

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

**O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO DAS  
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO RAMO DE ENERGIA  
ELÉTRICA**

FILIPPE ALVES KAPPER

Porto Alegre  
2011

**O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO DAS  
EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO RAMO DE ENERGIA  
ELÉTRICA**

FILIPE ALVES KAPPER

Trabalho de conclusão apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS) para obtenção do requisito de Bacharel em Ciências Contábeis.

**Professor Orientador:  
Prof. Msc. Fernando Cafruni André**

Porto Alegre  
2011

# O IMPACTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO DESEMPENHO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DE CAPITAL ABERTO DO RAMO DE ENERGIA ELÉTRICA

Filipe Alves Kapper<sup>1</sup>

**Resumo:** Este trabalho tem como objeto de estudo a relação da governança corporativa com o desempenho das empresas brasileiras de capital aberto do segmento de energia elétrica. Primeiramente, descreve-se a origem da governança corporativa, principalmente no mercado brasileiro, além de sua definição e sua caracterização no país. Destaca-se o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa pela sua função de promover boas práticas de governança e de publicar o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Além do tema da governança, é descrito brevemente o cenário do setor de energia elétrica do Brasil e é apresentada a lista das empresas desse ramo, segundo a BM&FBovespa. Para efetuar a relação entre a governança e o desempenho desse setor da economia, foi realizada uma pesquisa de caráter quantitativo e qualitativo, através de um estudo de caso, em que foram selecionadas empresas do setor energético brasileiro. Sobre essas companhias, foram feitas análises financeiras, através do índice de lucratividade, representado pela margem líquida, e através do índice de rentabilidade, representado pela taxa de retorno sobre o patrimônio líquido. Na pesquisa realizada, foi constatada a influência da adoção de boas práticas de governança corporativa sobre a rentabilidade das companhias escolhidas, embora não tenha sido apresentada a influência sobre a lucratividade.

**Palavras-chave:** Governança Corporativa, Energia Elétrica, Análise Financeira.

---

<sup>1</sup> Graduando em Ciências Contábeis pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul; atua na área de contabilidade. Email: [filipe\\_kapper@dell.com](mailto:filipe_kapper@dell.com)

## 1. INTRODUÇÃO

A economia brasileira deve crescer 4,2% em 2011, segundo perspectivas divulgadas pelo Banco Mundial em relatório em junho de 2011. Com esse crescimento, um dos setores mais impactados é o de energia elétrica. Nesse sentido, a demanda energética passa a ser, naturalmente, mais exigida. Conseqüentemente, um maior investimento em tecnologia e desenvolvimento no setor também é solicitado. De acordo com informações da Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), as empresas do segmento estão atuando intensamente para o desenvolvimento científico e tecnológico do país, a fim de gerar ganhos sociais como empregos, distribuição de renda, capacitação e crescimento do potencial de inovação tecnológica nacional.

No que diz respeito aos investimentos na área em questão, uma das premissas básicas para qualquer investidor, seja ele acionista ou credor, é ter conhecimento sobre o desempenho da empresa em que está investindo. É nesse sentido que a governança corporativa promove transparência e torna-se uma ferramenta importante na mensuração de indicadores financeiros das empresas brasileiras do ramo de energia elétrica.

O objetivo deste estudo é mostrar como a governança corporativa pode influenciar no desempenho de empresas de capital aberto do segmento de energia elétrica, através de um estudo de caso. A pesquisa baseia-se em um procedimento analítico qualitativo quantitativo, utilizando-se de uma análise financeira. Os indicadores escolhidos para efetuar esta análise são os índices de rentabilidade e de lucratividade, por sua importância no meio acadêmico e em práticas de mercado.

O presente trabalho foi organizado em seis capítulos: no primeiro, é feita uma introdução ao tema a ser abordado; no capítulo dois, é descrita a origem da governança corporativa, bem como a sua definição e sua forma no Brasil; no capítulo três, é apresentado o cenário da energia elétrica brasileira; no capítulo quatro, é descrito a metodologia da pesquisa realizada; no quinto capítulo, verificamos a análise sobre os dados obtidos; por fim, no sexto e último capítulo, são feitas as ponderações finais que tratarão de refletir sobre o estudo mostrado.

## 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Alguns pesquisadores sugerem o surgimento da governança corporativa entre a metade da década de 80 e início da década de 90. Para o IBGC, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa<sup>2</sup>, a origem da boa Governança teve início na metade dos anos 1990, em um movimento iniciado principalmente nos Estados Unidos, em que acionistas despertaram para a necessidade de novas regras que os protegessem de abusos de diretoria executiva, inércia dos conselhos de administração inoperantes e das omissões das auditorias externas.

### 2.1 ORIGEM DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Conforme o IBGC, a Governança Corporativa surgiu para superar o chamado “conflito da agência”. O “conflito da agência” são os potenciais conflitos entre acionistas e gestores – ou entre acionistas majoritários e minoritários – que, por sua vez, teve origem a partir da dispersão do capital das corporações e na consequente separação entre propriedade e gestão que ocorreu na última década do século XX e nos primeiros anos do século XXI (ANDRADE; ROSSETI, 2007).

Somado ao conflito da agência, há outros fatores internos e externos às corporações que influenciaram historicamente o surgimento da governança corporativa. Como fatores internos, as principais razões seriam a mudança no relacionamento acionistas-corporações, a atuação efetiva da direção executiva para minimizar o conflito da agência e a constituição de conselhos de administração – com o intuito de difundir responsabilidade, comprometimento e transparência através de nomeação e alternância de conselheiros independentes. Como fatores externos às corporações teríamos a desfronteirização de mercados reais e financeiros, a crescente complexidade do ambiente de negócios, a profusão de códigos de governança corporativa, a regulação legal (mais abrangente e severa), entre outros (id., 2007).

---

<sup>2</sup> Criado em 27 de novembro de 1995 com o objetivo de difundir as melhores práticas de Governança na América Latina.

Além dos aspectos já citados, poderíamos incluir alguns outros fatores adicionais importante que influenciaram na origem do tema em questão: a reestruturação societária (fusões, cisões, aquisições e privatizações mais frequentes) e reordenamentos organizacionais (profissionalização de pessoal, segregação de funções e prática de controles preventivos), além da dispersão do capital.

## 2.2 O CONCEITO

Segundo o IBGC (2009, p. 19), o conceito de governança corporativa pode ser assim considerado:

[...] 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 a recursos e contribuindo para sua longevidade.

Felix Garcia (2005) define a governança corporativa como a regulamentação da estrutura administrativa da sociedade anônima, através do estabelecimento dos direitos e deveres dos vários acionistas e da dinâmica de organização dos poderes. Para André Silva e Ricardo Leal (2007), a governança corporativa é o conjunto de mecanismos instituídos para fazer com que o controle de fato aja em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo.

Para La Porta *et al.* (1998), na maioria dos países, o modelo que predomina é o de um acionista majoritário que detém controle da empresa e aponta seus administradores. Nesta situação, a boa governança consiste não em proteger o interesse dos acionistas, mas sim em evitar que os acionistas controladores expropriem os minoritários (conflito de interesses entre grupos de acionistas).

## 2.3 CÓDIGO DO IBGC

Em setembro de 2009, o IBGC lançou, em sua quarta edição, o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. Com sua primeira edição lançada em 1999, esse código foi resultado de um trabalho de quase dois anos de uma equipe formada por especialistas de diferentes segmentos de atuação.

Com a evolução do ambiente institucional brasileiro e adaptando-se às novas demandas e à realidade do mercado, o Código passa a ser de suma importância, pois se trata de um documento que tem referência nacional em conduta de gestão empresarial e, conseqüentemente, nas escolas de negócios.

O Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa está dividido em seis capítulos:

1. Propriedade (Sócios)
2. Conselho de Administração
3. Gestão
4. Auditoria Independente
5. Conselho Fiscal
6. Conduta e Conflito de interesses

Ainda, de acordo com o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, os princípios básicos são:

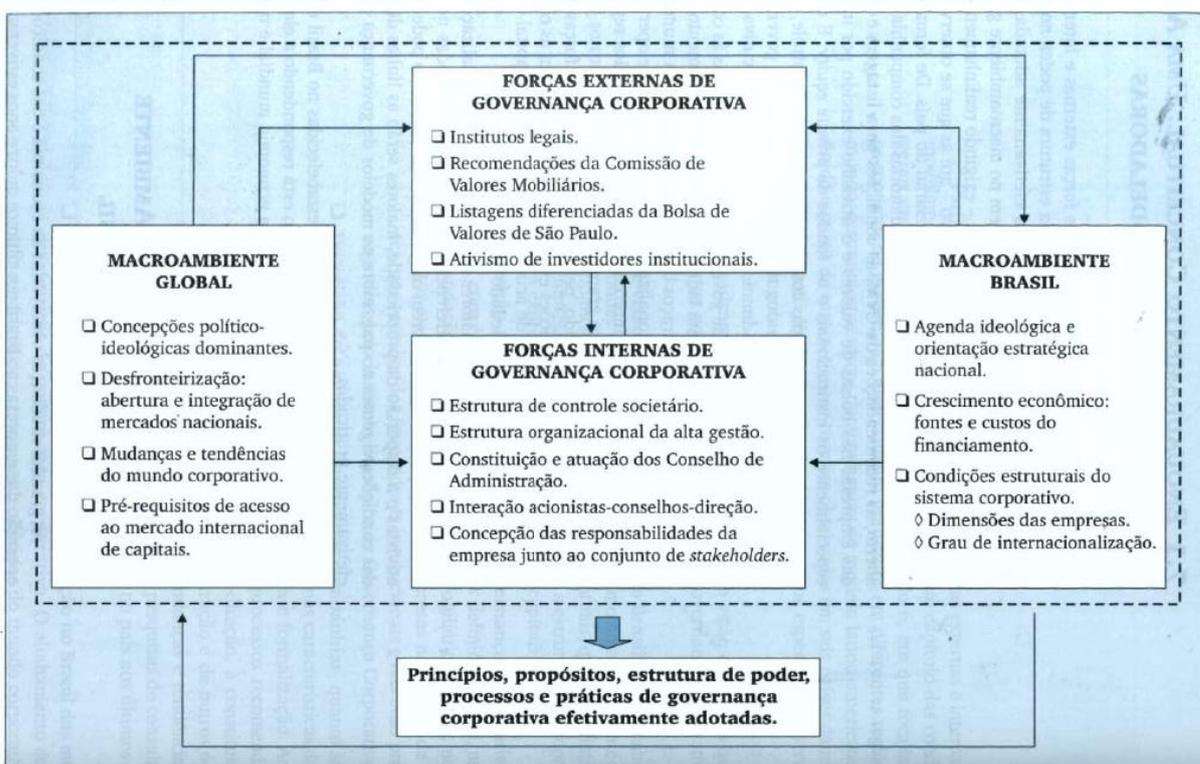
- **Transparência:** disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse, não apenas aquelas impostas por leis ou regulamentos;
- **Equidade:** tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*);
- **Prestação de Contas (*accountability*):** sócios e administradores devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as conseqüências de seus atos e omissões;
- **Responsabilidade Corporativa:** sócios e administradores devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando sua longevidade.

## 2.4 EVOLUÇÃO NO BRASIL

O estado da Governança Corporativa no Brasil pode ser mais bem compreendido à luz do modelo de desenvolvimento do mercado acionário que data do início dos anos 70. Na época, até então, o mercado acionário era bastante desregulado. Incentivado pela importância do mercado de capitais para o desenvolvimento do país, o governo criou a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, mais conhecida como “Lei das S.A.” (SILVA; LEAL, 2007)

O ambiente da governança corporativa no Brasil sofreu muitas influências de forças externas e internas desde a criação da Lei das S.A. Na figura abaixo é possível verificar, de maneira resumida, quais foram esses fatores (ANDRADE; ROSSETI, 2007):

**FIGURA 7.1**  
O ambiente da governança corporativa no Brasil: as forças externas e internas de modelação e de controle.



**Ilustração 1:** Governança Corporativa.

Com um cenário de grandes mudanças desde o final dos anos 90, a governança corporativa tornou-se uma preocupação central para empresas, investidores, órgãos reguladores e governo. É possível verificar isso pelas iniciativas que foram tomadas, como o projeto de reformulação das Leis das S.A. (com a criação da Lei 11.638, de 28 de dezembro de 2007) e a criação do Novo Mercado pela Bovespa (SILVA; LEAL, 2007).

Para o modelo de governança corporativa no Brasil se desenvolver foi fundamental a criação dos segmentos especiais de listagem do mercado de ações: Nível 1, Nível 2, Novo Mercado, Bovespa Mais, além do mercado tradicional. Criado há mais de 10 anos, os objetivos desses níveis é desenvolver o mercado de capitais brasileiro, atrair novos investidores e melhorar a avaliação das companhias listadas na BM&FBovespa, conforme a própria BM&FBovespa.

Segundo Silva e Leal (2007), a criação dos níveis e do novo mercado tem sido recebida com entusiasmo por investidores, empresas, órgãos reguladores e governo. Sendo administrada pela BM&FBovespa, esta instituição passa a ser “guardiã” das práticas de governança corporativa no Brasil, dividindo a responsabilidade com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Portanto, o Novo Mercado, criado pela BM&FBovespa, funciona como um “selo de qualidade” no que diz respeito à governança corporativa das companhias de capital aberto.

Conforme cartilha publicada pela BM&FBovespa<sup>3</sup>, há diversos requisitos para ingressar em um dos níveis atualmente disponíveis para as companhias. Em 2002, a BM&FBovespa regulamentou que toda e qualquer nova listagem que envolvesse distribuição pública de ações deve ocorrer, no mínimo, no Nível 1. Embora diversos fatores sejam comuns a todos os níveis, existem alguns balizadores específicos para cada um. Tendo em vista a importância desses níveis neste trabalho, é fundamental que se faça uma breve descrição dos principais requisitos para as companhias ingressarem nos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBovespa, bem como as diferenças entre eles.

Para o Nível 1 os principais requisitos são:

---

<sup>3</sup> Disponível em seu site: [www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

- Divulgação de demonstrações financeiras trimestrais, demonstrações financeiras consolidadas e demonstração do fluxo de caixa revisada por auditores independentes;
- Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- Divulgação de termos dos contratos firmados entre a companhia e parte relacionadas que excedam R\$ 200 mil ou 1% do patrimônio líquido da companhia;
- Manutenção de, no mínimo, 25% das ações da companhia em circulação;
- Manter reunião pública pelo menos uma vez ao ano e ter calendário de eventos corporativos.

Para o Nível 2, além dos requisitos já mencionados no primeiro nível, tem-se como requerimento:

- Apresentações financeiras anuais seguindo padrões internacionais IFRS (International Financial Reporting Standards) ou US GAAP (Generally Accepted Accounting Principles);
- Tem o direito de manter as ações preferenciais existentes e emitir mais até o limite permitido pela lei societária;
- Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes, com mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição.

Para o Novo Mercado, além dos requisitos já mencionados nos Níveis 1 e 2, excetuando o direito de manter-se as ações preferenciais existentes, tem-se como requerimento:

- Emissão de ações ordinárias exclusivamente;
- Extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da alienação do controle da companhia (tag along);
- Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo mercado.

Para o ingresso no Nível Bovespa Mais, os principais requisitos são semelhantes aos adotados para o Novo Mercado, com exceção de algumas regras menos rígidas. Podemos perceber as seguintes:

- Mínimo de três membros no Conselho de Administração;

- Não é obrigatório ter calendário de eventos e promover reuniões públicas anuais
- Podem-se manter ações preferenciais já existentes.

Assim, a iniciativa da criação do Bovespa Mais serve como uma motivação para tornar o mercado de ações brasileiro acessível a um número maior de empresas, abrangendo as de pequeno e médio porte.

### **3. SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA**

De acordo com Heler Pinto Junior (2007), a energia elétrica é capaz de satisfazer diversas necessidades humanas, como iluminação, transporte, fornecimento de condições ambientais adequadas ao bem-estar humano, envio e recebimento de informações, etc., por meio de um processo de transformação que dispõe de dispositivos e equipamentos necessários para se transformar a energia final em energia consumível. O setor elétrico compreende não apenas a distribuição de energia, mas também toda a cadeia de atividades envolvidas desde a produção, passando pelo transporte, pela comercialização, chegando finalmente à distribuição. Portanto, é um sistema de infraestrutura composto por um conjunto de processos distintos que presta papel essencial à competitividade industrial (ILHA, 2010).

#### **3.1 SETOR DE ENERGIA ELÉTRICA NO BRASIL**

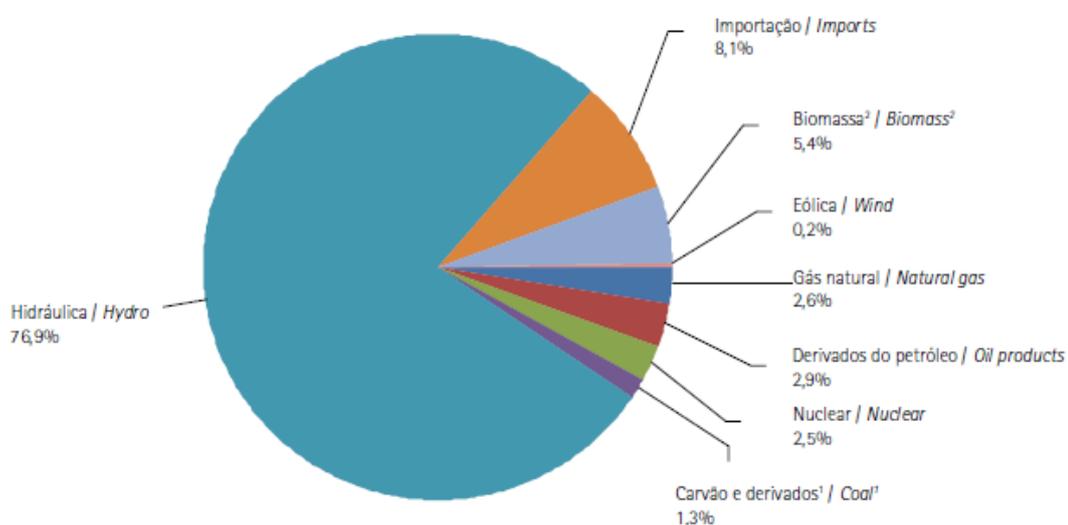
No Brasil, o Ministério de Minas e Energia é a instituição responsável por formular os princípios básicos e definir as diretrizes da política energética nacional. Vinculada a esse Ministério, a Empresa de Pesquisa Energética (EPE), instituída pela Lei nº 10.487, de 15 de março de 2004, tem como finalidade prestar serviços na área de estudos e pesquisas destinados a subsidiar o planejamento do setor elétrico nacional.

Além do Ministério de Minas e Energia e da EPE, há ainda a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), uma autarquia criada pela Lei nº 9.427, de 26 de dezembro de 1996, que tem como atribuições, por exemplo, regular e fiscalizar a geração, a transmissão, a distribuição e a comercialização da energia elétrica;

mediar conflitos entre os agentes do setor elétrico e entre estes e os consumidores finais. Portanto, a missão da ANEEL é proporcionar condições favoráveis para que o mercado de energia elétrica se desenvolva com equilíbrio entre os agentes e em benefício da sociedade.

De acordo com o Balanço Energético Nacional de 2010, um estudo divulgado pela Empresa de Pesquisa Energética que traz um amplo e detalhado estudo sobre o cenário da energia elétrica no Brasil, o país apresenta uma matriz de geração elétrica de origem predominantemente renovável, sendo que a geração interna hidráulica responde pela maior parte da geração elétrica nacional.

Gráfico 1.1.1 | Oferta Interna de Energia Elétrica por Fonte – 2009  
 Chart 1.1.1 | Domestic Electricity Supply by Source – 2009



Notas/ Notes:

<sup>1</sup> Inclui gás de coqueria / Includes coke gas.

<sup>2</sup> Biomassa inclui lenha, bagaço de cana, lixívia e outras recuperações / Biomass includes firewood, sugar cane bagasse, black liquor and other wastes.

**Gráfico 1:** Balanço Energético Nacional 2010 (Empresa de Pesquisa Energética, 2010, p. 14).

### 3.2 EMPRESAS LISTADAS NA BM&FBOVESPA

Conforme a relação divulgada pela BM&FBovespa, atualmente há 66 companhias listadas na bolsa de valores no setor de utilidade pública, no segmento de energia elétrica. No quadro abaixo, podemos ter o conhecimento das mesmas:

Empresas listada no setor de utilidade pública, segmento energia elétrica			
Razão Social	Segmento	Razão Social	Segmento
521 PARTICIPACOES S.A.	MB	CIA PIRATININGA DE FORÇA E LUZ	
524 PARTICIPACOES S.A.	MB	CPFL ENERGIA S.A.	NM
AES ELPA S.A.		CPFL GERACAO DE ENERGIA S.A.	
AES SUL DISTRIB GAUCHA DE ENERGIA S.A.		CTEEP - CIA TRANSMISSÃO ENERGIA ELÉTRICA PAULISTA	N1
AES TIETE S.A.		DUKE ENERGY INT. GER. PARANAPANEMA S.A.	
AFLUENTE GERAÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.		EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	NM
AFLUENTE TRANSMISSÃO DE ENERGIA ELÉTRICA S/A		ELEKTRO - ELETRICIDADE E SERVICOS S.A.	
AMPLA ENERGIA E SERVICOS S.A.		ELEKTROBRÁS PARTICIPAÇÕES S.A. - ELETROPAR	
AMPLA INVESTIMENTOS E SERVICOS S.A.		ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	N2
ANDRADE GUTIERREZ CONCESSOES S.A.	MB	EMAE - EMPRESA METROP.AGUAS ENERGIA S.A.	
BAESA - ENERGETICA BARRA GRANDE S.A.	MB	EMPRESA ENERG MATO GROS.SUL S.A.-ENERSUL	
BANDEIRANTE ENERGIA S.A.		ENERGISA S.A.	
BONAIRE PARTICIPACOES S.A.	MB	EQUATORIAL ENERGIA S.A.	NM
CEMIG DISTRIBUICAO S.A.		ESPIRITO SANTO CENTR.ELETR. S.A.-ESCELSA	
CEMIG GERACAO E TRANSMISSAO S.A.		FORPART S.A.	MB
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	N1	GTD PARTICIPACOES S.A.	MB
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	N2	INEPAR ENERGIA S.A.	
CENTRAIS ELET DO PARA S.A. - CELPA		INVESTCO S.A.	
CENTRAIS ELET MATOGROSSENSES S.A.- CEMAT		ITAPEBI GERACAO DE ENERGIA S.A.	
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	N1	LIGHT S.A.	NM
CIA BRASILIANA DE ENERGIA		LIGHT SERVICOS DE ELETRICIDADE S.A.	
CIA CELG DE PARTICIPACOES - CELGPAR		MPX ENERGIA S.A.	NM
CIA ELETRICIDADE EST. DA BAHIA - COELBA		NEOENERGIA S.A.	MB
CIA ENERGETICA DE BRASILIA		PRODUTORES ENERGET.DE MANSO S.A.- PROMAN	MB
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	N1	REDE ENERGIA S.A.	
CIA ENERGETICA DE PERNAMBUCO - CELPE		REDENTOR ENERGIA S.A.	NM
CIA ENERGETICA DO CEARA - COELCE		RENOVA ENERGIA S.A.	N2
CIA ENERGETICA DO MARANHÃO - CEMAR	MB	RIO GRANDE ENERGIA S.A.	
CIA ENERGETICA DO RIO GDE NORTE - COSERN		TERMOPERNAMBUCO S.A.	
CIA ESTADUAL DE DISTRIB ENER ELET-CEEE-D	N1	TRACTEBEL ENERGIA S.A.	NM
CIA ESTADUAL GER.TRANS.ENER.ELET-CEEE-GT	N1	TRANSMISSORA ALIANÇA DE ENERGIA ELÉTRICA S.A.	N2
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	N1	UPTICK PARTICIPACOES S.A.	MB
CIA PAULISTA DE FORÇA E LUZ		VBC ENERGIA S.A.	

(NM) Cia. Novo Mercado

(N1) Nível 1 de Governança Corporativa

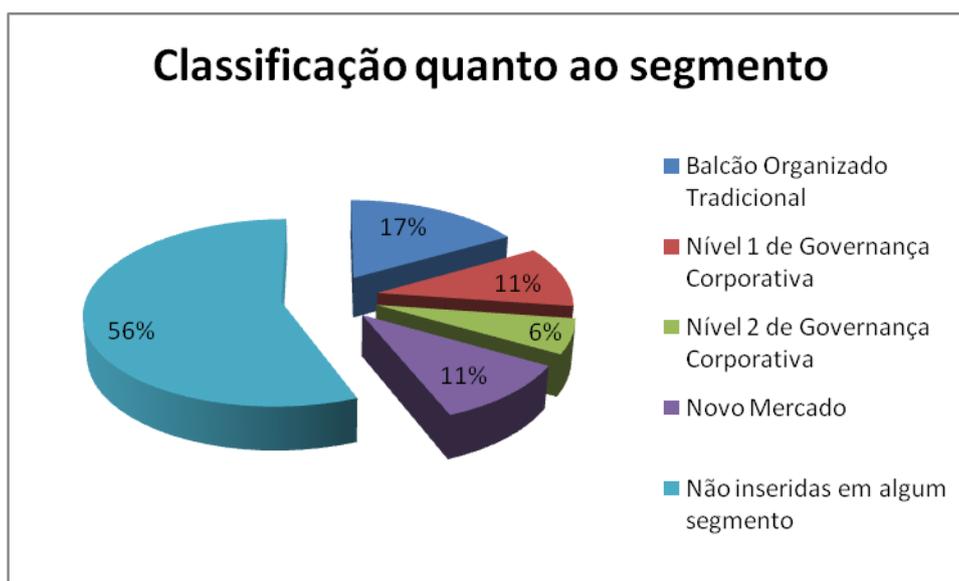
(N2) Nível 2 de Governança Corporativa

(MA) Bovespa Mais

(MB) Cia. Balcão Org. Tradicional

**Quadro 1:** empresas listadas setor utilidade pública – segmento energia elétrica. (Fonte: site BM&FBovespa, 2011.)

Embora haja um razoável número de empresas listadas, apenas 29 delas estão inseridas em algum segmento de governança corporativa divulgado pela BM&FBovespa. Na tabela abaixo é possível verificar como estão distribuídas as 66 companhias listadas em relação ao segmento especial de listagem do mercado de ações



**Gráfico 2:** empresas listadas BM&FBovespa. (Fonte: site BM&FBovespa, 2011.)

A partir do gráfico acima, é possível constatar que a maioria das empresas do segmento de energia elétrica não está inserida em algum segmento de governança corporativa: do total de 66 companhias, apenas 29 se encaixam em algum segmento. Além disso, das 29, apenas 7 estão inseridas no Novo Mercado (nível de governança corporativa com maior número de requerimentos para ingresso).

#### 4. MÉTODO DE PESQUISA

Neste capítulo serão descritos os procedimentos metodológicos utilizados neste trabalho, caracterizando o estudo, definindo a população e a amostra escolhida na pesquisa. Igualmente, poderemos ver como foram coletados os dados analisados, bem como o recorte cronológico desses dados.

##### 4.1 METODOLOGIA E CARACTERIZAÇÃO DO ESTUDO

Segundo Marina Marconi e Eva Maria Lakatos (2010), a finalidade da atividade científica é a obtenção da verdade, através da comprovação de hipóteses, advinda da relação entre a observação da realidade e a teoria científica. Ainda, segundo as autoras,

O método é o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo – conhecimentos válidos e verdadeiros -, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista.

O estudo aqui desenvolvido foi feito com base em uma pesquisa de caráter quantitativo e qualitativo, caracterizando-se ainda como exploratório e descritivo. Com o intuito de realizar essa pesquisa, foi realizado um estudo de caso.

Para Marconi e Lakatos (2010), a metodologia qualitativa tradicionalmente se identifica com o estudo de caso. O estudo de caso, por sua vez, refere-se ao levantamento com maior profundidade de determinado caso sob todos os seus aspectos.

A partir de uma coleta de dados realizada previamente, caracterizando o caráter qualitativo, é realizada a análise quantitativa. Para Carlos Sabino (1996), a análise quantitativa se efetua com toda informação numérica resultante da investigação, que se apresentará como um conjunto de quadros, tabelas e medidas.

Uma das grandes vantagens da metodologia quantitativa é que o pesquisador procura expressar as relações funcionais entre as variáveis e identificar os elementos básicos do fato estudado, visando a precisão e o controle, a explicitação dos passos da pesquisa e a integração dos métodos de quantificação e qualificação (MARCONI; LAKATOS, 2010).

Para esta pesquisa foram coletadas as informações financeiras dos exercícios findos de 2009 e 2010 das companhias selecionadas na amostra, publicados pelas próprias companhias e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Sobre essas informações financeiras foram feitas relações entre as variáveis escolhidas, caracterizando tal análise como índice. Foi escolhido, assim, um índice de rentabilidade, que efetua a relação da rentabilidade sobre os capitais investidos, e um índice de lucratividade, que relaciona o lucro sobre a receita operacional, para serem aplicados sobre os dados de forma a efetuar uma análise financeira. Segundo Matarazzo (1998), esses índices são importantes, pois revelam a situação econômica de uma empresa.

Como índice de lucratividade, foi escolhido a margem líquida que indica o quanto uma companhia obteve de lucro sobre suas vendas. A equação abaixo mostra como é calculado o índice em questão:

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

Como índice de rentabilidade, foi escolhida a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido que indica a remuneração dos capitais próprios investidos na empresa. A equação abaixo indica o cálculo desse tópico:

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

## 4.2 UNIVERSO E AMOSTRA

Antonio Carlos Gil (1999) define o “universo” como o conjunto preciso de elementos que possuem determinadas características em comum, também entendido como “população”, pensando no total de habitantes de determinado local. Nesta pesquisa, tem-se como universo as 66 companhias listadas na BM&FBovespa no setor de utilidade pública, no segmento de energia elétrica

A “amostra” pode ser definida como um subconjunto do universo ou da população, obtidos através de uma técnica de amostragem no qual se estabelecem as características desse universo (id., 1999). Para este trabalho, foi utilizada a técnica de amostragem estratificada, que consiste em dividir a população em subgrupos mais homogêneos (estratos) e retirar amostras aleatórias simples dos subgrupos.

O critério utilizado para a formação dos subgrupos foi o fato de uma companhia estar inserida em algum dos segmentos de governança corporativa

divulgado pela BM&FBovespa, ou seja, sobre o universo de 66 companhias listadas no segmento de energia elétrica foi realizado a divisão em quatro subgrupos: companhias inseridas no segmento de balcão organizado tradicional, companhias inseridas no segmento Nível 1 de governança corporativa, companhias inseridas no segmento Nível 2 e companhias inseridas no segmento Novo Mercado.

A partir da definição dos quatro subgrupos citados, foi escolhida, através de técnica de amostragem simples, uma companhia de cada subgrupo para realizar a análise financeira já descrita anteriormente. Logo, as companhias escolhidas foram:

- BAESA - ENERGETICA BARRA GRANDE S.A. – inserida no segmento de Balcão Organizado Tradicional;
- CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG – inserida no segmento Nível 1 de governança corporativa;
- ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A. – inserida no segmento Nível 2 de governança corporativa;
- CPFL ENERGIA S.A. – inserida no segmento Novo Mercado.

## **5. ANÁLISE DOS DADOS**

Procederemos, então, à análise. Nesta seção serão apresentadas todas as informações coletadas a partir da amostra, através das técnicas já mencionadas. A partir disso, será possível fazer uma descrição desses dados e realizar uma análise de caráter qualitativo.

### **5.1 ANÁLISE SOBRE A AMOSTRA**

Na análise qualitativa a qual nos propomos, serão apresentados o nome da companhia, o segmento de governança corporativa da BM&FBovespa no qual a mesma está inserida, os valores de lucro líquido, receita operacional e patrimônio líquido dos períodos findos em 31 de Dezembro de 2009 e 31 de dezembro de 2010, além do índice de lucratividade, representado pela margem líquida, e do índice de rentabilidade, representado pela taxa de retorno sobre o patrimônio líquido.

### 5.1.1 BAESA – Energética Barra Grande S.A.

A companhia BAESA (Energética Barra Grande S.A.) é a empresa responsável pela operação e manutenção da Usina Hidrelétrica Barra Grande, localizada no leito do Rio Pelotas, no estado do Rio Grande do Sul. A usina, que entrou em operação em 1º de novembro de 2005, é capaz de atender a 30% da demanda energética do estado de Santa Catarina ou a 20% da energia total consumida no estado do Rio Grande do Sul.

Atualmente, embora não tenha nenhum ativo negociado no mercado à vista da bolsa de valores, a BAESA integra o segmento de mercado de balcão organizado tradicional da BM&FBovespa. Abaixo segue os dados coletados da companhia BAESA:

(Valores em R\$ mil)

TABELA 01					
ANO	LUCRO LÍQUIDO	RECEITA OPERACIONAL	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	MARGEM LÍQUIDA	RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO
2009	63.745	252.728	617.126	25,2%	10,3%
2010	62.726	276.437	641.256	22,7%	9,8%
MÉDIA	<b>63.236</b>	<b>264.583</b>	<b>629.191</b>	<b>24,0%</b>	<b>10,1%</b>

**Tabela 01:** Dados econômicos e financeiros BAESA Energética de 2009 e 2010 (divulgados pela CVM; informações periódicas de Companhias Abertas.)

Os dados permitem observar, portanto, que a companhia Baesa Energética apresentou nos anos de 2009 e 2010 a margem líquida de 25,2% e 22,7%, respectivamente, com o retorno sobre o patrimônio líquido atingindo as marcas de 10,3% e 9,8%. O que resultou em uma média desses dois anos de 24% de margem líquida e 10,1% de retorno sobre o patrimônio líquido.

### 5.1.2 Cia Energética de Minas Gerais - CEMIG

A CEMIG é um dos mais importantes grupos do segmento de energia elétrica do Brasil, constituído por 58 empresas e 10 consórcios e controlada pelo Governo

do Estado de Minas Gerais. Suas ações são negociadas na bolsa de valores de São Paulo, Nova York e Madri.

A atuação da CEMIG estende-se a 19 estados brasileiros, além do Distrito Federal, e ao Chile. É a maior empresa integrada do setor de energia elétrica do país e situa-se em Minas Gerais, além de atender cerca de 6,8 milhões de consumidores, em 774 municípios.

A CEMIG tem suas ações negociadas em bolsa de valores, tanto ordinárias (com direito a voto), quanto ações preferenciais (com preferência no recebimento de dividendos) e está inserida no Nível 1 de governança corporativa da BM&FBovespa.

Na tabela abaixo estão as informações coletadas da CEMIG:

(Valores em R\$ mil)

TABELA 02					
ANO	LUCRO LÍQUIDO	RECEITA OPERACIONAL	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	MARGEM LÍQUIDA	RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO
2009	2.206.338	12.158.312	11.165.501	18,1%	19,8%
2010	2.257.976	12.863.330	11.476.133	17,6%	19,7%
<b>MÉDIA</b>	<b>2.232.157</b>	<b>12.510.821</b>	<b>11.320.817</b>	<b>17,9%</b>	<b>19,7%</b>

**Tabela 02:** dados econômicos e financeiros CEMIG de 2009 e 2010 (divulgados pela CVM; informações periódicas de Companhias Abertas)..

No caso da CEMIG, então os dados de 2009 e 2010 apresentam a margem líquida de 18,1% e 17,6%; o retorno sobre o patrimônio líquido é de 19,8% e 19,7% nos dois respectivos anos, resultando em uma média de 17,9% de margem líquida e 19,7% de retorno sobre o patrimônio líquido.

### 5.1.3 Eletropaulo Metrop. Elet. São Paulo S.A.

A Eletropaulo, a maior distribuidora de energia elétrica da America Latina em consumo e faturamento, atende a 24 municípios da região metropolitana de São Paulo, incluindo a capital, onde se localiza sua sede administrativa. Tendo sua origem em 1899, atualmente a Eletropaulo é uma empresa de capital aberto com ações negociadas em bolsa de valores e está inserida no Nível 2 de governança corporativa da BM&FBovespa. Abaixo seguem os dados da companhia:

(Valores em R\$ mil)

TABELA 03					
ANO	LUCRO LÍQUIDO	RECEITA OPERACIONAL	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	MARGEM LÍQUIDA	RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO
2009	1.156.526	8.785.637	3.721.729	13,2%	31,1%
2010	1.347.688	9.697.157	3.737.357	13,9%	36,1%
MÉDIA	<b>1.252.107</b>	<b>9.241.397</b>	<b>3.729.543</b>	<b>13,5%</b>	<b>33,6%</b>

**Tabela 03:** dados econômicos e financeiros Eletropaulo de 2009 e 2010 (divulgados pela CVM; informações periódicas de Companhias Abertas).

A companhia Eletropaulo, que apresentara em 2009 margem líquida de 13,2%, trouxe em 2010 o valor de 13,9%, sendo o retorno sobre o patrimônio líquido de 31,1% e 36,1%, respectivamente, o que resultou em uma média entre os dois anos observados de 13,5% de margem líquida e 33,6% de retorno sobre o patrimônio líquido.

#### 5.1.4 CPFL Energia S.A.

A CPFL Energia, fundada em 1912 através da fusão de quatro pequenas empresas de energia elétrica do interior paulista, é formada por mais de 36 empresas e fornece energia elétrica para mais de 18 milhões de pessoas. Atualmente com atuação nos estados de São Paulo, Rio Grande do Sul, Paraná e Minas Gerais, é responsável pela geração, distribuição e comercialização de energia para essas localidades

A CPFL é uma das poucas empresas do segmento de energia elétrica que está inserida no Novo Mercado, nível de governança corporativa divulgado pela BM&FBovespa com maior número de exigências e regulamentos. A tabela abaixo mostra os dados coletados da companhia:

(Valores em R\$ mil)

TABELA 04					
ANO	LUCRO LÍQUIDO	RECEITA OPERACIONAL	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	MARGEM LÍQUIDA	RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO
2009	1.688.868	11.358.006	6.536.779	14,9%	25,8%
2010	1.560.037	12.023.729	6.749.656	13,0%	23,1%
MÉDIA	<b>1.624.453</b>	<b>11.690.868</b>	<b>6.643.218</b>	<b>13,9%</b>	<b>24,5%</b>

**Tabela 04:** dados econômicos e financeiros CPFL Energia de 2009 e 2010 (divulgados pela CVM; informações periódicas de Companhias Abertas).

Em resumo, a CPFL Energia apresentou a margem líquida de 14,9% e 13,0% nos casos analisados de 2009 e 2010, respectivamente; e o retorno obtido sobre o patrimônio líquido que fora de 25,8% no primeiro caso, diminuiu para 23,1% no segundo ano, resultando em uma média entre os dois de 13,9% de margem líquida e 24,5% de retorno sobre o patrimônio líquido.

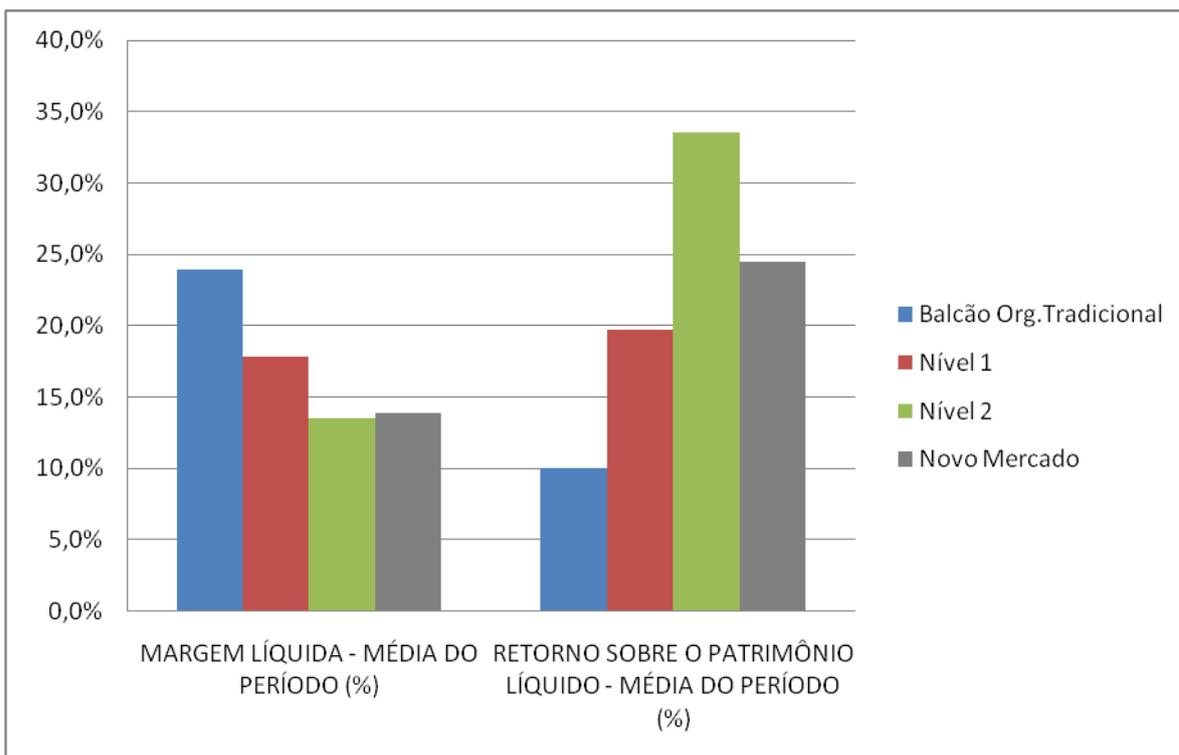
## 5.2 ANÁLISE GERAL

Analisemos, agora, a média dos índices de cada empresa já mencionada anteriormente, porém, de forma mais sistematizada a fim de que se possa efetuar uma análise da evolução desses índices para cada segmento de governança corporativa.

TABELA 05			
COMPANHIA	NÍVEL GOVERNANÇA CORPORATIVA	MARGEM LÍQUIDA - MÉDIA DO PERÍODO	RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO - MÉDIA DO PERÍODO
BAESA	Balcão Org.Tradicional	24,0%	10,1%
CEMIG	Nível 1	17,9%	19,7%
ELETROPAULO	Nível 2	13,5%	33,6%
CPFL	Novo Mercado	13,9%	24,5%

**Tabela 05:** Média dos índices financeiros de 2009 e 2010 por segmento (elaborada com base nos dados divulgados pela CVM).

Para que visualizemos com mais clareza as informações da tabela acima, observemos o gráfico elaborado – para fins de comparação no resultado dessa pesquisa:



**Gráfico 3:** média dos índices financeiros por segmento (elaborado com base nos dados divulgados pela CVM).

O gráfico 3 demonstra que a margem líquida foi maior nas empresas pertencentes ao segmento de Balcão tradicional e Nível 1 de governança corporativa. Já a taxa de retorno sobre o patrimônio líquido foi maior nas empresas inseridas no Nível 2 e no segmento Novo Mercado.

A observação dos dados nos induz a algumas reflexões e ponderações que devem ser esclarecidas. Consideramos, portanto, os dados obtidos para as considerações que seguem.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para a Comissão de Valores Mobiliários, a governança corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia e proteger todas as partes interessadas, como investidores, empregadores e credores. Além disso, a análise das práticas de governança

corporativa auxilia na decisão de investimento, pois é ela quem determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter em uma companhia.

O objetivo deste trabalho foi aliar essa importância da governança corporativa sobre um determinado setor da indústria brasileira. O setor elétrico foi escolhido em função da sua importância em toda a cadeia industrial do país e da relevância que a energia elétrica, de forma geral, tem na sociedade. Para atingir esse objetivo, foi realizado um estudo de caso, no qual foi possível se obter análises financeiras sobre um conjunto específico de empresas do ramo elétrico.

Para verificar o desempenho das companhias que foram objeto dessa pesquisa, foi escolhida a margem líquida como um índice de lucratividade, e o retorno sobre o patrimônio líquido, como um índice de rentabilidade. Além disso, a análise foi realizada com base em informações financeiras dessas empresas nos períodos findos em 2009 e 2010.

Verificou-se, a partir dessa pesquisa, que as empresas inseridas no Nível 2 de governança e no Novo Mercado da BM&FBovespa, os dois níveis com maior número de exigências de práticas de governança, apresentaram maior taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, comparando com as companhias inseridas no Nível 1 e aquelas inseridas no segmento de balcão tradicional. A taxa apresentada para o Nível 2 e para o Novo Mercado foi de 33,6% e 24,5%, respectivamente, contra uma taxa de 10,1%, para o balcão organizado, e 19,7% para o Nível 1.

A conclusão sobre o índice de rentabilidade é que as companhias inseridas no Nível 2 e no Novo Mercado tiveram melhores resultados no retorno sobre o patrimônio líquido, significando maior rentabilidade do capital investido pelos acionistas em empresas que atendem às melhores práticas de governança corporativa do mercado.

Analisando o índice de lucratividade das empresas selecionadas para essa pesquisa, verifica-se a margem líquida de 24%, 17,9%, 13,5% e 13,9% para as empresas inseridas no segmento de balcão organizado, Nível 1, Nível 2 e Novo mercado, respectivamente. A partir desta análise, é possível concluir que a governança corporativa não exerce grande influência sobre esse indicador, pois empresas que estão em níveis mais baixos de governança corporativa – ou seja, que não têm as melhores práticas de governança implementadas – apresentaram

maior margem líquida do que aquelas inseridas em níveis mais altos. Isso pode ser explicado pelo fato de a lucratividade de uma companhia estar associada não só à forma como ela se adéqua às práticas de governança corporativa, mas também a questões operacionais da empresa, demandas de mercado, diversidade de produtos disponibilizados, entre outros fatores.

## **THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE IN THE PERFORMANCE OF BRAZILIAN CORPORATIONS FROM ELECTRIC POWER INDUSTRY**

**Abstract:** This work aims to study the relationship between corporate governance and the performance of Brazilian companies traded in the segment of electricity. Firstly, the origin of corporate governance is described, mainly in the Brazilian market, in addition to its definition and its characterization in the country. It is highlighted the Brazilian Corporate Governance Institute for its function of promoting good governance practices and to publish the Corporate Governance Best Practice Code. Besides the governance theme, is briefly described the Brazilian electricity industry scenario and is presented the list of companies within this industry, according to BM&FBovespa. In order to make the link between governance and performance of this economy sector, it was conducted a quantitative and qualitative character survey, through a case study, in which companies were selected from the Brazilian energy sector. Based on these companies it was made a financial analysis through the lucrativeness index, represented by the net margin, and through the profitability index, represented by the rate of Return on Equity. In the survey, was found the good corporate governance practices adoption influence on the profitability of the companies chosen, although it has not shown an influence on lucrativeness.

**Keywords:** Corporate Governance, Electricity, Financial Analysis.

## REFERÊNCIAS

**AES Eletropaulo. A Empresa - Perfil.** Disponível em:

<<http://www.aeseletropaulo.com.br/empresa/Paginas/Perfil.aspx>>. Acesso em: 15 mai. 2011

**ANEEL Agência Nacional de Energia Elétrica - A Agência.** Disponível em:

<<http://www.aneel.gov.br/area.cfm?idArea=636&idPerfil=3>>. Acesso em: 28 abr. 2011.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, Jose. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências.** São Paulo: Atlas, 2007.

**BALANÇO ENERGÉTICO NACIONAL.** Disponível em:

<<https://ben.epe.gov.br/default.aspx>>. Acesso em: 28 abr. 2011.

Banco Mundial reduz previsão de crescimento para economia brasileira. **UOL Notícias Economia.** Disponível em: <<http://economia.uol.com.br/ultimas-noticias/valor/2011/06/08/banco-mundial-reduz-previsao-de-crescimento-para-economia-brasileira.jhtm>>. Acesso em: 28 mai. 2011.

**BAESA Usina Hidrelétrica Barra Grande.** Disponível em:

<[http://www.baesa.com.br/baesa/categoria.php?&cod\\_modulo=1&cod\\_categoria=1](http://www.baesa.com.br/baesa/categoria.php?&cod_modulo=1&cod_categoria=1)>. Acesso em: 15 mai. 2011

**BM&FBOVESPA Governança Corporativa.** Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/consultas/governanca-corporativa/governanca-corporativa.aspx?Idioma=pt-br>>. Acesso em: 15 abr. 2011.

\_\_\_\_\_. **Segmentos de Listagem.** Disponível em:

<[http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas\\_segmentos-de-listagem.asp](http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp)>. Acesso em: 27 abr. 2011.

\_\_\_\_\_. **Empresas Listadas.** Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/BuscaEmpresaListada.aspx?segmento=Energia+EI%c3%a9trica&idioma=pt-br>>. Acesso em: 27 abr. 2011.

CEMIG. **Quem somos**. Disponível em: <<http://www.cemig.com.br/ACemig/QuemSomos/paginas/default.aspx>>. Acesso em: 15 mai. 2011

**Código das melhores práticas de Governança Corporativa**. 4<sup>o</sup> edição. IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo: IBGC, 2009. Disponível em: <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 10 mar. 2011.

CPFL. **História CPFL Energia**. Disponível em: <<http://www.cpf.com.br/HistoacuteriaCPFLEnergia/tabid/106/Default.aspx>>. Acesso em: 15 mai. 2011

CVM. **Baesa - Energética Barra Grande SA**. Disponível em: <<http://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipolnstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=5824>>. Acesso em: 12 mai. 2011

\_\_\_\_\_. **Cia Energ Minas Gerais – CEMIG**. Disponível em: <<http://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipolnstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=6653>>. Acesso em: 12 mai. 2011

\_\_\_\_\_. **CPFL Energia SA**. Disponível em: <<http://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipolnstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=5752>>. Acesso em: 12 mai. 2011

\_\_\_\_\_. **Eletropaulo Metropolitana El.S.Paulo S.A**. Disponível em: <<http://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipolnstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=5478>>. Acesso em: 12 mai. 2011

\_\_\_\_\_. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cartilha.pdf>>. Acesso em: 15 mar. 2011.

GARCIA, Felix Arthur. **Governança Corporativa**. Rio de Janeiro: UFRJ, 2005.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e Técnicas de pesquisa social**. 5<sup>o</sup> Ed. São Paulo: Atlas, 1999.

IBGC. **Origem da boa governança**. Disponível em:  
<<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>. Acesso em: 25 abr. 2011.

ILHA, Valeska Takahashi. **A Teoria dos Custos de Transação e o modelo de comercialização de energia elétrica após as reformas do setor elétrico**. Rio Grande do Sul: UFRGS, 2010.

KELMAN, Jerson. Panorama de P&D no setor elétrico. **Revista Pesquisa e Desenvolvimento da ANEEL**. São Paulo, n. 3, p. 116, 03 de junho de 2009.

LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F; SHLEIFER, A. **Corporate ownership around the world**. *Journal of Finance*, v. 54, p. 717-738, 1998<sup>a</sup>.

LAKATOS, Eva Maria; MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia Científica**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2010.

MATARAZZO, D.C. **Análise Financeira de Balanços – Abordagem básica e Gerencial**. São Paulo: Atlas, 1998.

PINTO JUNIOR, Heler Queiroz *et al.* **Economia da energia: fundamentos econômicos, evolução histórica e organização industrial**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SABINO, Carlos A. **El proceso de investigación**. Buenos Aires: Lumen-Humanitas, 1996.

SILVA, Andre; LEAL, Ricardo. **Governança Corporativa: evidências empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.