios, o relatório contempla recomendações primordiais quanto à efetividade do Conselho de Administração e dos conselheiros, bem como orientações quanto à definição de critérios de auditoria, relatórios e controles.

A importância desse relatório está principalmente no fato de que as práticas de governança corporativa por ele recomendadas influenciaram efetivamente a alta gestão das organizações no Reino Unido, iniciando uma nova era de regulamentação, além de orientar a elaboração de códigos de boa governança em outros diversos países.

Com a missão de desenvolver um conjunto de normas e diretrizes aplicadas à governança corporativa, foi criado na *Organization for Economic Co-Operation and Development* (OECD) o *Business Sector Advisory Group on Corporate Governance*, no final de 1998, que publicou, um ano após sua constituição, os *Principles of Corporate Governance* (OECD, 1999). Esses princípios tornaram-se referência mundial na adoção de boas práticas de governança corporativa.

Mesmo considerando a multiplicidade de fatores que afetam a governança e o processo de tomada de decisão nas organizações, os princípios propostos pela OECD objetivam orientar o estabelecimento de uma boa governança considerando principalmente os problemas decorrentes da separação de propriedade e controle.

Na primeira versão, os princípios baseiam-se nas seguintes premissas: a) inexistência de único modelo de governança corporativa; b) necessidade de adaptações contínuas e inovação das práticas de governança estabelecidas, a fim de se manterem competitivas – ou seja, os princípios de governança são de natureza evolutiva, o que explica a necessidade de serem revistos a cada mudança significativa dentro da organização ou em seu entorno; c) responsabilidade por parte dos governos de criar uma estrutura reguladora que proporcione flexibilidade suficiente para o funcionamento eficaz do mercado, atendendo os interesses das diversas partes interessadas, considerando os custos e benefícios da regulação; e d) importância da definição das melhores práticas de governança corporativa pelos órgãos reguladores do mercado de capitais, pelas organizações e por seus acionistas.

O entendimento de que a governança corporativa ultrapassa os interesses dos acionistas propiciou a revisão dos princípios da governança corporativa publicados em 1999. A própria OECD, em 2002, conferiu ao *Steering Group*, grupo permanente de orientação sobre governança corporativa, a responsabilidade de mapear de novos pontos essenciais a serem introduzidos aos princípios de uma boa governança.

Em 2004, foi publicada a nova versão dos princípios da OECD (OECD, 2004), que estendeu o escopo da governança corporativa, evoluindo de um modelo orientado ao acionista para um modelo *stakeholder oriented*, traduzido no reconhecimento mais explícito e sistemático de outros *stakeholders* não financeiros. A versão revista dos princípios é composta por partes distintas, que abordam questões como: a) as bases para a estruturação de uma governança corporativa efetiva; b) reconhecimento dos direitos dos acionistas e as funções-chaves da estrutura de propriedade; c) importância do tratamento equitativo dos acionistas; d) os papéis dos demais stakeholders; e) transparência e prestação responsável de contas; e f) responsabilidades do Conselho de Administração.

Voltado para a análise da governança corporativa na América Latina, em 2003, a OECD emitiu recomendações para o fortalecimento da governança corporativa na região, sumarizadas em documento *White paper on Corporate Governance in Latin America* (OECD, 2003). Levando em conta as características regionais, esse documento propõe reformas prioritárias no sentido do estabelecimento de uma boa governança corporativa, dentre as quais se destacam: a) maior seriedade no processo de votação; b) tratamento equitativo aos acionistas nos casos de mudanças de controle corporativo; c) garantia de maior integridade de relatórios financeiros e melhoria na transparência das relações com partes relacionadas; d) desenvolvimento de conselhos efetivos; e) melhoria na qualidade, efetividade e previsibilidade da estrutura legal e regulamentatória; e f) garantia de continuidade de cooperação regional.

Apesar da existência dos *Códigos de Melhores Práticas de Governança Corporativa*, amplamente difundidos, os escândalos envolvendo grandes organizações norte-americanas levaram à publicação da Lei Sarbanes Oxley, aprovada pelo Congresso americano em julho de 2002, que influenciou significativamente a governança corporativa no mundo. Representou a introdução de alterações legislativas no sentido de exigir maior transparência por parte das organizações, bem como maior responsabilização dos envolvidos em fraude. Ao reescrever as regras da governança corporativa, esta lei propõe alterações nos procedimentos e controles das organizações, bem como na atuação de órgãos reguladores e de firmas de auditoria independente. Pode-se destacar dentre os principais objetivos da Lei Sarbanes Oxley: a) ampliar a responsabilidade dos executivos; b) aumentar a transparência; c) assegurar maior independência ao trabalho dos auditores, bem como introduzir novas regras aos trabalhos desses profissionais; e d) ampliar substancialmente as penalidades associadas às fraudes e aos crimes de colarinho branco (BORGERTH, 2007).

Além de afetarem diretamente as empresas brasileiras que negociam seus títulos no mercado norte-americano, muitas das proposições da Lei Sarbanes Oxley foram traduzidas em recomendações de melhores práticas no Brasil (CVM, 2002; IBGC, 2007).

2.2.1. Diversidade conceitual e perspectiva dominante

Na busca de uma análise da governança¹³ no cenário particular à organização, Zingales (1997) afirma que governança corporativa é simplesmente a governança de uma forma particular de organização – a corporação¹⁴ (ZINGALES, 1997, p. 3, tradução nossa).

Diante dos inúmeros conceitos de governança corporativa apresentados por diversos autores, Andrade e Rossetti (2006) propõem o agrupamento desses conceitos de governança corporativa em quatro grandes grupos: a) os que enfatizam os direitos das partes envolvidas na empresa; b) os que destacam o sistema de relações estabelecido nas organizações, enfatizando a forma como as organizações são dirigidas e controladas; c) os que dão ênfase à estrutura de poder estabelecida dentro das organizações; e d) os que enfatizam o sistema normativo.

Quadro 5 - Conceitos de governança corporativa

(continua)

(1) Governança como direitos das partes	Monks e Minow (2004)	“A governança corporativa trata do conjunto de leis e regulamentos que visam: a) assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários; b) disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais impactantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos; c) possibilitar aos diferentes públicos alcançados pelos atos das empresas o emprego de instrumentos que assegurem a observância de seus direitos; e d) promover a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e da direção executiva das empresas.”
	Blair (1999)	“A governança corporativa trata dos meios utilizados pelas corporações para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre os acionistas das empresas e seus dirigentes de alto nível.”
	Williamson (1996)	“A governança corporativa trata de justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo”.

¹³ A palavra *Governança*, de acordo com o dicionário, significa “ato de governar-se”, “governo”, “governança”.

¹⁴ “Corporate Governance is simply the governance of a particular organizational form – a corporation” (ZINGALES, 1997, p. 3).

(conclusão)		
	OECD (1999)	“A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócio são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa especifica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisões em relação a questões corporativas. E oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho.”
(2) Governança como sistema de relações	Shleifer e Vishny (1997)	“A governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos.”
(3) Governança como estrutura de poder	Cadbury(1992)	“A governança corporativa é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas.”
	Hitt, Ireland e Hosksson (2001)	“Como a governança corporativa nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura de governo que maximize a relação entre o retorno dos acionistas e os benefícios auferidos pelos executivos. Neste sentido, envolve a estratégia das corporações, as operações, a geração de valor e a destinação de resultados.”
(4) Governança como sistema normativo	Mathiesen (2002)	“Governança corporativa é um campo de investigação focado em como monitorar as corporações, através de mecanismos normativos, definidos em estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais que conduzem ao gerenciamento eficaz das organizações, traduzido por uma taxa competitiva de retorno.”
	Cadbury (1999)	“A governança corporativa é expressa por um sistema de valores que rege as organizações, em sua rede de relações internas e externas. Ela, então, reflete os padrões da companhia, os quais, por sua vez, refletem os padrões de comportamento da sociedade.”
	Claessens e Fan (1996)	“A governança corporativa diz respeito a padrões de comportamento que conduzem à eficiência, ao crescimento e ao tratamento dado aos acionistas e a outras partes interessadas, tendo por base princípios definidos pela ética aplicada à gestão de negócios.”

Fonte: Elaboração da autora, com base em ANDRADE; ROSSETTI, 2006.

Define o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (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.

Esse conceito atual de governança corporativa difere do conceito elaborado na fundação do IBGC, em 1995. Naquela época, entendia-se Governança Corporativa como

[...]o sistema que assegura aos sócios-proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do conselho de administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa governança corporativa garante equidade aos sócios, transparência e responsabilidade pelos resultados (accountability).

A Organisation for Economic Co-Operation and Development, assim define governança corporativa

Governança corporativa é apenas uma parte do grande contexto econômico no qual as empresas operam, que inclui, por exemplo, as políticas macroeconômicas e o grau de concorrência em produtos e fatores de mercados. A estruturação da governança corporativa também depende dos ambientes legal, regulatório e institucional. Além disso, fatores como ética empresarial e consciência corporativa dos interesses sociais e ambientais das comunidades em que a empresa opera também podem impactar sua reputação e sucesso a longo prazo¹⁵ (OECD, 2004, p. 12, tradução nossa).

A governança corporativa, sob a perspectiva financeira, representa a visão que concentra a maior parte dos estudos da área. 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. Assim definidos, essas regras e incentivos estabelecidos pelas firmas vão além das impostas pelos sistemas legal, político e regulatório, e acabam por introduzir padrões econômicos e aspectos pessoais dos proprietários nas relações estabelecidas.

¹⁵ Corporate governance is only part of the larger economic context in which firms operate that includes, for example, macroeconomic policies and the degree of competition in product and factor markets. The corporate governance framework also depends on the legal, regulatory, and institutional environment. In addition, factors such as business ethics and corporate awareness of the environmental and societal interests of the communities in which a company operates can also have an impact on its reputation and its long-term success (OECD, 2004, p. 12).

Shleifer e Vishny (1996) desenvolveram estudo publicado pelo National Bureau of Economic Research, no qual entendem que governança corporativa lida com as formas como os financiadores esperam retorno sobre o investimento realizado¹⁶(SHLEIFER; VISHNY, 1996, p. 2). Nesse estudo, identificam mecanismos de governança determinantes na atração de investimentos por parte das firmas, dentre eles os incentivos contratuais relacionados a problemas de agência, e os mecanismos de proteção a acionistas. Reconhecem a importância dos sistemas de governança corporativa adotados nos Estados Unidos, Alemanha e Japão pelos mecanismos de proteção legal adotados.

Brigham e Ehrhardt (2006) trazem à tona a temática da governança corporativa ao abordarem a avaliação da empresa com base em valor. Entendendo governança corporativa como o conjunto de regras e procedimentos que objetivam motivar os administradores, afirmam que a essência da governança corporativa está em garantir o principal objetivo do acionista: a maximização da riqueza. Para eles, a governança corporativa “envolve a maneira como os objetivos dos acionistas são realizados, e está refletida nas atuações e políticas da companhia” (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006 p. 488). Assumindo o risco de simplificação, afirmam que a maioria das cláusulas de governança corporativa envolve dois mecanismos principais: a) a ameaça de remoção de um CEO com desempenho fraco; e b) o tipo de plano usado para remunerar executivos e administradores. Nesse contexto, abordam as cláusulas para prevenir o entrenchamento da administração¹⁷, barreiras para aquisições hostis¹⁸ do controle acionário de uma empresa por outra, monitoramento efetivo por um forte conselho, tipo de remuneração estabelecida, seja pela de opção de ações ou do plano de participação acionária dos empregados. Exemplificam

O estatuto pode tornar relativamente fácil uma aquisição de controle acionário da empresa, de modo que seja possível substituir o diretor executivo com um desempenho muito fraco; ou o estatuto pode tornar muito mais difícil a ocorrência de aquisição de controle acionário da empresa, caso em que os administradores com desempenhos fracos podem continuar a ter o mesmo desempenho. O conselho de administração pode ser

¹⁶ “Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance assume themselves of getting a return on their investment” (SHLEIFER; VISHNY, 1996, p. 2).

¹⁷ Diz-se que a administração está intrincheirada quando a “companhia tem um conselho de diretores fracos e cláusulas fortes em seus estatutos contra a aquisição de controle acionário, fazendo os principais administradores sentirem que há pouca chance de serem removidos” (BRIGHAM E EHRHARDT 2006, p. 479).

¹⁸ Oferta hostil, ou aquisição hostil (hostile takeovers), ou mercado de controle corporativo – aquisição do controle acionário da empresa, mediante compra de ações em bolsa, sem consulta ou acordo prévio e independente da vontade dos controladores.

constituído por pessoas poderosas e externas à empresa, as quais provavelmente monitorarão bem de perto o desempenho do CEO e o substituirão se as coisas não tiverem indo bem, ou aos seus amigos e colegas que estiverem colaborando com seus deslizes (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006, p. 463).

Cabe observar que o conceito de governança corporativa emergiu do estudo das sociedades anônimas, em função da separação entre propriedade e direção. No entanto, esse cenário de efetiva separação entre propriedade e controle tem sido questionado. Estudo como o proposto por La Porta, Lopez-De-Silanes e Shleifer (1999), ao analisarem corporações em 27 países, identificou grande concentração de propriedade e reconheceu que famílias ainda exercem grande controle nas organizações.

Frequentemente, famílias exercem um controle significativamente excessivo sobre os direitos associados a fluxos de caixa nas firmas, especialmente através de estruturas piramidais, e tipicamente gerenciam as firmas que controlam¹⁹. (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, 1999, p. 26, tradução nossa).

Essa concentração acionária também é considerada uma característica regional da América Latina (OECD, 2003). É evidente no Brasil, especialmente pela importância das empresas de controle familiar. O IBGC (2007) publicou um estudo acerca da governança corporativa estabelecida nessas organizações. Analisando quinze empresas responsáveis por 10% do PIB brasileiro em termos de capitalização de mercado, concluiu que as empresas que adotaram práticas de governança corporativa, visando benefícios externos (acesso ao capital e custo de capital) ou internos, aumentaram tanto seu valor econômico como seu valor de mercado. Apesar de a concentração acionária ser considerada ponto negativo para as organizações, Shleifer e Wishny (1986) apresentam vantagens dela, dentre as quais se destacam: maior monitoramento da administração; maximização dos lucros do capital acionário (que afeta todos os acionistas); preservação da companhia, com maior proteção contra aquisições ou decisões que possam comprometê-la no longo prazo. Em estudo publicado uma década depois (SHLEIFER; WISHNY, 1996), esses autores reconhecem que a concentração de propriedade pode possibilitar a expropriação de acionistas minoritários ou de demais stakeholders pelos grandes acionistas.

¹⁹ Families often have control rights over firms significantly in excess of their cash flow rights, particularly through pyramids, and typically manage the firms they control. (LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER, 1999, p. 26).

Inúmeros são os estudos (LEAL; OLIVEIRA, 2007; DA SILVEIRA; BARROS; FAMÁ, 2003) que procuram analisar a governança corporativa estabelecida nas organizações. Okimura *et al.* (2007) investigaram a relação entre a estrutura de propriedade e controle, de um lado, e o valor e desempenho de outro das companhias privadas abertas brasileiras entre 1998 e 2002. Concluíram que a estrutura de propriedade é fator determinante no valor e no desempenho da empresa. Heslin e Donaldson (1999) propõem a teoria denominada *Organization Portfolio Theory*, na busca de explicar a composição de conselhos como resultado do risco e *performance* da firma, elementos que, segundo os autores, se inter-relacionam dinamicamente.

2.2.2. Demais perspectivas da governança corporativa

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. E 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. Defende: “Todos os relacionamentos com stakeholders são representados do mesmo tamanho e da mesma forma e estão equidistantes da ‘caixa preta’ da firma no centro²⁰” (DONALDSON; PRESTON, 1995, p. 68, tradução nossa).

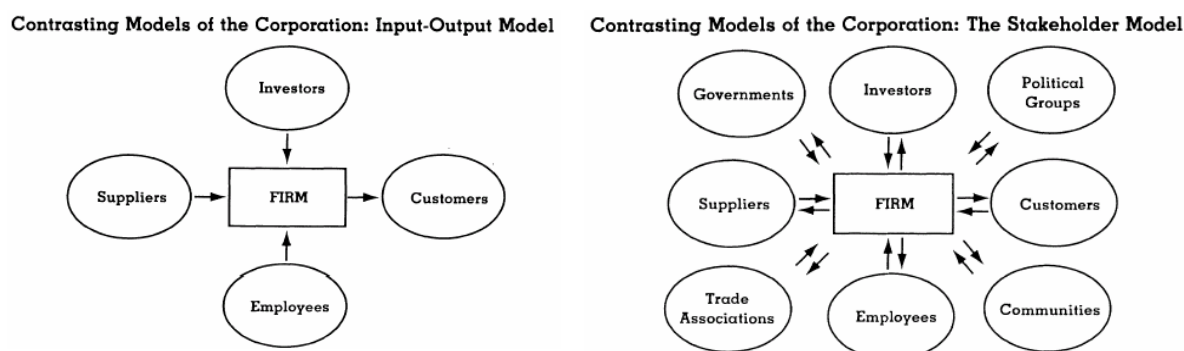


Figura 1 - Modelos da corporação

Fonte: DONALDSON; PRESTON, 1995, p. 68.

Considerando a firma e a sua inter-relação com os stakeholders e analisando a teoria dos stakeholders sob os aspectos normativo, instrumental e descritivo, Donaldson e Preston (1995) concluem que se trata de uma teoria gerencial. Assim, propõem que sejam identificados os stakeholders das organizações, as estratégias de tratamento desses stakeholders e outros fatores intervenientes nas relações estabelecidas. A relação entre a teoria

²⁰ All stakeholder relationships are depicted in the same size and shape and are equidistant from the "black box" of the firm in the center" (DONALDSON; PRESTON, 1995, p. 68).

dos stakeholders e administração estratégica também é evidenciada em Freeman e McVea (2001).

Na proposta de um paradigma *stakeholder – agency theory*, Hill e Jones (1992) introduziram uma modificação na teoria da agência, para que esta pudesse considerar aspectos associados à teoria de poder e de dependência de recursos por parte das organizações. Reconhecem que o mercado não se ajusta tão rapidamente às modificações impostas, o que gera uma situação de desequilíbrio, sustentada por certo período, fato que modifica a relação de poder estabelecida entre os envolvidos nas transações.

A concentração de poder dos stakeholders pode ser reduzida por estratégias destinadas a difundir o controle destes grupos sobre recursos críticos. [...] Poderes diferenciais criados pelas estratégias limitam a capacidade dos stakeholders influenciarem contratos implícitos ou explícitos ²¹ (HILL; JONES, 1992, p. 149, tradução nossa).

Este modelo, também conhecido como *stakeholder oriented*, difere do modelo *shareholder oriented*, cujo foco é a maximização do retorno para os acionistas. É legitimado por vários fatores, dentre os quais o maior valor atribuído ao espírito empreendedor do proprietário. Nessa linha de pensamento, o máximo retorno gera estímulo para novos investimentos, ao mesmo tempo em que proporciona uma remuneração “justa” pelos riscos envolvidos na criação de um negócio.

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.

A complexidade que circunda a análise desses modelos, em funções dos diversos pontos de vistas e das colocações que analisadas sob a mesma perspectiva podem se contradizer ou não, propiciou uma discussão ampla sobre o assunto. Ainda muito questionada, acredita-se que

²¹ The concentration of stakeholder power can be reduced by strategies designed to diffuse the control over critical resources exercised by stakeholder groups.[...] Power differentials created by the strategies limit the ability of stakeholders to enforce implicit or explicit contracts (HILL; JONES, 1992, p. 149).

todo o seu arcabouço teórico já desenvolvido possa subsidiar o desenvolvimento de novas teorias, métodos e ferramentas para desenvolvimento das organizações (AGLE *et al.*, 2008).

Como observado por Mitchell, essa estrutura irá requerer que novas ferramentas sociais sejam criadas, práticas atuais sejam refinadas e alteradas; e, quando necessário, antigas ferramentas ou formas de pensar sejam abandonadas ou ajustadas, dado, como destacado por Jensen, não há redução dos problemas significativos do mundo sem a identificação da profundidade de suas origens cognitiva e institucional. Embora a teoria econômica tenha criado uma grande riqueza econômica, Jensen sugere que uma nova, melhor teoria, talvez possa continuar criando esse mesmo ou maior valor econômico e, simultaneamente, ajudar a sociedade a criar um novo valor em múltiplas formas e, assim, resolver muitos problemas sociais ²² (AGLE *et al.*, 2008, p. 25, tradução nossa).

Autores como Andrade e Rossetti (2004) afirmam que os modelos stakeholder oriented e shareholder oriented não são mutuamente excludentes. Eles enfatizam ser

[...] reconhecidamente alta a robustez conceitual da abordagem shareholders oriented, mas, levada a extremos, ela apresenta também pontos fracos. Em contrapartida, a abordagem stakeholders oriented tem pontos fortes, embora, à luz do foco financeiro que tende a prevalecer no mundo corporativo, percebem-se nela pontos fracos que, se não bem gerenciados, podem afetar de tal forma os interesses dos investidores que os macro objetivos da sociedade ficarão comprometidos (ANDRADE; ROSSETTI 2004, p. 124).

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. No entanto, Pfeffer (1977),

²² As noted by Mitchell, such a structure will require new social tools to be built; current practices refined and changed; and when necessary old tools or ways of thinking to be left behind or rejuvenated, given, as Jensen notes, no lessening of the world's significant problems with their deep cognitive and institutional origins. While past economic theory has created great economic wealth, Jensen suggests that a newer, better theory perhaps can continue creating this same or better economic value, while simultaneously helping society to create new value in multiple forms, and thereby solve many societal problems (AGLE *et al.*, 2008, p. 25).

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.

Uma colocação de Turnbull (1997) que ganha atenção especial no cenário brasileiro, caracterizado por grande concentração acionária, aponta restrições à teoria de representação. Conforme descrito a seguir, em certos casos essa representação pode se mostrar comprometida diante de situações em que há um grupo muito influente na organização.

Conselhos podem se tornar redundante quando existe um acionista ativo dominante, especialmente quando o principal acionista é a família ou o governo. Pode-se especular que alguns conselhos são estabelecidos a partir de hábito cultural, de uma “fé cega” na sua eficácia, ou para fazer com que empresas estatais ou familiares melhor se apresentem como um negócio²³ (TURNBULL, 1997, p. 27, tradução nossa).

Há de considerar, no entanto, a existência de restrições na interpretação do modelo de representação, pelo fato de que, se considerado ao extremo, contraria a teoria da agência, que aponta para o comportamento oportunista do indivíduo, o que levanta a importância da análise da governança considerando todo o contexto institucional.

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.

²³ Boards can become redundant when there is a dominant active shareholder, especially when the major shareholder is a family or government. One could speculate that some boards are established from cultural habit, blind faith in their efficacy, or to make government or family firms look more business like (TURNBULL, 1997, p. 27).

Diferentemente da articulação do problema de agência proposta por Berle e Means (1984), que considera os problemas de agência decorrentes da separação entre propriedade e controle, e entre acionistas majoritários e minoritários, Grundfest (1990) analisa os problemas de agência como problemas políticos. Nesse sentido afirma

Legisladores e reguladores podem gerar, agravar, e realocar os custos e benefícios associados aos problemas agência em benefício do eleitorado politicamente favorável. Nesta perspectiva, os problemas de agência são direitos a serem alocados segundo o processo político e não naturalmente, como produtos da especialização da forma corporativa. Assim, não há razão para acreditar que os problemas de agência possam ser resolvidos de forma economicamente racional, ou que o processo de governança corporativa irá, com o tempo, garantir maior eficiência econômica²⁴ (GRUNDFEST, 1990, p. 110, tradução nossa).

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. Comparando os modelos de governança corporativa estabelecidos nos Estados Unidos, Alemanha e Japão, Roe (1993) conclui

A maneira americana, através de fracos intermediários em mercado de valores mobiliários bem desenvolvido é apenas uma das formas. Outra é via fortes intermediários, como os da Alemanha e do Japão, que não só movem fundos para as empresas, mas também compartilham poder com os gerentes. A força dos intermediários financeiros é um produto não só da evolução econômica, mas também da história, política e cultura. Como

²⁴ Legislators and regulators can generate, exacerbate, and reallocate the costs and benefits associated with agency problems for the benefit of politically favored constituencies. From this perspective, agency problems are entitlements to be allocated through the political process and not the natural by products of specialization in the corporate form. Accordingly, there is no reason to believe that corporate agency problems can be resolved in an economically rational manner, or that the corporate governance process will, over time, tend toward greater economic efficiency (GRUNDFEST, 1990, p. 110).

já argumentado, políticos americanos induzem leis que fragmentam instituições, seus portfólios, e sua capacidade para cooperar, impossibilitando a alternativa institucional. Na Alemanha e Japão, as estruturas de propriedade são diferentes, as estruturas corporativas em que os CEO's estão embutidos são diferentes, as instituições financeiras são diferentes, e as regras que regem os intermediários financeiros são diferentes²⁵.

Na prática, apesar de distintas, as forças políticas na Alemanha e Japão influenciam os intermediários financeiros e a estrutura corporativa. Na Alemanha, o poder dos bancos é grande, uma vez que a principal fonte de capitalização das empresas no longo prazo é o crédito bancário, fazendo com que, de forma geral, o mercado de capitais tenha reduzida expressão. Esse fato ocasiona uma estrutura patrimonial concentrada e uma sobreposição entre propriedade e controle, uma vez que os bancos monitoram os interesses dos credores, de um lado, e dos acionistas, de outro. Semelhante ao modelo estabelecido na Alemanha, no modelo japonês os bancos também representam importantes financiadores. No entanto, prevalece o Keiretsu²⁶ horizontalmente integrado, que representa, em verdade, mais do que um conglomerado econômico, por influenciar a organização e o tipo de gestão estabelecida. Empresas em nações que historicamente toleram, ou mesmo, incentivam grandes centros de poder econômico privado evoluem de maneira diferente do que empresas em países que repetidamente fragmentam instituições financeiras, seus portfólios, e sua capacidade de gerenciar blocos de ações (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.

²⁵ “The American way, via weak intermediaries in a well-developed securities market is only one. Another is via strong intermediaries, like those in Germany and Japan, which not only move funds to firms, but also share power with managers. The strength of financial intermediaries is a product not just of economic evolution, but of history, politics, and culture. As I have argued before, American politics induced laws that fragmented institutions, their portfolios, and their ability to cooperate, precluding the institutional alternative. In Germany and Japan, the ownership structures are different, the corporate structures in which CEO's are embedded are different, the financial institutions are different, and the rules governing financial intermediaries are different”(ROE, 1993).

²⁶ Keiretsu: grupo de empresas ligadas pela posse cruzada de ações.

2.3 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 dezembro de 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.” (BOVESPA, 2006). Esses níveis são nível 1, nível 2, novo mercado, e o Bovespa Mais.

Segundo a BM&FBovespa:

Empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance. Além disso, proporcionam os seguintes benefícios:

- (I) “aos investidores: maior precisão na precificação das ações; Melhora no processo de acompanhamento e fiscalização; maior segurança quanto aos direitos societários; redução de risco.
- (II) às empresas: melhora da imagem institucional; maior demanda por suas ações; valorização das ações; menor custo de capital.
- (III) ao mercado acionário: aumento de liquidez; aumento de emissões; canalização da poupança na capitalização das empresas.
- (IV) ao Brasil: Empresas mais fortes e competitivas; dinamização da economia (BOVESPA, 2006, p.10).

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. 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, CVM e outros órgãos regulamentadores.

Quadro 6 - Diferenciação de segmentos da BM&FBovespa

ITEM		<u>NOVO MERCADO</u>	<u>NÍVEL 2</u>	<u>NÍVEL 1</u>	TRADICIONAL
1	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
2	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
3	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)
4	Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
5	Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON 80% para ações PN	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
6	Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

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

Ao traçar um comparativo entre os critérios diferenciadores dos segmentos e o *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa* do IBGC e as recomendações da CVM sobre governança corporativa, observa-se que:

- a) Em relação aos itens 1, percentual mínimo de ações em circulação (free float), e 2, características das ações emitidas, observam-se as seguintes recomendações:

“Conceito” uma ação = um voto

O direito de voto deverá ser assegurado a todos os sócios, independentemente da espécie ou classe de suas ações/quotas e na proporção destas. Assim, uma ação/quota deverá assegurar o direito a um

voto. Esse princípio deve valer para todos os tipos de sociedades e demais organizações, no que couber” (IBGC, 2007, p. 11).

“Dispersão das ações (free float)⁴

As companhias de capital aberto devem esforçar-se para manter em circulação o maior número possível de ações e estimular a sua dispersão, em benefício da liquidez desses títulos”(IBGC,2007, p. 17).

“Proporção de ações ordinárias e preferenciais

As companhias abertas constituídas antes da entrada em vigor da Lei nº. 10.303/2001 não devem elevar a proporção de ações preferenciais acima do limite de 50%, que foi estabelecido pela referida lei para novas companhias abertas. Companhias que já tenham mais de 50% de seu capital representado por ações preferenciais não devem emitir novas ações dessa espécie” (CVM, 2002, p. 8).

b) Em relação ao item 3 – Conselho de Administração:

“O número de membros do Conselho de Administração deve variar entre 5 e 9 conselheiros, dependendo do perfil da sociedade”²⁷ (IBGC, 2007, p. 23).

“O conselho de administração deve ter de cinco a nove membros tecnicamente qualificados, com pelo menos dois membros com experiência em finanças e responsabilidade de acompanhar mais detalhadamente as práticas contábeis adotadas. O conselho deve ter o maior número possível de membros independentes da administração da companhia” (CVM, 2002, p. 4).

“O conselheiro deve buscar a máxima independência possível em relação ao acionista, grupo acionário ou parte interessada que o tenha indicado ou eleito para o cargo, consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade refere-se ao conjunto de todos os sócios” (IBGC, 2007, p. 25).

“Conselheiros independentes, externos e internos
Há três classes de conselheiros: Independentes, externos[...] e internos” (IBGC, 2007, p. 24).

c) Em relação ao item 4 – Demonstrações financeiras anuais em padrão internacional:

“Padrões internacionais de contabilidade

As sociedades devem reconhecer as tendências internacionais e as exigências do mercado e preparar as demonstrações financeiras também de acordo com os padrões de contabilidade internacionalmente aceitos. (IBGC, 2007, p. 34)”

²⁷ Segundo o art. 140 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, “o conselho de administração será composto por, no mínimo, 3 (três) membros, eleitos pela assembléia-geral e por ela destituíveis a qualquer tempo.”

“Informações Contábeis

A companhia deve adotar, além dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil, normas internacionais de contabilidade promulgadas pelo International Accounting Standards Board (IASB) ou utilizadas nos Estados Unidos da América (United States Generally Accepted Accounting Principles-US GAAP), atestados por auditor independente” (CVM, 2002, p. 11).

d) Em relação ao item 5 - Concessão de tag along

“Equidade

Caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais "partes interessadas" (stakeholders), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis” (IBGC, 2007, p. 10).

“A alienação de ações representativas do controle da companhia somente deve ser contratada sob a condição de que o adquirente realize oferta pública de aquisição de todas as demais ações da companhia pelo mesmo preço, independente de espécie ou classe”²⁸ (CVM, 2002, p. 6).

e) Em relação ao item 6 - Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado²⁹**“1.9 Arbitragem**

Os conflitos entre sócios, e entre estes e a sociedade, devem ser resolvidos preferencialmente por meio de arbitragem. Isso deve constar do estatuto e do compromisso a ser firmado individualmente, em termo próprio (IBGC, 2007, p. 16).

III. 6 O estatuto da companhia deve estabelecer que as divergências entre acionistas e companhia ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários serão solucionadas por arbitragem” (CVM, 2002, p. 8).

Além dos itens das recomendações da CVM e do IBGC, destacados por estarem diretamente relacionados aos critérios diferenciadores dos segmentos de governança corporativa da

28 “Tag-along para Companhias Constituídas antes da Entrada em Vigor da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 - De acordo com a lei, o adquirente é obrigado a fazer oferta pública de aquisição das ações ordinárias não integrantes do bloco de controle por, no mínimo, 80% do preço pago por cada ação de controle.

Tag-along para Companhias Constituídas Após a Entrada em Vigor da Lei nº 10.303/2001- Para companhias constituídas após a entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001, o adquirente deve oferecer o mesmo preço pago pelas ações de controle a todas as classes ou espécies de ações.

O objetivo é que companhias novas se constituam de forma a superar a recomendação III.2, garantindo tratamento igual a todos os acionistas na troca de controle, sejam eles minoritários ou controladores, independente de espécie ou classe” (CVM, 2002, p. 6).

²⁹ Câmara de Arbitragem do Mercado. Segundo seu regulamento, a Câmara de Arbitragem da BM&FBovespa, tem a finalidade de atuar na composição de conflitos que possam surgir nos segmentos especiais de listagem da Bovespa. Assim, com regras próprias, será “uma alternativa para solução de controvérsias, com a vantagem de trazer mais agilidade e economia, menos formalismo, além de árbitros especializados nas matérias a serem discutidas” (BM&FBOVESPA, p. 5).

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

Para a condução da pesquisa e o alcance dos objetivos, adotou-se uma abordagem quantitativa, pela necessidade de se “obter estimativas quantitativas das magnitudes de propriedades ou características apresentadas por grupos ou indivíduos” (KERLINGER, 1980, p. 29). Dado o objetivo principal da pesquisa de analisar o impacto da adesão de cada empresa em um nível diferenciado de governança corporativa da BM&FBovespa no seu desempenho, bem como de realizar uma análise comparativa das empresas listadas em níveis diferenciados, o estudo quantitativo revelou-se adequado.

Considerando todas as empresas com governança corporativa diferenciada listadas 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 listadas em níveis diferenciados de governança corporativa do segmento de Energia elétrica. 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, o que reduziu o para 7 empresas o número de empresas selecionadas, sendo 3 pertencentes ao nível 1 de governança corporativa e 4 ao novo 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 ³⁰	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 ECONOMÁTICA³¹, 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 quarto 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

³⁰ O código de negociação será utilizado para identificar a empresa ao longo das análises.

³¹ A base de dados do sistema Economática constitui-se de informações históricas sobre todas as empresas listadas na BMFBovespa, dentre as quais se destacam no contexto dessa pesquisa: demonstrativos financeiros trimestrais, cotações diárias das ações e indicadores financeiros.

considerados dados das empresas de outubro de 2006, mês a partir do qual todas as empresas da 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 a 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 contábeis³² 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

AT: ativo total

³² A Medida Provisória 449, de 3 de dezembro de 2008, alterou a nomenclatura das componentes do balanço patrimonial. No entanto, no presente estudo, por considerar os balanços publicados antes dessa alteração, foi mantida a nomenclatura anterior, ou seja, a utilizada nos balanços das empresas analisadas.

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

VCDP: 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:

(1) Margem líquida

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

(2) Retorno sobre o PL - ROE:

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

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

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

(4) 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. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

A análise de dados foi dividida em duas partes. Na primeira parte, comparou-se o desempenho das empresas antes e depois da adesão a níveis diferenciados de governança e na segunda parte, procedeu-se a análise comparativa do grupo de empresas listadas no nível 1 de governança corporativa com o grupo de empresas listadas no novo mercado.

Na condução dos testes das duas partes, foram utilizados testes de hipótese, processados no SPSS, considerando as variáveis descritas na seção 3.3.

4.1 Comparativo do desempenho das empresas antes e depois da adesão níveis diferenciados de governança corporativa

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.

Nessa parte dos testes, foram excluídas as empresas CPFL Energia e EDP Energias do Brasil. As duas já abriram capital com a adesão a níveis diferenciados de governança corporativa, o que impossibilitou a comparação de seu desempenho antes e depois da adesão. Na CPFL Energia, a oferta pública inicial (IPO) na BM&FBOVESPA³³ ocorreu em setembro de 2004.

³³ Informação obtida no site da empresa. Acesso em abril de 2009
<<http://www.cpfl.com.br/HistóriaCPFLEnergia/tabid/106/Default.aspx>>

A EDP Energias do Brasil³⁴ abriu seu capital no novo mercado da BM&FBOVESPA em julho de 2005.

4.1.1. Comparativo do desempenho com base em cinco variáveis - Q de Tobin, Margem líquida, ROE, EBTIDA e ROI.

a) Análise de normalidade

Antes de proceder ao teste de hipóteses de diferença de média, verificou-se primeiramente se os dados seguem uma distribuição normal. Para analisar se os dados estão distribuídos conforme a curva normal e se possui suas propriedades – forma de sino, simetria, correspondências de medidas de tendência central – foi utilizada a análise univariada dos padrões de assimetria e curtose. Assimetria diz respeito ao fato de a tendência dos desvios, a contar da média, ser maior numa direção do que em outra. A curtose refere-se ao menor ou maior achatamento da curva dos dados. Uma distribuição normal é simétrica e possui curtose igual a zero (ANDERSON; SWEENEY; WILLIAMS, 2009). Se o teste de significância apresenta valor superior a 1% tanto para a assimetria quanto para a curtose, pode-se atestar a normalidade dos dados.

Tabela 2 - Análise da assimetria e curtose para Cia Energética de Minas Gerais (CMIG3)

Variável	Período	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
Q de Tobin	Antes	8	1,461	0,752	1,943	0,052	2,786	1,481	1,881	0,060
	Depois	8	-0,064	0,752	-0,085	0,932	-1,974	1,481	-1,333	0,183
Margem Líquida	Antes	8	-0,371	0,752	-0,494	0,622	-1,573	1,481	-1,062	0,288
	Depois	8	-0,743	0,752	-0,988	0,323	-1,554	1,481	-1,050	0,294
ROE	Antes	8	-0,024	0,752	-0,031	0,975	-0,216	1,481	-0,146	0,884
	Depois	8	-0,471	0,752	-0,626	0,532	-1,914	1,481	-1,293	0,196
EBTIDA	Antes	8	0,756	0,752	1,005	0,315	0,314	1,481	0,212	0,832
	Depois	8	0,759	0,752	1,009	0,313	0,423	1,481	0,285	0,775
ROI	Antes	8	0,256	0,752	0,340	0,734	-0,607	1,481	-0,410	0,682
	Depois	8	-0,436	0,752	-0,580	0,562	-2,032	1,481	-1,372	0,170

Fonte: Econômica

³⁴ Informação obtida junto ao site da empresa. Acesso em abril de 2009
<<http://www.energiasdobrasil.com.br/energia/empresa/perfil/perfil.asp>>

A Tabela 2 revela que as cinco variáveis analisadas para a Cia Energética de Minas Gerais (CMIG3), tanto antes da data de adesão quanto depois seguem uma distribuição normal.

Tabela 3 - Análise da assimetria e curtose para a Cia Energética de São Paulo (CESP3)

Variável	Período	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
Q de Tobin	Antes	8	1,509	0,752	2,007	0,045	1,282	1,481	0,866	0,387
	Depois	8	0,084	0,752	0,111	0,911	0,552	1,481	0,373	0,709
Margem Líquida	Antes	8	-0,851	0,752	-1,132	0,258	0,473	1,481	0,319	0,749
	Depois	8	-1,043	0,752	-1,387	0,165	-0,308	1,481	-0,208	0,835
ROE	Antes	8	-0,183	0,752	-0,243	0,808	-1,908	1,481	-1,289	0,198
	Depois	8	-0,637	0,752	-0,848	0,397	-0,831	1,481	-0,561	0,575
EBTIDA	Antes	8	-0,021	0,752	-0,028	0,977	-1,309	1,481	-0,884	0,377
	Depois	8	0,537	0,752	0,714	0,475	-0,902	1,481	-0,609	0,542
ROI	Antes	8	-0,134	0,752	-0,179	0,858	-1,938	1,481	-1,309	0,191
	Depois	8	-0,611	0,752	-0,812	0,417	-0,838	1,481	-0,566	0,572

Fonte: Economática

Assim como para a CMIG3, as variáveis analisadas para a empresa CESP3 também apresentam normalidade, tendo como base a assimetria e curtose tanto antes quanto depois da data de adesão, como exibe a Tabela 3.

Tabela 4 - Análise da assimetria e curtose para Centrais Elétricas Brasileiras S. A. (ELET3)

Variável	Período	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
Q de Tobin	Antes	8	-0,019	0,752	-0,025	0,980	-1,839	1,481	-1,241	0,214
	Depois	8	0,743	0,752	0,987	0,324	0,925	1,481	0,625	0,532
Margem Líquida	Antes	8	0,059	0,752	0,079	0,937	-1,295	1,481	-0,874	0,382
	Depois	8	-0,214	0,752	-0,284	0,776	-1,268	1,481	-0,856	0,392
ROE	Antes	8	0,225	0,752	0,300	0,764	-1,594	1,481	-1,076	0,282
	Depois	8	-0,091	0,752	-0,121	0,904	-1,171	1,481	-0,791	0,429
EBTIDA	Antes	8	-1,374	0,752	-1,826	0,068	1,555	1,481	1,050	0,294
	Depois	8	0,092	0,752	0,122	0,903	-2,287	1,481	-1,544	0,123
ROI	Antes	8	0,148	0,752	0,196	0,844	-1,665	1,481	-1,124	0,261
	Depois	8	-0,201	0,752	-0,267	0,790	-1,486	1,481	-1,003	0,316

Fonte: Economática

A Tabela 4 demonstra que a ELET3 apresenta distribuição normal para as cinco variáveis analisadas, tendo como base 1% de significância do valor z da assimetria e curtose.

Tabela 5- Análise da assimetria e curtose para a Light S. A. (LIGT3)

Variável	Período	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
Q de Tobin	Antes	8	-2,432	0,752	-3,234	0,001	6,245	1,481	4,217	0,000
	Depois	8	0,411	0,752	0,546	0,585	-2,028	1,481	-1,369	0,171
Margem Líquida	Antes	8	-0,505	0,752	-0,672	0,502	1,854	1,481	1,252	0,211
	Depois	8	0,176	0,752	0,234	0,815	-1,580	1,481	-1,067	0,286
ROE	Antes	8	-2,236	0,752	-2,974	0,003	5,961	1,481	4,025	0,000
	Depois	8	0,155	0,752	0,206	0,837	-1,103	1,481	-0,745	0,456
EBTIDA	Antes	8	0,028	0,752	0,037	0,970	-2,027	1,481	-1,369	0,171
	Depois	8	0,412	0,752	0,547	0,584	-1,802	1,481	-1,217	0,224
ROI	Antes	8	0,859	0,752	1,142	0,254	2,920	1,481	1,972	0,049
	Depois	8	0,471	0,752	0,626	0,531	-1,662	1,481	-1,123	0,262

Fonte: Economática

A Light S. A. apresenta um padrão um pouco diferente do restante das empresas analisadas no que tange à assimetria e curtose. O Q de Tobin e o ROE no período antes não mostraram evidências de que seguem uma distribuição normal. Entretanto, decidiu-se por prosseguir com as análises uma vez que, segundo Malhotra (2006), o Teste t é robusto em relação a desvios de normalidades.

Tabela 6 - Análise da assimetria e curtose para a Tractebel Energia S. A. (TBLE3)

Variável	Período	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
Q de Tobin	Antes	8	0,780	0,752	1,038	0,299	-0,001	1,481	0,000	1,000
	Depois	8	-0,266	0,752	-0,353	0,724	0,361	1,481	0,244	0,807
Margem Líquida	Antes	8	0,686	0,752	0,912	0,362	0,244	1,481	0,165	0,869
	Depois	8	2,014	0,752	2,678	0,007	4,472	1,481	3,020	0,003
ROE	Antes	8	0,220	0,752	0,292	0,770	-0,798	1,481	-0,539	0,590
	Depois	8	0,244	0,752	0,324	0,746	-1,448	1,481	-0,978	0,328
EBTIDA	Antes	8	-0,131	0,752	-0,175	0,861	-1,211	1,481	-0,818	0,414
	Depois	8	-0,047	0,752	-0,062	0,950	-1,178	1,481	-0,796	0,426
ROI	Antes	8	-0,001	0,752	-0,001	0,999	-1,272	1,481	-0,859	0,390
	Depois	8	0,146	0,752	0,194	0,846	-1,247	1,481	-0,842	0,400

Fonte: Economática

Assim como Light S.A., para a Tractebel Energia S. A. a margem líquida depois do período também mostrou evidência de que não se pode afirmar pertencer a uma distribuição normal. Entretanto, nesse caso também procedeu-se à análise do teste de hipótese.

b) Teste de hipótese para diferenças de média

Para verificar se a adesão a níveis diferenciados de governança corporativa implicou diferenças nas variáveis Q de Tobin, margem líquida, ROE, EBTIDA e ROI para as cinco empresas, foram aplicados testes t de diferenças de média para amostras pareadas. De acordo com Malhotra (2006), uma amostra é pareada quando os dados estão relacionados ao mesmo grupo de respondentes.

Nesse caso, o que foi comparado foram dados sobre as cinco variáveis definidas, levando em conta o período antes e depois para a mesma empresa. Assim, como as duas amostras analisadas são provenientes de uma mesma empresa, foram realizados testes t para amostras pareadas.

O objetivo do teste de diferença de média é fazer afirmações sobre médias de populações relacionadas (MALHOTRA, 2006). O autor ressalta que o teste t geralmente é aplicado quando o pesquisador não conhece o desvio padrão da população e a amostra é pequena.

Nesse caso, têm-se que:

$$H_0 : \mu_d = 0$$

$$H_1 : \mu_d \neq 0$$

Sendo d a diferença entre as médias populacionais comparadas. Considerando o nível de significância igual a 5%, se essa diferença for inferior a esse valor definido rejeita-se a hipótese nula de que a diferença de média é igual a zero. Rejeitar a hipótese nula significa afirmar que há diferença significativa na variável analisada antes e depois da adesão a níveis diferenciados de governança.

A Tabela 7 exibe a estatística descritiva (tamanho da amostra, média, desvio padrão e erro padrão) para as cinco variáveis analisadas separadas por período para a CMIG3.

Tabela 7 - Estatística descritiva para a Cia Energética de Minas Gerais (CMIG3)

Período	Q de Tobin		Margem líquida		ROE		EBTIDA		ROI	
	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
n	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Média	362,775	319,845	0,052	-0,007	0,014	-0,024	0,030	0,035	0,010	-0,008
DP	47,872	64,683	0,078	0,247	0,027	0,131	0,016	0,020	0,016	0,056
EP	16,925	22,869	0,027	0,088	0,009	0,046	0,006	0,007	0,006	0,020

Fonte: Economática

A Tabela 8 exibe os resultados do teste t para as cinco variáveis analisadas para a empresa Cia Energética de Minas Gerais (CMIG3). De acordo com os resultados observados, pode-se afirmar que não existem diferenças entre as médias de nenhuma das variáveis, levando-se em conta o período antes e depois da adesão em 17/10/2001.

Tabela 8 - Teste t de diferença de médias para a Cia Energética de Minas Gerais (CMIG3)

Variáveis	Teste t	GL	Sig.	Dif. Média	DP	EP das diferenças	Intervalo de confiança de 95% da diferença	
							Inferior	Superior
Q_Tobin	2,129	7	0,071	42,931	57,048	20,169	-4,762	90,623
MI	0,539	7	0,607	0,059	0,312	0,110	-0,201	0,320
ROE	0,688	7	0,514	0,038	0,156	0,055	-0,093	0,169
EBTIDA	-0,812	7	0,444	-0,006	0,020	0,007	-0,022	0,011
ROI	0,705	7	0,503	0,018	0,072	0,025	-0,042	0,078

Fonte: Economática

A Tabela 9 exibe a estatística descritiva (tamanho da amostra, média, desvio padrão e erro padrão) para as cinco variáveis analisadas separadas por período para a Cia Energética de São Paulo - CESP3.

Tabela 9 - Estatística descritiva para a Cia Energética de São Paulo (CESP3)

Período	Q_Tobin		MI		ROE		EBTIDA		ROI	
	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
n	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Média	70,881	481,903	-0,039	0,050	-0,005	0,005	0,028	0,026	-0,002	0,003
DP	28,811	113,085	0,193	0,070	0,021	0,011	0,018	0,016	0,008	0,006
EP	10,186	39,982	0,068	0,025	0,008	0,004	0,006	0,006	0,003	0,002

Fonte: Economática

A Tabela 10 exibe os resultados do Teste t para as cinco variáveis analisadas para a empresa Cia Energética de São Paulo (CESP3). De acordo com os resultados observados, pode-se afirmar que há diferenças entre as médias somente para a variável Q de Tobin, levando-se em conta o período antes e depois da adesão a níveis diferenciados de governança corporativa.

Tabela 10 - Teste t de diferença de médias para a Cia Energética de São Paulo (CESP3)

Variáveis	Teste t	GL	Sig.	Dif. Média	DP	EP das diferenças	Intervalo de confiança de 95% da diferença	
							Inferior	Superior
Q_Tobin	-10,106	7	0,000	-411,021	115,032	40,670	-507,191	-314,852
MI	-1,319	7	0,229	-0,089	0,191	0,068	-0,249	0,071
ROE	-1,277	7	0,242	-0,010	0,023	0,008	-0,029	0,009
EBTIDA	0,434	7	0,677	0,002	0,013	0,005	-0,009	0,013
ROI	-1,388	7	0,208	-0,004	0,009	0,003	-0,012	0,003

Fonte: Economática

A Tabela 11 exibe a estatística descritiva (tamanho da amostra, média, desvio padrão e erro padrão) para as cinco variáveis analisadas, separadas por período, para a ELET3.

Tabela 11 - Estatística descritiva para a Centrais Elétricas Brasileiras S. A. (ELET3)

Período	Q de Tobin		Margem líquida		ROE		EBTIDA		ROI	
	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
n	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Média	254,262	277,036	0,114	0,100	0,007	0,009	-0,007	0,007	0,006	0,007
DP	37,476	39,882	0,166	0,071	0,009	0,007	0,005	0,015	0,007	0,005
EP	13,250	14,101	0,059	0,025	0,003	0,003	0,002	0,005	0,003	0,002

Fonte: Economática

A Tabela 12 exibe os resultados do teste t para as cinco variáveis analisadas para a empresa Centrais Elétricas Brasileiras S. A. (ELET3). De acordo com os resultados observados, pode-se afirmar que não existem diferenças entre as médias de nenhuma das variáveis, levando-se em conta o período antes e depois da adesão.

Tabela 12 - Teste t de diferença de média para a Centrais Elétricas Brasileiras S. A.(ELET3)

Variáveis	Teste t	GL	Sig.	Dif. Média	DP	EP das diferenças	Intervalo de confiança de 95% da diferença	
							Inferior	Superior
Q_Tobin	-0,954	7	0,372	-22,774	67,552	23,883	-79,249	33,700
MI	0,305	7	0,769	0,014	0,132	0,047	-0,096	0,125
ROE	-0,675	7	0,522	-0,002	0,007	0,003	-0,008	0,004
EBTIDA	-2,320	7	0,053	-0,015	0,018	0,006	-0,030	0,000
ROI	-0,562	7	0,592	-0,001	0,005	0,002	-0,005	0,003

Fonte: Economática

A Tabela 13 exibe a estatística descritiva (tamanho da amostra, média, desvio padrão e erro padrão) para as cinco variáveis analisadas, separadas por período, para a Light S. A. (LIGT3).

Tabela 13 - Estatística descritiva para a Light S. A. (LIGT3)

Período	Q de Tobin		Margem líquida		ROE		EBTIDA		ROI	
	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
n	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Média	248,742	447,378	0,016	0,098	0,029	0,110	0,032	0,051	0,005	0,037
DP	68,035	217,252	0,021	0,121	0,111	0,202	0,026	0,030	0,011	0,057
EP	24,054	76,810	0,007	0,043	0,039	0,071	0,009	0,011	0,004	0,020

Fonte: Economática

A Tabela 14 exibe os resultados do teste t para as cinco variáveis analisadas para a empresa Light S. A.. De acordo com os resultados observados, pode-se afirmar que não existem

diferenças entre as médias de nenhuma das variáveis, levando-se em conta o período antes e depois da adesão, em 22/2/2006.

Tabela 14 - Teste t de diferença de média para a Light S. A. (LIGT3)

Variáveis	Teste t	GL	Sig.	Dif. Média	DP	EP das diferenças	Intervalo de confiança de 95% da diferença	
							Inferior	Superior
Q_Tobin	-2,140	7	0,070	-198,636	262,573	92,834	-418,153	20,880
MI	-2,119	7	0,072	-0,082	0,109	0,039	-0,173	0,010
ROE	-1,394	7	0,206	-0,081	0,165	0,058	-0,219	0,056
EBTIDA	-1,188	7	0,274	-0,019	0,044	0,016	-0,055	0,018
ROI	-1,821	7	0,111	-0,032	0,049	0,017	-0,073	0,009

Fonte: Econômica

A Tabela 15 exibe a estatística descritiva (tamanho da amostra, média, desvio padrão e erro padrão) para as cinco variáveis analisadas separadas por período para a Tractebel Energia S. A.

Tabela 15 - Estatística descritiva para a Tractebel Energia S. A. (TBLE3)

Período	Q de Tobin		Margem líquida		ROE		EBTIDA		ROI	
	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois	Antes	Depois
n	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Média	1035,656	2046,187	0,283	0,386	0,149	0,213	0,104	0,150	0,072	0,107
DP	239,919	183,932	0,040	0,070	0,080	0,103	0,047	0,069	0,039	0,048
EP	84,824	65,030	0,014	0,025	0,028	0,036	0,017	0,024	0,014	0,017

Fonte: Econômica

A Tabela 16 exibe os resultados do teste t para as cinco variáveis analisadas para a empresa Tractebel Energia S. A. De acordo com os resultados observados, pode-se afirmar que para todas as variáveis analisadas existem diferenças entre as médias, levando-se em conta o período antes e depois da adesão, ocorrida em 16/11/2005.

Tabela 16 - Teste t de diferença de média para a Tractebel Energia S. A. (TBLE3)

Variáveis	Teste t	GL	Sig.	Dif. Média	DP	EP das diferenças	Intervalo de confiança de 95% da diferença	
							Inferior	Superior
Q_Tobin	-22,160	7	0,000	-1010,531	128,983	45,602	-1118,363	-902,698
MI	-2,893	7	0,023	-0,103	0,101	0,036	-0,187	-0,019
ROE	-4,513	7	0,003	-0,064	0,040	0,014	-0,098	-0,031
EBTIDA	-4,016	7	0,005	-0,045	0,032	0,011	-0,072	-0,019
ROI	-3,704	7	0,008	-0,035	0,026	0,009	-0,057	-0,013

Fonte: Econômica

A Tabela 17 apresenta o resultado consolidado dos testes de hipótese realizados na seção 4.1.1. O resultado revela que no caso da empresa Cia. Energética de São Paulo (CESP3) a hipótese de que a média do Q de Tobin fosse igual para antes e depois do período não foi suportada, e todas as hipóteses referente à empresa Tractebel Energia S. A. também foram rejeitadas.

Tabela 17 - Testes de hipótese da seção 4.1.1

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

Fonte: Dados do Economática trabalhados pela autora

4.1.2. Comparativo do desempenho com base na rentabilidade

a) Análise de normalidade

A Tabela 18 exibe o teste de normalidade para a rentabilidade antes e depois da adesão a níveis diferenciados para as cinco empresas analisadas.

Tabela 18 - Análise da assimetria e curtose da variável rentabilidade

Empresa	Período	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
CMIG3	Antes	495	0,097	0,110	0,887	0,375	0,306	0,219	1,397	0,162
	Depois	498	-0,124	0,109	-1,135	0,256	0,462	0,218	2,116	0,034
CESP3	Antes	465	-0,003	0,113	-0,027	0,979	1,673	0,226	7,405	0,000
	Depois	479	0,449	0,112	4,025	0,000	10,367	0,223	46,555	0,000
ELET3	Antes	497	-0,189	0,110	-1,729	0,084	0,761	0,219	3,479	0,001
	Depois	491	0,421	0,110	3,822	0,000	2,646	0,220	12,028	0,000
LIGT3	Antes	498	0,507	0,109	4,631	0,000	2,086	0,218	9,552	0,000
	Depois	490	-0,548	0,110	-4,967	0,000	4,565	0,220	20,732	0,000
TBLE3	Antes	496	1,382	0,110	12,602	0,000	11,731	0,219	53,598	0,000
	Depois	496	-0,114	0,110	-1,043	0,297	1,743	0,219	7,964	0,000

Fonte: Economática

Os resultados mostram que praticamente todas as amostras violam o pressuposto da normalidade dos dados. Entretanto, como foi exposto anteriormente, Malhotra (2006) afirma que o teste t é robusto com relação à falta de normalidade das amostras analisadas, sendo possível prosseguir com as análises.

b) Teste de hipótese para diferenças de média

A Tabela 19 exibe a estatística descritiva (tamanho da amostra, média, desvio padrão e erro padrão) para a variável rentabilidade, separada por período, para as cinco empresas analisadas.

Tabela 19 - Estatística descritiva da variável rentabilidade

Empresa	Período	N	Média	Desvio Padrão	Erro Padrão
CMIG3	Antes	495	0,001	0,031	0,001
	Depois	498	0,000	0,030	0,001
CESP3	Antes	465	0,001	0,034	0,002
	Depois	479	0,001	0,032	0,001
ELET3	Antes	497	0,000	0,030	0,001
	Depois	491	0,000	0,027	0,001
LIGT3	Antes	498	-0,001	0,033	0,002
	Depois	490	0,001	0,032	0,001
TBLE3	Antes	496	0,002	0,036	0,002
	Depois	496	0,001	0,023	0,001

Fonte: Economática

A Tabela 20 exibe os resultados do teste t para a variável rentabilidade para as cinco empresas analisadas. De acordo com os resultados observados, pode-se afirmar que não existem diferenças entre a média de nenhuma das empresas levando-se em conta o período antes e depois da adesão a níveis diferenciados de governança corporativa.

Tabela 20 - Teste t de diferença de média para a variável rentabilidade

Empresa	Teste t	GL	Sig.	Dif. Média	DP da diferença	EP das diferença	Intervalo de confiança de 95% da diferença	
							Inferior	Superior
CMIG3	0,349	494	0,728	0,001	0,043	0,002	-0,003	0,004
CESP3	0,216	464	0,829	0,000	0,045	0,002	-0,004	0,005
ELET3	-0,193	490	0,847	0,000	0,039	0,002	-0,004	0,003
LIGT3	-1,102	489	0,271	-0,002	0,047	0,002	-0,006	0,002
TBLE3	0,304	495	0,761	0,001	0,043	0,002	-0,003	0,004

Fonte: Economática

A Tabela 21 apresenta o resultado dos testes de hipótese realizados na seção 4.1.2, que revelam que todas as hipóteses foram aceitas.

Tabela 21 - Testes de hipótese da seção 4.1.2

Variável	Empresas	Hipóteses	Resultado
Rentabilidade	CMIG3	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita
	CESP3	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita
	ELET3	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita
	LIGT3	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita
	TBLE3	$\mu_{\text{antes}} = \mu_{\text{depois}}$	Aceita

Fonte: Dados do Economática trabalhados pela autora

4.2 Comparativo do desempenho dos grupos de empresas do nível 1 e do novo mercado

A segunda parte dos testes compreendeu a análise comparativa dos grupos de empresas listadas em níveis diferenciados de governança corporativa. O objetivo aqui é verificar se há diferença no desempenho das empresas listadas em níveis diferenciados distintos. Conforme mostra a Tabela 22, o grupo 1 é formado pelas empresas que aderiram ao nível 1 de governança corporativa e o grupo 2, pelas empresas do novo mercado.

Tabela 22 - Grupos de empresas

Grupo	Razão social	Código de negociação	Nível - governança corporativa
1	Cia Energética de Minas Gerais - Cmig3	CMIG3	Nível 1
	Cia Energética de São Paulo	CESP33	Nível 1
	Centrais Elétricas Brasileiras S. A. - ELET3	ELET3	Nível 1
	CPFL Energia S.A.	CPFE3	Novo Mercado
2	EDP - Energias do Brasil S.A.	ENBR3	Novo Mercado
	Light S. A.	LIGT3	Novo Mercado
	Tractebel Energia S. A.	TBLE3	Novo Mercado

Fonte: BM&FBovespa

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.

4.2.1. 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) Análise de normalidade

A Tabela 23 exibe o teste de normalidade para os grupos com relação às cinco variáveis analisadas.

Tabela 23 - Análise da assimetria e curtose da variável rentabilidade

Medida	Grupo	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. Padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. Padrão	Valor z	Sig.
Q de Tobin	Nível 1	9	0,233	0,717	0,325	0,745	-1,652	1,400	-1,180	0,238
	Novo Mercado	9	0,107	0,717	0,149	0,882	-0,781	1,400	-0,558	0,577
Margem Líquida	Nível 1	9	-0,249	0,717	-0,347	0,728	-0,951	1,400	-0,680	0,497
	Novo Mercado	9	-0,328	0,717	-0,457	0,648	-0,681	1,400	-0,486	0,627
ROE	Nível 1	9	-0,377	0,717	-0,525	0,599	-1,151	1,400	-0,822	0,411
	Novo Mercado	9	0,747	0,717	1,041	0,298	0,253	1,400	0,181	0,857
EBTIDA	Nível 1	9	-0,249	0,717	-0,347	0,728	-1,133	1,400	-0,810	0,418
	Novo Mercado	9	-0,147	0,717	-0,206	0,837	-1,114	1,400	-0,796	0,426
ROI	Nível 1	9	-0,250	0,717	-0,348	0,728	-0,971	1,400	-0,694	0,488
	Novo Mercado	9	0,238	0,717	0,331	0,740	-0,263	1,400	-0,188	0,851

Fonte: Economática

Os resultados da Tabela 23 mostram que todas as amostras atendem ao pressuposto da normalidade dos dados.

b) Teste de hipótese para diferenças de média

Nessa segunda parte, será testada a existência de diferença de médias para os dois grupos de empresas. Nesse caso, o procedimento a ser adotado é um teste t para amostras

independentes. Segundo Malhotra (2006), uma amostra é independente quando é extraída aleatoriamente de populações diferentes. Para fins desta análise, os dados a serem comparados pertencem a grupos diferentes, uma vez que o grupo 1 é formado pelas empresas que aderiram ao nível 1 de governança corporativa e o grupo 2, por aquelas que aderiram ao novo mercado.

Quando as amostras são independentes, existem dois tipos de teste. O primeiro é utilizado quando existe igualdade de variância entre as duas amostras testadas. O segundo é utilizado quando inexiste essa igualdade. Dessa forma, é empregado o teste de Levine para verificar se as amostras possuem a mesma variância, ou não, a fim de se determinar o melhor método a ser utilizado na etapa seguinte. Malhotra (2006) revela as hipóteses subjacentes ao teste:

$$H_0 : \sigma_1^2 = \sigma_2^2$$

$$H_1 : \sigma_1^2 \neq \sigma_2^2$$

Caso a significância do teste seja inferior a 5%, rejeita-se a hipótese nula de que as variâncias são iguais.

O próximo passo é o teste da diferença das médias. Nesse caso, têm-se que:

$$H_0 : \mu_d = 0$$

$$H_1 : \mu_d \neq 0$$

Sendo que d significa a diferença entre as médias populacionais. Além disso, se a significância da estatística do teste for inferior a 5% rejeita-se a hipótese nula de que não existe diferença entre as médias.

A Tabela 24 mostra o teste de Levine empreendido para verificar se a variância das amostras a serem comparadas é igual. Os resultados revelam que as variáveis Q de Tobin, margem líquida e EBTIDA possuem variância igual para os grupos analisados e as variáveis ROE e ROI possuem variância diferente.

Tabela 24 - Teste de Levine para verificar homogeneidade da variância

Variáveis	Teste de Levine	
	F	Sig
Q de Tobin	0,364	0,555
Margem líquida	0,167	0,688
ROE	6,659	0,020
EBTIDA	4,418	0,052
ROI	6,617	0,020

Fonte: Economática

A Tabela 25 exibe a estatística descritiva (tamanho da amostra, média, desvio padrão e erro padrão) para as cinco variáveis analisadas com relação aos dois grupos.

Tabela 25 - Estatística descritiva das cinco variáveis

Medida	Grupo	n	Média	Desvio padrão	Erro padrão
Q de Tobin	Nível 1	9	469,361	54,259	18,086
	Novo Mercado	9	1023,899	70,030	23,343
Margem Líquida	Nível 1	9	0,098	0,031	0,010
	Novo Mercado	9	0,185	0,028	0,009
ROE	Nível 1	9	0,053	0,022	0,007
	Novo Mercado	9	0,152	0,079	0,026
EBTIDA	Nível 1	9	0,044	0,019	0,006
	Novo Mercado	9	0,098	0,038	0,013
ROI	Nível 1	9	0,020	0,008	0,003
	Novo Mercado	9	0,061	0,027	0,009

Fonte: Economática

Na Tabela 26 encontram-se os resultados no que tange à diferença de média entre os grupos 1 e 2 para as cinco variáveis pesquisadas. Os resultados revelam que todas as cinco variáveis apresentam médias diferentes para os dois grupos verificados.

Tabela 26- Teste de diferença de médias das cinco variáveis

Variáveis	Diferença do par		Intervalo de confiança de 95% da diferença				
	Média	Desvio padrão	Inferior	Superior	T	Gl	Sig.
Q de Tobin	-554,538	29,530	-617,457	-491,618	-18,779	15	0,000
Margem líquida	-0,087	0,014	-0,116	-0,057	-6,253	16	0,000
ROE	-0,099	0,027	-0,158	-0,041	-3,627	16	0,002
EBTIDA	-0,054	0,014	-0,085	-0,024	-3,850	12	0,002
ROI	-0,041	0,009	-0,060	-0,021	-4,327	16	0,001

Fonte: Economática

A Tabela 27 apresenta o resultado dos testes de hipótese realizados na seção 4.2.1, que revela que todas as hipóteses foram rejeitadas.

Tabela 27 - Testes de hipótese da seção 4.2.1

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 pela autora

4.2.2. Comparação do desempenho das empresas do nível 1 e das empresas do novo mercado com base em cinco variáveis - Q de Tobin, margem líquida, ROE, EBTIDA e ROI

De modo a entender o motivo de todas as hipóteses da seção 4.2.1 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)

a) Análise de normalidade

Para pertencer à distribuição normal, a variável deve apresentar uma significância do Valor Z superior a 1% tanto para assimetria quanto para curtose.

A Tabela 28 mostra que todas as variáveis para todas as empresas do nível 1 de governança corporativa seguem uma distribuição normal no que tange às cinco variáveis analisadas

Tabela 28 - Análise da assimetria e curtose para as empresas do nível 1.

(continua)

Variável	Empresa	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
Q de Tobin	CMIG3	9	-0,294	0,717	-0,410	0,682	0,078	1,400	0,056	0,956
	CESP3	9	-0,010	0,717	-0,015	0,988	-0,231	1,400	-0,165	0,869
	ELET3	8	0,044	0,752	0,059	0,953	-0,874	1,481	-0,590	0,555
Margem Líquida	CMIG3	9	-0,025	0,717	-0,035	0,972	-0,867	1,400	-0,619	0,536
	CESP3	9	-0,874	0,717	-1,218	0,223	-0,365	1,400	-0,261	0,794
	ELET3	8	0,314	0,752	0,417	0,676	-0,612	1,481	-0,413	0,679

(conclusão)										
ROE	CMIG3	9	-0,001	0,717	-0,002	0,999	-0,822	1,400	-0,587	0,557
	CESP3	9	-0,612	0,717	-0,853	0,394	-0,478	1,400	-0,341	0,733
	ELET3	8	1,148	0,752	1,527	0,127	1,580	1,481	1,067	0,286
EBTIDA	CMIG3	9	0,126	0,717	0,176	0,860	-0,539	1,400	-0,385	0,700
	CESP3	9	0,349	0,717	0,487	0,626	-0,832	1,400	-0,594	0,552
	ELET3	8	0,656	0,752	0,872	0,383	-0,884	1,481	-0,597	0,551
ROI	CMIG3	9	-0,337	0,717	-0,469	0,639	-1,095	1,400	-0,782	0,434
	CESP3	9	-0,583	0,717	-0,813	0,416	-0,484	1,400	-0,346	0,729
	ELET3	8	1,137	0,752	1,512	0,130	1,562	1,481	1,055	0,291

Fonte: Economática

Da mesma forma, verificou-se se as empresas que compõem o grupo novo mercado apresentam distribuição normal com relação as cinco variáveis pesquisadas. Os testes indicam que para as empresas do novo mercado todas as variáveis também seguem uma distribuição normal (TAB 29).

Tabela 29 - Análise da assimetria e curtose para as empresas do novo mercado

Variável	Empresa	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
Q de Tobin	CPFE3	9	0,411	0,717	0,574	0,566	-0,103	1,400	-0,074	0,941
	ENBR3	9	0,633	0,717	0,883	0,377	1,925	1,400	1,376	0,169
	LIGT3	9	-0,011	0,717	-0,015	0,988	-1,501	1,400	-1,072	0,284
	TBLE3	9	0,942	0,717	1,313	0,189	-0,002	1,400	-0,001	0,999
Margem Líquida	CPFE3	9	0,036	0,717	0,050	0,960	-0,799	1,400	-0,571	0,568
	ENBR3	9	-0,067	0,717	-0,093	0,926	-1,196	1,400	-0,855	0,393
	LIGT3	9	-0,589	0,717	-0,821	0,412	-1,057	1,400	-0,755	0,450
	TBLE3	9	0,914	0,717	1,274	0,203	-0,084	1,400	-0,060	0,952
ROE	CPFE3	9	0,151	0,717	0,211	0,833	-0,730	1,400	-0,522	0,602
	ENBR3	9	0,408	0,717	0,569	0,570	-1,270	1,400	-0,907	0,364
	LIGT3	9	-0,226	0,717	-0,315	0,753	-0,840	1,400	-0,600	0,548
	TBLE3	9	0,105	0,717	0,147	0,883	-1,115	1,400	-0,797	0,426
EBTIDA	CPFE3	9	-0,101	0,717	-0,141	0,888	-1,062	1,400	-0,758	0,448
	ENBR3	9	-0,329	0,717	-0,458	0,647	-1,428	1,400	-1,020	0,308
	LIGT3	9	-0,139	0,717	-0,194	0,846	-1,682	1,400	-1,202	0,229
	TBLE3	9	0,044	0,717	0,061	0,951	-1,076	1,400	-0,769	0,442
ROI	CPFE3	9	-0,075	0,717	-0,105	0,916	-1,213	1,400	-0,866	0,386
	ENBR3	9	0,339	0,717	0,472	0,637	-1,375	1,400	-0,982	0,326
	LIGT3	9	-0,104	0,717	-0,145	0,885	-1,559	1,400	-1,114	0,265
	TBLE3	9	0,260	0,717	0,363	0,716	-0,976	1,400	-0,697	0,486

Fonte: Economática

b) Análise de variância para verificar diferença de médias

O objetivo deste tópico é verificar se as empresas do mesmo grupo possuem médias diferentes com relação às variáveis analisadas. De acordo com Malhotra (2006), quando se pretende

testar diferença de média para mais de duas amostras independentes deve se utilizar a análise de variância (ANOVA para um fator).

Hair *et al.* (2005) afirmam que aplicar a análise de variância quando existe mais de três amostras é mais conveniente do que fazer n testes t par a par das variáveis independentes. Isso porque múltiplos testes t aumentam a taxa de erro tipo I, que é a chance de rejeitar H_0 quando essa de fato é verdadeira (ANDERSON; SWEENEY; WILLIAMS, 2009). Esse tipo de situação é evitado, porque, de acordo com Hair *et al.* (2005), múltiplas comparações de grupos de tratamento são feitas, determinando em um único teste se o conjunto inteiro de médias de amostras sugere que as amostras foram obtidas a partir da mesma população geral.

Nesse teste, duas estimativas independentes da variância para a variável dependente (a que se quer estudar) são comparadas entre as amostras, sendo que uma reflete a variabilidade geral de respondentes dentro dos grupos e outra representa as diferenças entre grupos atribuíveis aos efeitos de tratamento (HAIR *et al.*, 2005).

Na análise de variância, as hipóteses testadas são (ANDERSON, SWEENEY; WILLIAMS, 2009):

$$H_0 : \mu_1 = \mu_2 = \mu_3 = \dots = \mu_k$$

H_1 : Nem todas as médias populacionais são iguais

Para testar as hipóteses, 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). Tal cálculo é semelhante ao do valor t . A hipótese nula é rejeitada caso a estatística do teste seja inferior a 5%.

A Tabela 30 traz uma análise descritiva (tamanho da amostra – n , média, desvio padrão, erro padrão, intervalo de confiança da diferença das médias, e o valor mínimo e o máximo observado) para as cinco variáveis – Q de Tobin, margem líquida, ROE, EBTIDA e ROI para as três empresas do nível 1.

Tabela 30 - Análise descritiva para as empresas do nível 1

Variável	Empresa	n	Média	DP	E. Padrão	Intervalo de confiança de 95% da diferença		Mínimo	Máximo
						Inferior	Superior		
Q de Tobin	CMIG3	9	686,890	89,370	29,790	618,195	755,586	532,708	827,346
	CESP3	9	457,495	128,652	42,884	358,605	556,386	262,236	674,852
	ELET3	8	244,599	21,462	7,588	226,657	262,541	213,210	273,409
	Total	26	471,395	203,047	39,821	389,382	553,407	213,210	827,346
Margem Líquida	CMIG3	9	0,182	0,014	0,005	0,171	0,193	0,160	0,202
	CESP3	9	0,047	0,066	0,022	-0,004	0,098	-0,061	0,130
	ELET3	8	0,067	0,054	0,019	0,022	0,112	-0,006	0,152
	Total	26	0,100	0,078	0,015	0,068	0,131	-0,061	0,202
ROE	CMIG3	9	0,136	0,061	0,020	0,089	0,183	0,051	0,228
	CESP3	9	0,005	0,010	0,003	-0,003	0,012	-0,012	0,017
	ELET3	8	0,012	0,012	0,004	0,002	0,022	-0,001	0,037
	Total	26	0,053	0,072	0,014	0,024	0,081	-0,012	0,228
EBTIDA	CMIG3	9	0,078	0,034	0,011	0,051	0,104	0,029	0,136
	CESP3	9	0,026	0,015	0,005	0,015	0,038	0,008	0,052
	ELET3	8	0,024	0,011	0,004	0,015	0,033	0,011	0,041
	Total	26	0,044	0,034	0,007	0,030	0,057	0,008	0,136
ROI	CMIG3	9	0,048	0,021	0,007	0,032	0,064	0,017	0,074
	CESP3	9	0,003	0,005	0,002	-0,001	0,007	-0,006	0,009
	ELET3	8	0,008	0,008	0,003	0,001	0,015	-0,001	0,024
	Total	26	0,020	0,025	0,005	0,010	0,030	-0,006	0,074

Fonte: Economática

Na Tabela 31 podem-se verificar os resultados da análise de variância para cada uma das cinco variáveis com relação às empresas do nível 1. Verifica-se que para nenhuma das variáveis Q de Tobin, margem líquida, ROE, EBTIDA e ROI pode-se afirmar que as empresas CMIG3, CESP3 e ELET3 apresentam médias iguais.

Tabela 31 - Análise da variância para as empresas do nível 1

Variável	ANOVA	Soma dos quadrados	Gl	Média dos quadrados	F	Sig.
Q de Tobin	Dentro do grupo	831174,83	2	415587,41	47,905	0,000
	Entre os grupos	199530,61	23	8675,24		
	Total	1030705,4	25			
Margem Líquida	Dentro do grupo	0,0950141	2	0,05	19,040	0,000
	Entre os grupos	0,0573886	23	0,00		
	Total	0,1524026	25			
ROE	Dentro do grupo	0,0966372	2	0,05	35,140	0,000
	Entre os grupos	0,0316259	23	0,00		
	Total	0,1282632	25			
EBTIDA	Dentro do grupo	0,0162676	2	0,01	15,439	0,000
	Entre os grupos	0,0121168	23	0,00		
	Total	0,0283844	25			
ROI	Dentro do grupo	0,0110032	2	0,01	30,704	0,000
	Entre os grupos	0,0041211	23	0,00		
	Total	0,0151243	25			

Fonte: Economática

A Tabela 32 apresenta as estatísticas descritivas (tamanho da amostra – n, média, desvio padrão, erro padrão, intervalo de confiança da diferença das médias e valor mínimo e valor máximo observado) para as quatro empresas do novo mercado no que tange às cinco variáveis analisadas.

Tabela 32 - Análise descritiva para as empresas do novo mercado

Variável	Empresa	n	Média	DP	E. Padrão	Intervalo de confiança de 95% da diferença		Mínimo	Máximo
						Inferior	Superior		
Q de Tobin	CPFE	9	1075,423	91,022	30,341	1005,457	1145,388	954,782	1241,575
	ENBR	9	509,699	85,846	28,615	443,712	575,686	375,104	685,010
	LIGT3	9	483,226	178,252	59,417	346,209	620,243	247,664	717,942
	TBLE3	9	2027,247	106,890	35,630	1945,084	2109,410	1922,978	2231,237
	Total	36	1023,899	645,106	107,518	805,626	1242,171	247,664	2231,237
Margem Líquida	CPFE	9	0,162	0,036	0,012	0,135	0,190	0,110	0,220
	ENBR	9	0,094	0,022	0,007	0,077	0,111	0,061	0,128
	LIGT3	9	0,125	0,115	0,038	0,036	0,213	-0,061	0,265
	TBLE3	9	0,357	0,030	0,010	0,334	0,380	0,324	0,411
	Total	36	0,185	0,120	0,020	0,144	0,225	-0,061	0,411
ROE	CPFE	9	0,186	0,091	0,030	0,116	0,256	0,052	0,332
	ENBR	9	0,068	0,029	0,010	0,046	0,091	0,033	0,112
	LIGT3	9	0,130	0,191	0,064	-0,018	0,277	-0,173	0,404
	TBLE3	9	0,226	0,101	0,034	0,148	0,303	0,081	0,371
	Total	36	0,152	0,128	0,021	0,109	0,196	-0,173	0,404
EBTIDA	CPFE	9	0,116	0,053	0,018	0,075	0,157	0,036	0,194
	ENBR	9	0,058	0,021	0,007	0,042	0,075	0,027	0,083
	LIGT3	9	0,056	0,029	0,010	0,035	0,078	0,016	0,093
	TBLE3	9	0,162	0,064	0,021	0,113	0,211	0,068	0,250
	Total	36	0,098	0,062	0,010	0,077	0,119	0,016	0,250
ROI	CPFE	9	0,064	0,031	0,010	0,040	0,087	0,017	0,105
	ENBR	9	0,028	0,012	0,004	0,019	0,037	0,013	0,045
	LIGT3	9	0,046	0,054	0,018	0,005	0,088	-0,029	0,121
	TBLE3	9	0,105	0,046	0,015	0,070	0,140	0,042	0,177
	Total	36	0,061	0,047	0,008	0,045	0,077	-0,029	0,177

Fonte: Economática

A Tabela 33 mostra os resultados da análise de variância para as empresas do novo mercado no que tange às seis variáveis analisadas. Verifica-se que, assim como ocorreu com as empresas do nível 1, para nenhuma das variáveis Q de Tobin, margem líquida, ROE, EBTIDA, e ROI pode-se afirmar que as quatro empresas do novo mercado apresentam médias iguais.

Tabela 33 - Análise da variância para as empresas do novo mercado

Variável	ANOVA	Soma dos quadrados	Gl	Média dos quadrados	F	Sig.
Q de Tobin	Dentro do grupo	14094815,07	3	4698271,69	319,317	0,000
	Entre os grupos	470831,99	32	14713,50		
	Total	14565647,06	35			
Margem Líquida	Dentro do grupo	0,38	3	0,13	31,771	0,000
	Entre os grupos	0,13	32	0,00		
	Total	0,51	35			
ROE	Dentro do grupo	0,13	3	0,04	3,016	0,044
	Entre os grupos	0,45	32	0,01		
	Total	0,57	35			
EBTIDA	Between Groups	0,07	3	0,02	11,244	0,000
	Within Groups	0,07	32	0,00		
	Total	0,13	35			
ROI	Between Groups	0,03	3	0,01	6,472	0,002
	Within Groups	0,05	32	0,00		
	Total	0,08	35			

Fonte: Dados do Economática

A Tabela 34 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 34 - Testes de hipótese da seção 4.2.2

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 pela autora

De acordo com Hair *et al.* (2005), observações atípicas, ou *outliers* de natureza problemática, não são representativas da população e podem distorcer seriamente os testes estatísticos. Dessa forma, decidiu-se verificar a existência de algum *outlier*.

Neste trabalho optou-se por trabalhar com gráficos que mostram em que ponto a média de cada empresa (do nível 1 e do novo mercado) está localizada para cada variável, de forma a verificar algum padrão atípico.

O Gráfico 1 apresenta a dispersão das médias das empresas para a variável Q de Tobin. Verifica-se que a média da empresa TBLE3 está bem mais distante do restante das empresas que compõem o seu grupo, representando um padrão atípico.

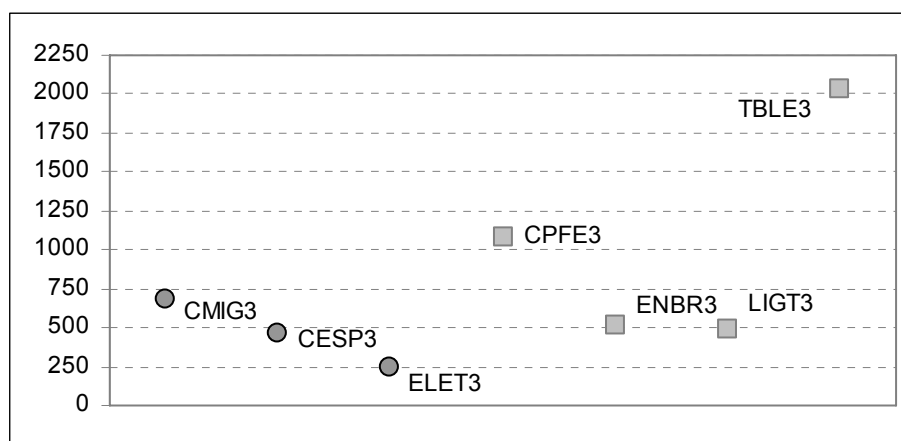


Gráfico 1 - Média das empresas analisada para o Q de Tobin

Fonte: Economática

Legenda: As empresas representadas por “circunferências” pertencem ao nível 1 e as empresas representadas por “quadrados” pertencem ao novo mercado.

O Gráfico 2 mostra a dispersão das médias das empresas com base na variável margem líquida. A empresa TBLE3 mostrou o mesmo comportamento atípico para a margem líquida, comparado ao Q de Tobin.

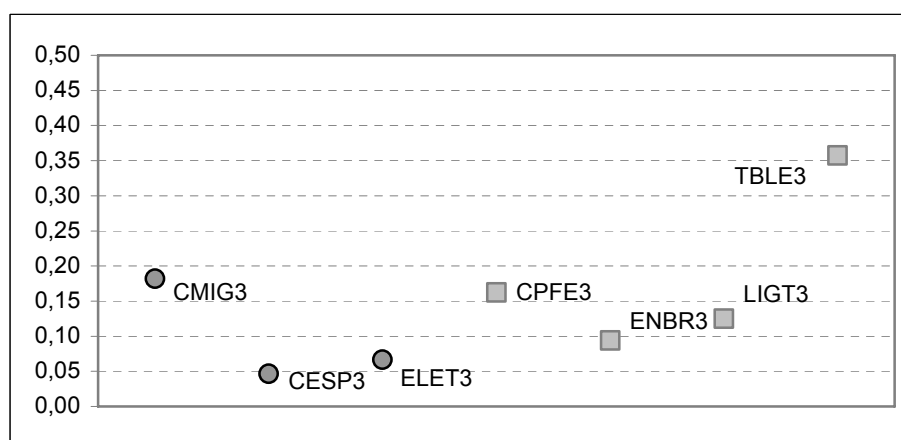


Gráfico 2 - Média das empresas analisada para a margem líquida

Fonte: Economática

Legenda: As empresas representadas por “circunferências” pertencem ao nível 1 e as empresas representadas por “quadrados” pertencem ao novo mercado.

O Gráfico 3 mostra o resultado para a variável ROE. Verifica-se que, mais uma vez, a empresa TBLE3 apresenta comportamento atípico em relação às empresas de seu grupo e, mesmo, do outro grupo.

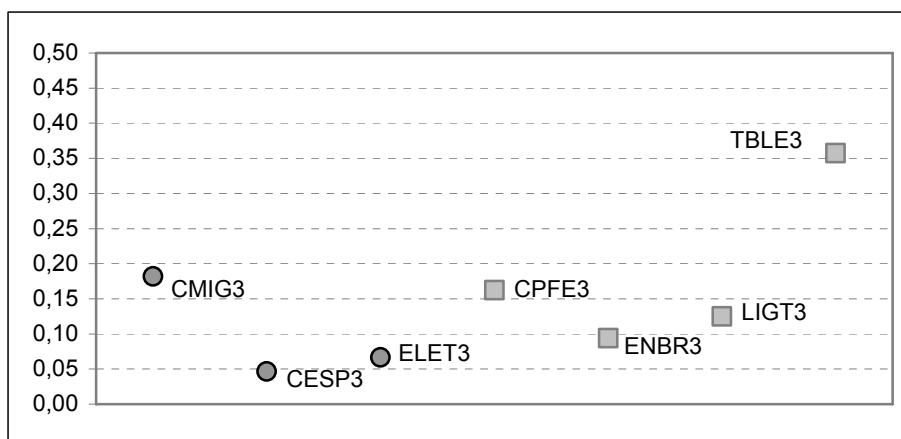


Gráfico 3 - Média das empresas analisada para o ROE

Fonte: Economática

Legenda: As empresas representadas por “circunferências” pertencem ao nível 1 e as empresas representadas por “quadrados” pertencem ao novo mercado.

A dispersão das médias das empresas para a variável EBTIDA é exibida no Gráfico 4. Verifica-se que a TBLE3 apresenta-se distante das outras empresas, ainda que seja em menor escala. Entretanto, vale ressaltar que tal distância parece menor porque a variabilidade dentro da variável para as outras empresas também é menor.

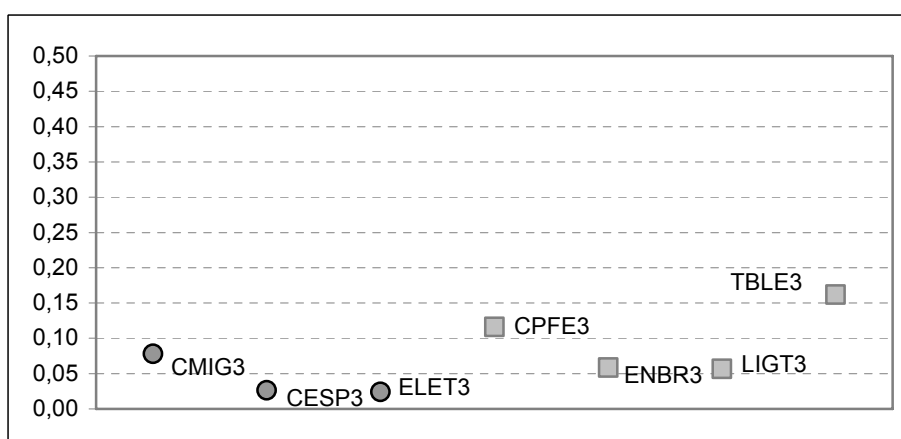


Gráfico 4 - Média das empresas analisada para o EBTIDA

Fonte: Economática

Legenda: As empresas representadas por “circunferências” pertencem ao nível 1 e as empresas representadas por “quadrados” pertencem ao novo mercado.

Por fim, o comportamento das médias das empresas para a variável ROI é apresentado no Gráfico 5. Verifica-se o mesmo observado na variável EBTIDA. A variabilidade dentro da variável é menor, e por isso a empresa TBLE3 não parece tão distante das outras, como nas três primeiras variáveis. Entretanto, optou-se por considerar o comportamento de dispersão da TBLE3 para essa variável também como um *outlier*, a fim de que análise desenvolvida no item seguinte considerasse as mesmas empresas para análise de todas as variáveis.

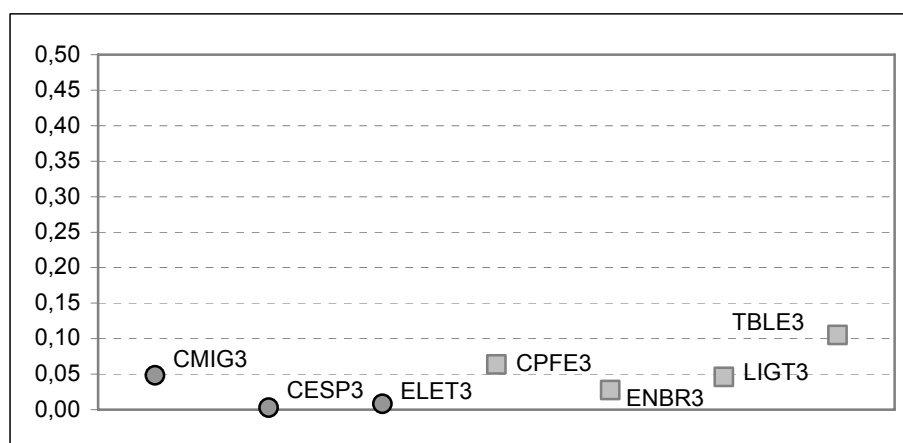


Gráfico 5 - Média das empresas analisada para o ROI

Fonte: Economática

Legenda: As empresas representadas por “circunferências” pertencem ao nível 1 e as empresas representadas por “quadrados” pertencem ao novo mercado

4.2.3. Comparação do desempenho das empresas do nível 1 em relação ao novo mercado, excluindo a empresa TBLE3 com base em cinco variáveis escolhidas

Devido aos resultados encontrados na seção 4.2.2, decidiu-se comparar o desempenho do grupo de empresas do nível 1 e do novo mercado excluindo a empresa TBLE3 do último grupo. Em verdade, essa proposta consiste em refazer o teste proposto na seção 4.2.1 com a exclusão da TBLE3. Dessa forma, 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.

a) Análise de normalidade

Verifica-se, tendo como base a Tabela 35, que todas as variáveis apresentam evidências de pertencer à distribuição normal para ambos os grupos analisados.

Tabela 35 - Assimetria e curtose para o grupo nível 1 e novo mercado

Medida	Grupo	n	Assimetria				Curtose			
			Estat.	E. Padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. Padrão	Valor z	Sig.
Q de Tobin	Nível 1	9	0,233	0,717	0,325	0,745	-1,652	1,400	-1,180	0,238
	Novo Mercado	9	-0,212	0,717	-0,295	0,768	-1,439	1,400	-1,028	0,304
Margem Líquida	Nível 1	9	-0,249	0,717	-0,347	0,729	-0,951	1,400	-0,680	0,497
	Novo Mercado	9	-0,303	0,717	-0,422	0,673	-0,778	1,400	-0,556	0,578
ROE	Nível 1	9	-0,377	0,717	-0,525	0,600	-1,151	1,400	-0,822	0,411
	Novo Mercado	9	0,727	0,717	1,014	0,311	-0,238	1,400	-0,170	0,865
EBTIDA	Nível 1	9	-0,249	0,717	-0,347	0,729	-1,133	1,400	-0,810	0,418
	Novo Mercado	9	-0,182	0,717	-0,254	0,800	-1,092	1,400	-0,780	0,435
ROI	Nível 1	9	-0,249	0,717	-0,348	0,728	-0,972	1,400	-0,695	0,487
	Novo Mercado	9	0,548	0,717	0,764	0,445	-0,612	1,400	-0,437	0,662

Fonte: Dados do Economática

b) Teste de diferença de média

Antes de aplicar o teste de diferença de médias, foi verificado se a variância do nível 1 é igual à do novo mercado. Os resultados mostram que as variáveis Q de Tobin, margem líquida e EBTIDA apresentam variâncias semelhantes e que as variáveis ROE e ROI apresentam variâncias diferentes. Tais informações foram levadas em conta para escolher o teste de diferença de média a realizar (TAB 36).

Tabela 36 - Teste de Levine para verificar homogeneidade da variância das cinco variáveis a serem comparadas

Variáveis	Teste de Levine	
	F	Sig
Q de Tobin	2,255	0,153
Margem líquida	0,686	0,420
ROE	10,024	0,006
EBTIDA	2,454	0,137
ROI	8,709	0,009

Fonte: Dados do Economática

A Tabela 37 traz a estatística descritiva dos grupos nível 1 e novo mercado, tendo como base o tamanho da amostras, a média, o desvio padrão e o erro padrão.

Tabela 37 - Estatística descritiva das cinco variáveis para as empresas do nível 1 e do novo mercado (com exceção da Tractebel)

Variável	Grupo	n	Média	Desvio Padrão	Erro Padrão
Q de Tobin	Nível 1	9	469,360	54,258	18,086
	Novo Mercado	9	689,449	77,912	25,971
Margem Líquida	Nível 1	9	0,098	0,031	0,010
	Novo Mercado	9	0,127	0,044	0,015
ROE	Nível 1	9	0,053	0,022	0,007
	Novo Mercado	9	0,128	0,084	0,028
EBTIDA	Nível 1	9	0,044	0,019	0,006
	Novo Mercado	9	0,077	0,031	0,010
ROI	Nível 1	9	0,020	0,008	0,003
	Novo Mercado	9	0,046	0,026	0,009

Fonte: Dados do Economática

A Tabela 38 apresenta os resultados para o teste de diferença de médias entre os grupos nível 1 e novo mercado. Dessa vez, apenas para a variável Q de Tobin os grupos apresentaram médias diferentes. Tal comportamento pode ser resultado do fato de o Q de Tobin da empresa CPFE3 também estar distante das outras duas – ENBR3 e LIGT3.

Tabela 38 - Teste de diferença das médias das cinco variáveis para as empresas do nível 1 e do novo mercado (com exceção da Tractebel)

Variáveis	Diferença do par		Intervalo de confiança de 95% da diferença				
	Média	Desvio Padrão	Inferior	Superior	T	Gl	Sig.
Q de Tobin	-220,089	31,648	-287,179	-152,999	-6,954	16	0,000
Margem líquida	-0,029	0,018	-0,067	0,009	-1,642	16	0,120
ROE	-0,029	0,018	-0,067	0,009	-1,642	14	0,122
EBTIDA	-0,033	0,012	-0,059	-0,008	-2,757	16	0,014
ROI	-0,026	0,009	-0,046	-0,006	-2,883	10	0,017

Fonte: Dados da Economática

A Tabela 39 apresenta o resultado das hipóteses testadas na seção 4.2.3.

Tabela 39 - Testes de hipótese da seção 4.2.3

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 pela autora

4.2.4. Comparação do desempenho das empresas do nível 1 em relação ao novo mercado com base na rentabilidade

a) Análise de normalidade

A Tabela 40 exibe o teste de normalidade para a variável rentabilidade para as empresas do nível 1 e do novo mercado. Os resultados revelam que as variáveis que medem a rentabilidade não apresentam distribuição normal para nenhum dos dois grupos.

Tabela 40 - Análise da assimetria e curtose da rentabilidade

Grupo	n	Assimetria				Curtose			
		Estat.	E. Padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. Padrão	Valor z	Sig.
Nível 1	491	0,048	0,110	0,437	0,662	2,780	0,220	12,637	0,000
Novo Mercado	491	-0,418	0,110	-3,789	0,000	2,001	0,220	9,097	0,000

Fonte: Economática

b) Teste de hipótese para diferenças de média

Como o que será medido aqui é a igualdade da média entre dois grupos de empresas diferentes, o teste t mais adequado é o utilizado para amostras independentes, como revela Malhotra (2006). Primeiramente, é necessário verificar se a variância das amostras é igual ou não. Para tal, foi rodado o teste de Levine. O resultado revelou que as amostras possuem variâncias iguais ($F = 1,582$ e $\text{Sig.} = 0,209$).

Dessa forma foi realizado o teste t para amostras independentes, supondo variâncias iguais, de forma a verificar se a rentabilidade média do grupo 1 de empresas é igual à do grupo 2. A Tabela 41 exibe as estatísticas descritivas para a amostra.

Tabela 41 - Estatística descritiva da rentabilidade

Grupo	n	Média	DP	EP média
Nível 1	491	0,000	0,019	0,001
Novo Mercado	491	0,001	0,020	0,001

Fonte: Economática

A Tabela 42 traz o resultado para o teste t de diferença de médias. Verifica-se, dessa forma, que não existe diferença entre a rentabilidade média dos dois grupos de empresas analisados.

Tabela 42 - Test t para verificar a diferença de média com relação a rentabilidade

Diferença do par		Intervalo de confiança de 95% da diferença				
Média	Desvio Padrão	Inferior	Superior	T	Gf	Sig.
0,000	0,001	-0,003	0,002	-0,095	977	0,924

Fonte: Economática

A Tabela 43 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.

Tabela 43 - Testes de hipótese da seção 4.2.4

Variável	Hipótese	Resultado
Rentabilidade	$\mu_{\text{Nível 1}} = \mu_{\text{Novo Mercado}}$	Aceita

Fonte: Dados do Economática trabalhados pela autora

4.2.5. Análise das estatísticas das empresas componentes do nível 1 e do novo mercado com base na rentabilidade

Mesmo após identificar que a rentabilidade média do nível 1 de governança corporativa é estatisticamente igual à rentabilidade média do novo mercado, optou-se por analisar a igualdade da rentabilidade dentro cada nível diferenciado.

a) Análise de normalidade

A Tabela 44 apresenta o resultado para o teste de normalidade para a variável rentabilidade com relação às empresas do nível 1. Os resultados mostram que nenhuma das três empresas que compõem o grupo apresenta distribuição normal.

Tabela 44 - Testes de normalidade para as empresas do nível 1 com relação a rentabilidade

Empresa	n	Assimetria				Curtose			
		Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
CMIG3	491	0,758	0,110	6,875	0,000	3,368	0,220	15,311	0,000
CESP3	491	0,212	0,156	1,358	0,175	8,596	0,222	38,799	0,000
ELET3	491	0,064	0,427	0,150	0,881	2,590	0,220	11,774	0,000

Fonte: Dados do Economática

A Tabela 45 traz o resultado para as empresas do novo mercado. Neste grupo, somente a ENBR apresenta distribuição normal para a variável rentabilidade. As outras empresas mostraram evidências de não seguir uma distribuição normal. Apesar de os dados não atenderem ao pressuposto da normalidade, prosseguiu-se com a análise da variância.

Tabela 45 - Testes de normalidade para as empresas do novo mercado com relação a rentabilidade

Empresa	N	Assimetria				Curtose			
		Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.	Estat.	E. padrão	Valor z	Sig.
CPFE3	491	-0,035	0,110	-0,315	0,753	2,036	0,220	9,257	0,000
ENBR3	491	-0,014	0,110	-0,123	0,902	0,485	0,220	2,203	0,028
LIGT3	491	0,055	0,110	0,500	0,617	1,472	0,220	6,692	0,000
TBLE3	491	0,055	0,110	0,500	0,617	1,472	0,220	6,692	0,000

Fonte: Dados do Economática

A Tabela 46 apresenta as estatísticas descritivas (tamanho da amostra, média, desvio padrão, erro padrão, intervalo de confiança da diferença das médias, o valor mínimo e o valor máximo observados) para as empresas do nível 1.

Tabela 46 - Análise descritiva para a rentabilidade de acordo com as empresas do nível 1

Empresa	n	Média	DP	E. Padrão	Intervalo de confiança de 95% da diferença		Mínimo	Máximo
					Inferior	Superior		
CMIG3	491	0,001	0,022	0,001	-0,001	0,003	-0,072	0,117
CESP3	491	0,000	0,034	0,002	-0,003	0,003	-0,212	0,236
ELET3	491	0,000	0,027	0,001	-0,002	0,003	-0,095	0,138
Total	1466	0,000	0,028	0,001	-0,001	0,002	-0,212	0,236

Fonte: Dados do Economática

Já a Tabela 47 traz o resultado para a análise de variância. Verifica-se que as três empresas do nível 1 não apresentam médias diferentes no que tange à variável rentabilidade.

Tabela 47 - Análise da variância para a rentabilidade de acordo com as empresas do nível 1

ANOVA	Soma dos quadrados	Gl	Média dos quadrados	F	Sig.
Dentro dos grupos	0,000	2	0,000	0,223	0,800
Entre os grupos	1,157	1463	0,001		
Total	1,157	1465			

Fonte: Dados do Economática

A Tabela 48 apresenta as estatísticas descritivas (tamanho da amostra, média, desvio padrão, erro padrão, intervalo de confiança da diferença das médias, o valor mínimo e o valor máximo observado) para as empresas do novo mercado.

Tabela 48 - Análise descritiva para a rentabilidade de acordo com as empresas do novo mercado

Empresa	n	Média	DP	E. Padrão	Intervalo de confiança de 95% da diferença		Mínimo	Máximo
					Inferior	Superior		
CPFE3	491	0,001	0,022	0,001	-0,001	0,003	-0,087	0,087
ENBR3	491	0,001	0,028	0,001	-0,001	0,004	-0,089	0,089
LIGT3	491	0,001	0,025	0,001	-0,002	0,003	-0,121	0,092
TBLE3	491	0,001	0,025	0,001	-0,002	0,003	-0,121	0,092
Total	1964	0,001	0,025	0,001	0,000	0,002	-0,121	0,092

Fonte: Dados do Economática

A Tabela 49 traz o resultado para a análise de variância. Da mesma forma como ocorreu para as empresas do nível 1, verifica-se que as quatro empresas do novo mercado não apresentam médias diferentes no que tange à variável rentabilidade.

Tabela 49 - Análise da variância para a rentabilidade de acordo com as empresas do novo mercado

ANOVA	Soma dos quadrados	Gl	Média dos quadrados	F	Sig.
Dentro dos grupos	0,000	3	0,000	0,031	0,993
Entre os grupos	1,229	1960	0,001		
Total	1,229	1963			

Fonte: Dados do Economática

A Tabela 50 apresenta os resultados com relação as hipóteses testadas tanto para às empresas do nível 1 quanto para as empresas do novo mercado no que tange à variável rentabilidade. Verifica-se que tanto as empresas do nível 1 quanto as empresas do novo mercado as hipóteses de igualdade de médias com relação à rentabilidade foram aceitas. Esse resultado corrobora para os resultados observados no item anterior.

Tabela 50 - Testes de hipótese da seção 4.2.5

Variável	Grupo de empresas	Hipóteses	Resultado
Rentabilidade	Nível 1	$\mu_{CMIG3} = \mu_{CESP3} = \mu_{ELET3}$	Aceita
	Novo Mercado	$\mu_{CPFE3} = \mu_{ENBR3} = \mu_{LIGT3} = \mu_{TBLE3}$	Aceita

Fonte: Dados do Economática trabalhados pela autora

5. CONCLUSÕES

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.

Atualmente, existem no Brasil recomendações de inúmeros órgãos, dentre os quais o IBGC, a OECD, a CVM e a BM&FBovespa, quanto à adoção de melhores práticas de governança corporativa. Nesse contexto, a BM&FBovespa implantou, em dezembro de 2000, segmentos especiais de listagens, a fim de estimular tanto o interesse de investidores quanto a valorização de empresas com governança diferenciada. Assim, desde que cumpridos os requisitos exigidos para a listagem em cada segmento, qualquer empresa pode voluntariamente aderir ao segmento desejado. Os principais critérios diferenciadores estão alinhados com as recomendações das melhores práticas de governança corporativa, quais sejam: percentual mínimo de ações em circulação; características das ações emitidas; composição do Conselho de Administração; demonstrações financeiras anuais em padrão internacional; concessão de tag along; e adoção da câmara de arbitragem do mercado.

Para a empresa se manter em um nível diferenciado, requisitos mínimos devem ser cumpridos, o que significa que todas as empresas listadas em um mesmo segmento atenderam aos mesmos requisitos. Optou-se pela abordagem metodológica quantitativa, a fim de permitir a comparação entre empresas de um mesmo segmento. Pretendeu-se, assim, descrever e analisar, para cada empresa, seu desempenho individual depois da adesão, bem como compará-la, por meio da análise de seu desempenho, com o desempenho do segmento. Para essa análise, foi considerado um mesmo período. Ou seja, todas as empresas estariam sujeitas às condições externas semelhantes.

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.

Uma vez que por trás dos dados apresentados há uma infinidade de fatores intervenientes, este trabalho limitou-se à análise comparativa das empresas. Assim, não foram levantados questionamentos acerca das peculiaridades de cada empresa e dos motivos que justificaram o desempenho observado. 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.

Os resultados da pesquisa demonstram que 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 corporativa três das cinco empresas analisadas não apresentaram diferença significativa nas médias dessas variáveis. 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.

Na segunda parte, comparou-se o desempenho das empresas do nível 1 de governança corporativa com o das empresas do novo mercado. Cabe esclarecer que todas as empresas pertencentes ao nível 2 de governança corporativa foram excluídas da análise em função da falta de liquidez de suas ações.³⁵ Os primeiros resultados evidenciaram que as empresas pertencentes ao novo mercado obtiveram desempenho superior se comparadas às do nível 1. Objetivando analisar detalhadamente essa questão, foram apresentados gráficos 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

³⁵ Foram excluídas da amostra as empresas que deixaram de ser negociadas em mais de dois pregões semanais da BM&FBovespa, segundo dados do economática.

como um *outlier*, distorcendo os resultados encontrados. Após a retirada dessa empresa, 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.

Em seguida, foi analisado o desempenho das empresas de um mesmo segmento. Assim, foram comparadas as médias das cinco variáveis para as empresas 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. A análise gráfica, apresentada na seção 4.2.2, 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.

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, BATISTELLA, 2004).

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. Por exemplo, há a possibilidade de introdução

de indicadores contemplados na teoria dos stakeholders para a análise da governança corporativa estabelecida nas organizações.

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. O grupo selecionado é composto de empresas maduras, que apresentam solidez e credibilidade no mercado. 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.

Finalmente, este estudo abre portas para a realização de uma série de novas pesquisas. Como proposta para trabalhos futuros sugere-se a ampliação da base de dados, a fim de analisar todos os segmentos da BM&FBovespa. No entanto, propõe-se uma abordagem segmentada, capaz de refletir as peculiaridades de cada segmento. Adicionalmente, sugere-se a utilização de modelagens distintas, bem como o uso de outros modelos comparativos, com a introdução de variáveis qualitativas associadas às quantitativas. Uma segunda alternativa é a identificação da governança corporativa estabelecida em cada uma dessas empresas, a fim de estudar a fundo os fatores determinantes de seu desempenho e os diferenciadores não só do segmento, mas também de cada empresa analisada individualmente. Uma vez que as relações estabelecidas pela firma, a forma como se estabelecem as relações contratuais, os mecanismos adotados nos contratos sociais, a estrutura de poder e inúmeros outros fatores interferem na maneira como se estabelece a governança, propõe-se uma análise detalhada de cada um desses fatores. Por fim, propõe-se a abordagem do tema “Governança corporativa” em associação com outras áreas de conhecimento, bem como sua abordagem voltada para o setor público, ainda incipiente na atualidade brasileira.

REFERÊNCIAS

AGLE, B. R., DONALDSON, T., FREEMAN, E., JENSEN M., MITCHELL, R. K., WOOD, D. J. . Dialogue: toward superior stakeholder theory. *Business Ethics Quarterly*, v. 18, n. 2, p. 153-190, 2008.

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, 2002. 642 p.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2006. 584 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.

_____. *Novo Mercado. Bovespa Brasil: Folheto de apresentação*, São Paulo, fev. 2006. Disponível em <http://www.bovespa.com.br/pdf/Folder_NovoMercado.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.

_____. *Câmara de Arbitragem do Mercado*: Regulamento. Disponível em <http://www.camaradomercado.com.br/InstDownload/regulamentonv07012002.pdf> Acesso em: 10 jul.2008.

BRASIL. Congresso Nacional. Medida Provisória Nº 449, de 3 de Dezembro de 2008. Altera a legislação tributária federal relativa ao parcelamento ordinário de débitos tributários, concede remissão nos casos em que especifica, institui regime tributário de transição, e dá outras providências. Disponível em <<http://www.presidencia.gov.br/legislacao/>> Acesso em: 05 jan. 2009.

_____. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, 17 dez 1976. Seção 1. p. 27.833 – 27.841. Disponível em <<http://www.presidencia.gov.br/legislacao/>> Acesso em: 05 jan. 2009.

_____. Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, 1 nov 2001. Seção 1. p. 4-9. Disponível em <<http://www.presidencia.gov.br/legislacao/>>. Acesso em: 05 jan. 2009.

BORGERTH, V. M. C. SOX: entendendo a lei Sarbanes-Oxley. São Paulo: Thomson Learning, 2007. 95 p.

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.

CAMARGOS, M, A; COUTINHO, E. S. A Teoria da Firma e a Fundamentação Teórica para Fusões e Aquisições: uma Análise de suas Interfaces, *Revista de Administração Contemporânea - Eletrônica*, Curitiba, v. 2, n. 2, art. 7, p. 273-295, Maio/Ago. 2008.

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.

_____. *Ensaio 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.

FAMA, E., JENSEN, M. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, v.16, 1983.

FREEMAN, E. A Stakeholder Theory of the Modern Corporation. In: DIENHART, John W. *Business, Institutions and Ethics*. New York: Oxford University Press, 2000.

FREMAN, R. E; MCVEA, J. A Stakeholder Approach to Strategic Management. Darden Business School Working Paper No. 01-02, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=263511> or DOI: 10.2139/ssrn.263511. Acesso em 10 jan. 2009.

GORDON, J. N., What Enron Means for the Management and Control of the Modern Business Corporation: Some Initial Reflections. Forthcoming, *University of Chicago Law Review*, Summer, 2002.

GRUNDFEST, J. A. Subordination of American Capital. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p.89-114, 1990.

HESLIN, P. A. ; L. DONALDSON. An Organizational Portfolio Theory of Board Composition. *Corporate Governance*, v. 7, n.1, p. 81-88, 1999.

HAIR, J et al. Análise Multivariada de Dados. 5ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. Governança Corporativa. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 02 abr. 2008.

_____. *Governança corporativa em empresas de controle familiar: casos de destaque no Brasil*. [org IBGC Instituto Brasileiro de Governança Corporativa]. São Paulo: Saint Paul Editora, 2007. 359 p.

_____. 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.

_____. The nature of the man. *Journal of Applied Corporate Finance*, v.7, n. 2, 1993.

KERLINGER, F. N. *Metodologia de Pesquisa em Ciências Sociais: Um tratamento conceitual*. São Paulo: Editora Pedagógica e Universitária, 1980, 378 p.

KESTER, W.C. Industrial Groups as System of Contractual Governance, *Oxford Review of Economics Policy*, v.8, n.3, 1992.

KUPFER, D, HASENCLEVER, L.. *Economia Industrial: fundamentos teóricos e práticos no Brasil*, Rio de Janeiro: Campus, 2002. 640 p.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*. v. 54, n.2, 1999.

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.

MALHOTRA, N.K. *Pesquisa de marketing: uma orientação aplicada*. 4ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2006. 720p.

MARSHALL, A. *Princípios de economia: Tratado Introductório* 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/25/2/18976210.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. 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. Large Stakeholders and corporate control. *Journal of Political Economy*, n.94, 1986.

_____. A survey of corporate governance. National Bureau of Economic Research. Working paper 5554, Cambridge, MA, 1996.

SILVA, A. J. *Trajectoria de Crescimento, Governança Corporativa e Gestão Universitária: Estudo de caso em três instituições de educação superior do tipo familiar*. 2006. 384 f. Tese

(Doutorado em Administração) - Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2006.

SIMON, H. A. *Comportamento administrativo: estudo dos processos decisórios nas organizações administrativas*. 2 ed. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1971. 277p.

STERNBERG, E. The stakeholders concept: a mistaken doctrine. Foundation for Business Responsibilities. Issue Paper, n.4, nov, 1999.

TURNBULL, S. Corporate Governance: Theories, Challenges and Paradigms. *Gouvernance: Revue Internationale*, v. 1, n. 1, p.11-43, 2000.

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 Publishsers, 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.

ZINGALES, L. Corporate Governance, *The New Palgrave Dictionary of Economics and Law*, University of Chicago, 1997.

ZUCKER, L. G. The role of institutionalization in cultural persistence. In: DIMAGGIO, P.; POWELL, W. (Eds). *The new institutionalism in organizational analysis*. Chicago: The University of Chicago Press, 1991. p. 83-107.