

VALOR DE MERCADO E EFICIÊNCIA FINANCEIRA POR NÍVEIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NAS EMPRESAS DE ENERGIA ELÉTRICA

MARKET VALUE AND FINANCIAL EFFICIENCY BY CORPORATE GOVERNANCE LEVELS IN ELECTRICAL ENERGY COMPANIES

Célio Júnior¹
Victor Hugo Ferreira²

RESUMO

As boas práticas de Governança Corporativa (GC) contribuem com uma melhor evidenciação das informações nas demonstrações financeiras, permitindo que os seus *stakeholders* sejam capazes de compreender melhor os investimentos realizados em ações da empresa e o desempenho da mesma. O estudo objetiva verificar a correlação dos níveis de governança corporativa, conforme a classificação da BM&FBovespa, com o valor de mercado e indicadores de eficiência financeira das empresas. Elaborou-se uma pesquisa descritiva, com abordagem quantitativa, na qual foi conduzida por meio de análise documental em uma amostra de 54 ações do setor de energia elétrica que estão listadas na BM&FBovespa, atual B3, até dezembro de 2017. Utilizou-se o coeficiente de correlação de Spearman, seguido do teste ANOVA e comparações múltiplas de Tamhane. Encontrou-se uma relação significativa entre governança e valor de mercado. Porém, não se obteve resultados consideráveis com relação á boa parte dos indicadores de eficiência financeira, com exceção apenas da Margem Ebit (MrgEbit) que apresentou uma correlação fraca, mas que também não se mostrou relevante para os fins deste estudo.

PALAVRAS CHAVE: Governança Corporativa. Energia Elétrica. Bovespa. Desempenho Financeiro. Valor de Mercado.

ABSTRACT

Corporate Governance (CG) practices contribute to better disclosure of information in the financial statements, allowing its stakeholders to be better able to understand the investments made in the company's actions and performance. The study aims to verify the correlation of corporate governance levels, according to the BM&FBovespa classification, with the market value and financial efficiency indicators of the companies. A descriptive research was carried out, with a quantitative approach, in which it was conducted by means of documentary analysis in a sample of 54 actions of the electric energy sector that are listed in BM & FBovespa, current B3, until December 2017. The coefficient of Spearman correlation, followed by ANOVA and Tamhane multiple comparisons. There was a significant relationship between governance and market value. However, no significant results were obtained in relation to most of the financial efficiency indicators, except for the Ebit Margin (MrgEbit), which presented a weak correlation but was also not relevant for the purposes of this study.

¹ Mestre em Administração de Empresas pela Universidade de Fortaleza (UNIFOR), pós-graduação *latu sensu* em Gestão Financeira e Tributária pela Faculdade Farias Brito (FFB), graduação em Administração de Empresas pela Universidade Federal do Ceará e em Análise de Desenvolvimento de Sistemas. Atua como docente pela Universidade do Pará (UNOPAR).

² Mestre em Administração de Empresas pela Universidade de Fortaleza (UNIFOR), pós-graduação *latu sensu* em Engenharia de Segurança do Trabalho e Gestão de Obra (UNIFOR), graduação em Engenharia Civil pela Universidade Federal do Ceará (UFC). Atua como Engenheiro Civil na Refit Construções e Reformas.

KEYWORDS: Corporate governance. Electricity. Bovespa. Financial Performance. Market value.

1. INTRODUÇÃO

O interesse em governança corporativa cresceu rapidamente, tanto dentro como fora do meio acadêmico, juntamente com o reconhecimento da sua importância. Esse interesse tem sido interdisciplinar, com muito trabalho a ser realizado por pesquisadores não só da área de economia e finanças, mas também do direito, administração e contabilidade (BEBCHUK; WEISBACH, 2010).

Esses debates aumentaram consideravelmente após o ano de 2002 com os problemas de governança corporativa ocorridos no mercado de capitais norte-americano, o mais sofisticado do mundo e considerado até então como exemplo de modelo de governança para todos os outros mercados. A governança corporativa é considerada o principal foco das discussões sobre alta gestão no mundo atualmente, pois é vista como o conjunto de mecanismos que visam aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seus investimentos (SILVEIRA, 2004).

O mau funcionamento do mercado acionário vêm ocorrendo devido à falta de transparência das firmas e suas condutas nem sempre corretas com acionistas minoritários. Isso faz com que bons projetos deixem de ser financiados, já que as firmas não se comprometem com a proteção dos interesses dos seus investidores. Mesmo com a percepção de que uma melhor proteção aos acionistas minoritários facilitaria o desenvolvimento do mercado de capitais e o financiamento de novos projetos das empresas, países como o Brasil se viram em dificuldades, tanto políticas como institucionais, de promover mudanças na legislação que protegessem mais eficazmente os acionistas minoritários (SROUR, 2005).

Como forma de melhorar as práticas de governança corporativa no Brasil, Silveira e Saito (2008) apontam como uma das principais iniciativas a criação do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) fundado em novembro de 1995, como uma instituição sem fins lucrativos composto principalmente por praticantes da governança corporativa no setor privado. A entidade promove

conferências, publicações e treinamentos em governança corporativa, bem como o networking entre os profissionais. O IBGC emitiu seu primeiro Código de Boas Práticas, em 1999, com recomendações para a relação entre os acionistas controladores e minoritários, bem como orientações para um melhor funcionamento do Conselho Administrativo.

Em dezembro de 2000, a BM&FBovespa criou, aos moldes da experiência alemã (Neuer Market), um mercado para empresas que aceitassem voluntariamente práticas adicionais de governança corporativa. O objetivo era formar um mercado com menor grau de assimetria informacional que acarretasse na diminuição dos riscos e fomentasse a arrecadação de recursos (MOREIRAS; TAMBOSI FILHO; GARCIA, 2012).

Os segmentos especiais de listagem prezam por rígidas regras de governança corporativa. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.A.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir voluntariamente a um desses segmentos de listagem, já que tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos e garantias aos acionistas, bem como a divulgação de informações mais completas para controladores, gestores da empresa e participantes do mercado, o risco é reduzido (BM&FBOVESPA, 2016).

O IBGC (2015) por meio do Código de Boas Práticas converte princípios básicos em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor econômico em longo prazo da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para a qualidade da gestão da organização, sua longevidade e o bem comum.

Baseado na premissa de que a adoção aos segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa, além de valorizar os esforços da empresa na melhoria da relação com os seus diversos *stakeholders*, aumenta o potencial de valorização de suas ações no mercado, elaborou-se a seguinte questão de pesquisa: empresas do setor de energia com maiores níveis de governança corporativa da BM&FBovespa apresentam uma eficiência financeira ou valor de mercado maiores? Assim, este artigo tem por objetivo verificar a existência de associações entre os níveis de governança das empresas de energia elétrica e seus valores de mercado. O estudo desenvolve-se com base em uma amostra de 54 ações de empresas do setor de

energia elétrica listadas na BM&FBovespa, em dezembro de 2017.

Muitas pesquisas já foram feitas sobre esse tema, porém as respostas para este questionamento não são conclusivas, o que pode ser comprovado pela vastidão de estudos que relacionam uma melhoria da performance operacional, financeira e conseqüentemente conhecimento pelo mercado de capitais com a qualidade das práticas de governança nas empresas. A maior parte da literatura nacional e internacional, sobre a relação entre o valor da firma e a governança corporativa, documenta que melhores práticas de governança corporativa estão associadas a uma maior valorização da firma. Não obstante, não é unânime que a adoção de boas práticas de governança implique, efetivamente, em maior valor para as empresas, bem como não é claro se a relação custo x benefício associada com a implementação dos mecanismos de uma boa governança seja positiva (BERNARDINO; PEIXOTO; FERREIRA, 2014).

Silveira (2002) concluiu que a relação entre governança e valor é significativa, ou seja, quanto maior a governança maior o valor da empresa. Quental (2007) também encontrou evidências de que a adesão aos níveis de governança, de uma forma geral, possui impacto positivo sobre os retornos e a liquidez e reduz a volatilidade das ações. Nakayasu (2006) evidenciou em sua pesquisa uma reação positiva do mercado com relação ao anúncio de migração a um dos níveis diferenciados de governança corporativa da BM&FBovespa, principalmente próximos à data do evento.

Peixe (2003), afirma que empresas participantes do Novo Mercado teriam melhor precificação das suas ações, conseguindo com isso, menores custos de transação, baseado no pressuposto de que os investidores se dispõem a pagar um prêmio para as empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa e que apresentam maior grau de transparência.

Deste modo, observa-se que a discussão do tema tem sido importante para o desenvolvimento empresarial e para o mercado de capitais, pois tem ganhado atenção por parte de várias entidades na tentativa de disseminar as práticas de GC e expor a necessidade de adotá-las com o objetivo de gerar valor para a empresa e seus *stakeholders*.

Nesse sentido, este estudo contribui para a literatura sobre governança

corporativa, visto que fornece conteúdo de ordem prática já que pode ser utilizado por investidores ou empresários interessados na problemática deste estudo. A pesquisa proposta será também uma contribuição para a discussão do tema no âmbito gerencial haja vista a importância que a governança vem assumindo no ambiente acadêmico e empresarial. Gestores de organizações que se comprometem a assumir práticas superiores de governança corporativa buscam aumentar o valor para os acionistas.

Dada a importância do tema, torna-se imperativo a realização de pesquisas dentro do campo de governança corporativa e sua relação com o valor e eficiência financeira das empresas, com a finalidade de compreender melhor o assunto. Ao mesmo tempo, tanto a esfera acadêmica como o mundo corporativo possuem o interesse em inferir se as práticas superiores de governança colocadas pela Bovespa estão gerando valor para os acionistas e para as empresas.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 EVOLUÇÃO DAS BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA

Ao longo das décadas de 1990 e 2000, vários países e instituições, como a OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico), elaboraram códigos com princípios definidores de uma governança adequada, que colocaram como objetivo principal da empresa promover a otimização do retorno dos seus acionistas. Além disso, a globalização dos mercados de capitais reforçou a utilização de tais práticas, visto que os investimentos estavam, cada vez mais, condicionados ao ajuste da empresa aos procedimentos e padrões internacionais de governabilidade e informação (CORREIA, 2008).

La Porta et al (2002) pesquisaram os níveis de proteção aos investidores oferecidos pelas leis de vários países, chegando à conclusão de que boas condições de proteção aos investidores e melhores padrões contábeis estão associados à boa governança corporativa e à mercados de capitais mais desenvolvidos e amplos, que propiciam às empresas melhor acesso ao capital. Assim, a disposição de investidores e credores potenciais para financiar as firmas estão diretamente ligadas à proteção de seus direitos proporcionada pela legislação.

Silveira e Saito (2008) concluem que mesmo com o êxito no controle da inflação em 1995, devido ao Plano Real e do programa de privatizações 1990-2002,

os mercados de capitais, em particular os mercados de ações, não floresceu no Brasil até 2002, devido a três razões principais: fraca proteção legal ao investidor, más práticas de governança corporativa e as condições macroeconômicas instáveis, particularmente refletidas nas altas taxas de juros reais e risco país.

Diante do quadro de enfraquecimento mercado de capitais brasileiro, a BM&FBovespa buscou encontrar caminhos para superar esse cenário utilizando-se de instrumentos que pudessem ser acionados por ela, como agente privado, com menor dependência em relação à evolução das condições institucionais do mercado brasileiro (PITZER, 2011).

2.2 SEGMENTOS ESPECIAIS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Um mecanismo utilizado para mitigar a falta de regras legais de governança e proteção aos investidores, melhorar os níveis de transparência e divulgação de informações e abrandar a abusiva expropriação dos acionistas minoritários foi a criação de mercados especiais dentro dos mercados de capitais locais. No Brasil, a BM&FBovespa criou três mercados com níveis diferenciados de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado), nos quais diversas exigências devem ser cumpridas pelas empresas aderentes. As regras exigidas são gradativamente aumentadas em quantidade e qualidade por meio de níveis, culminando no restritivo Novo Mercado, que possui o maior grau de exigência e rigidez. A criação dos níveis de governança foi bem recebida por investidores, empresas, órgãos reguladores e pelo governo e marcou uma mudança na postura da BM&FBovespa, que era de passividade nas questões de proteção a investidores (BORGES; SERRÃO, 2005).

As empresas listadas no segmento Nível 1, devem adotar práticas que favoreçam a transparência e o acesso às informações pelos investidores divulgando informações adicionais às exigidas em lei. Além disso, as empresas se comprometem a manter no mínimo 25% das ações em circulação no mercado (*free float*) (BM&FBovespa, 2016).

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

ações ordinárias do acionista controlador. As ações preferenciais ainda dão o direito de voto aos acionistas em situações críticas, como a aprovação de fusões e incorporações da empresa e contratos entre o acionista controlador e a empresa, sempre que essas decisões estiverem sujeitas à aprovação na assembleia de acionistas (BM&FBOVESPA, 2016).

Por fim, o Novo Mercado estabeleceu desde sua criação um padrão de governança corporativa altamente diferenciado exigido pelos investidores para as novas aberturas de capital sendo recomendado para empresas que pretendem fazer ofertas grandes e direcionadas a qualquer tipo de investidor (investidores institucionais, pessoas físicas, estrangeiros etc.). A listagem nesse segmento especial implica na adoção de um conjunto de regras societárias que expandem os direitos dos acionistas, além da adoção de uma política de divulgação de informações mais transparente e abrangente que os outros níveis. Ademais, as empresas listadas nesse segmento podem emitir apenas ações com direito de voto, as chamadas ações ordinárias (ON) (BM&FBOVESPA, 2016).

2.3 PESQUISAS NO TEMA

Vieira e Mendes (2005) analisaram os impactos da democratização das sociedades, por meio de uma abordagem histórica da evolução da governança corporativa nas empresas brasileiras, seguida por uma verificação de alguns impactos que esta pode ter nos retornos das ações e suas volatilidades. Porém, não foram obtidos resultados conclusivos, especialmente em virtude do tamanho da amostra existente e das grandes mudanças ocorridas na base de dados.

Terra e Lima (2006), adotando outra metodologia, investigam durante o período 1995-2002, por meio de um estudo de eventos, se a divulgação das informações contidas nas demonstrações financeiras, anuais e trimestrais, das empresas de capital aberto com ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo afeta igualmente as empresas em geral e aquelas com sinalizadores diferenciados de boas práticas de governança corporativa. Os resultados empíricos revelam que os investidores reagem de forma diferenciada a alguns sinalizadores de boas práticas de governança corporativa das empresas.

Lima (2009) também se utilizou das informações divulgadas por empresas para pesquisar a relação entre o nível de *disclosure* voluntário e o custo de capital de terceiros. Foram pesquisadas 23 companhias abertas no decorrer de 2000 a

2005. Os resultados empíricos demonstraram que o nível de *disclosure* voluntário possui relação inversa com o custo de capital de terceiros, ou seja, quanto maior o nível de *disclosure*, menor o custo de capital de terceiros.

Quanto à relação desempenho financeiro e práticas de governança corporativa, Macedo e Corrar (2012) analisaram comparativamente a lucratividade, margem de lucro, giro do ativo, liquidez, endividamento e imobilização de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica no período de 2005- 2007. Os resultados da pesquisa suportaram apenas parcialmente as indicações de superioridade de desempenho apresentadas na literatura de governança corporativa.

Bach, Kudlawicz e da Silva (2015) obtiveram resultados similares quando avaliaram a influência da governança corporativa na eficiência das empresas de capital aberto listadas na BM&FBovespa (284 empresas) no período de 2008 a 2013. Verificou-se que a governança corporativa influencia o desempenho financeiro das empresas nas dimensões estrutura do Conselho de Administração e estrutura de propriedade, no entanto, seu poder de explicação foi baixo, salientando que outras variáveis não especificadas poderão interferir nesta relação.

Algumas pesquisas não confirmaram a relação positiva esperada entre governança corporativa e valor. Cremers e Ferrel (2009), por exemplo, encontram uma associação negativa robusta entre os índices de Gompers et al. (2003), Bebchuck et al. (2009) e o Q de Tobin de aproximadamente 1.000 empresas durante o período de 1978 a 2006.

A análise dos efeitos da adoção de mecanismos de governança corporativa pelas empresas de capital aberto do setor elétrico brasileiro sobre seu valor de mercado, no período de 2008 a 2012, mostrou uma relação negativa e significativa, que pode estar associada às particularidades do setor elétrico, ao fato de o mercado de capitais brasileiro ser pouco desenvolvido, ou mesmo ao reduzido nível de liquidez das empresas (BERNARDINO; PEIXOTO; FERREIRA, 2014).

A escolha do setor elétrico foi motivada pela sua expressividade na economia brasileira, já que é considerado um setor de importância estratégica para o desenvolvimento do país. No entanto, esse estudo se difere dos demais ao verificar a influência do segmento de governança corporativa na eficiência financeira e valor

de mercado das empresas do setor elétrico. Deste modo, as hipóteses que norteiam este estudo são:

- a. H1: Existe correlação positiva entre os segmentos de governança corporativa e eficiência financeira da empresa;
- b. H2: Existe correlação positiva entre os segmentos de governança corporativa e o valor de mercado das empresas;

3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Ao analisar a influência da estrutura dos níveis de governança corporativa na eficiência e valor de mercado das empresas, esta pesquisa se configura, no que tange à

natureza do estudo, como teórico-empírica. A abordagem é quantitativa, pois é de natureza aplicada e utiliza técnicas estatísticas, correlacionando as variáveis e verificando o impacto e a validade da pesquisa (MARTINS; THEÓPHILO, 2009).

A pesquisa se caracteriza como descritiva uma vez que tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno, bem como o estabelecimento de relações entre variáveis e fatos (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Foi utilizado o IBM SPSS *Statistics* 21 para manusear os dados e realizar análises estatísticas como análise descritiva da amostra, estimação das correlações, ANOVA e comparações múltiplas de Tamhane.

Quanto aos meios, a pesquisa é documental, já que se utilizou de materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa (GIL, 2008). Este estudo utilizou dados secundários, pois foram analisados dados das empresas disponibilizadas pelas organizações que operam no mercado de capitais brasileiro.

Quanto aos procedimentos de coleta, extraíram-se do site Fundamentus dados secundários de 54 ações de empresas pertencentes ao setor elétrico brasileiro, listadas na BM&FBovespa. Sendo assim, a amostra da pesquisa é considerada intencional e não probabilística.

Os dados se referem ao mês de dezembro de 2017, portanto foi feito um corte- transversal (*cross-sectional*), já que a coleta de dados ocorreu em um só momento, pretendendo-se descrever e analisar o estado das variáveis em um dado momento.

Os dados coletados consistiram no nome da ação, no índice Preço sobre Lucro (P/L), na Margem Ebit (MrgEbit), na Liquidez Corrente (LiqCorr), no Retorno sobre Patrimônio (ROE) e no Valor de Mercado (VlrMercado).

Tabela 1 – Análise Descritiva da Amostra

Se g. Go v	QTD E	P/ L		MrgEbit		LiqCorr		ROE		VlrMercado (R\$ Mi)	
		Médi a	Desv io Padr ão	Médi a	Desv io Padr ão	Médi a	Desv io Padr ão	Médi a	Desv io Padr ão	Média	Desv io Padr ão
MT	24	13,2 2	27,99	0,11	0,10	1,22	0,4 4	0,13	0,0 7	2.248, 17	1.563, 54
N1	13	- 12,9 8	34,55	0,14	0,31	1,12	0,4 3	0,17	0,4 3	6.791, 27	4.647, 06
N2	10	13,6 6	9,19	0,32	0,31	1,17	0,4 1	0,11	0,0 8	3.352, 05	2.197, 85
NM	7	-1,03	53,61	0,21	0,13	1,20	0,3 5	0,12	0,1 1	9.866, 50	8.840, 92

Fonte: Elaborado pelos autores (2017)

Optou-se pelo coeficiente de correlação de Spearman por ser mais adequado ao estudo, já que leva em consideração a ordem dos dados e não o seu valor intrínseco. Além disso, é o mais antigo e também o mais conhecido para calcular o coeficiente de correlação entre variáveis mensuradas em nível ordinal, chamado também de coeficiente de correlação por postos de Spearman (LIRA; NETO, 2006). Esse coeficiente avalia a intensidade e sentido da relação monótona entre duas variáveis podendo ser aplicado a dados lineares e não lineares. No entanto, não leva em conta a natureza escalar das variáveis em estudo já que assume que as variáveis estão medidas em uma escala ordinal. No caso desta pesquisa foi realizada a análise de correlação entre o nível de governança das empresas (escala ordinal) como valor de mercado das empresas (escala razão) e eficiência financeira (escala razão) das mesmas.

Em seguida aplicou-se o ANOVA de um fator para determinar se a diferença observada entre as médias amostrais é devida, apenas, às variações aleatórias de uma amostra a outra, ou se os dados vêm de populações onde as médias são verdadeiramente diferentes.

Contudo a ANOVA não informa quais grupos diferem, somente informa que existe uma diferença. Após achar uma diferença significativa, é possível fazer testes *posthoc* no fator para examinar as diferenças entre os níveis. Como a homogeneidade da variância da amostra não foi suportada, aplicou-se o *posthoc* Tamhane para examinar as diferenças entre os grupos de empresas por níveis de governança.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Esta seção contém a descrição e análise dos dados coletados. Inicialmente, descreve-se a correlação entre o segmento de governança e os indicadores de eficiência financeira e valor de mercado das empresas, caracterizada pelos itens P/L, MrgEbit, LiqCorr, ROE e Vlr Merc. Na Tabela 2, expõem-se os resultados das correlações entre esses indicadores e o segmento de governança das empresas em estudo.

Tabela 2 – Correlações de Spearman

		Correlações					
Rô de Spearman		NivGov	PL	MrgEbit	LiqCorr	ROE	VlrMercado
NivGov	Correlações de coeficiente	1,000	,033	,301*	-,045	-,068	,424**
	Sig. (2 extremidades)		,813	,027	,744	,626	,001
	N	54	54	54	54	54	54

*. A correlação é significativa no nível 0,05 (2 extremidades).

**. A correlação é significativa no nível 0,01 (2 extremidades).

Fonte: Elaborado pelos autores (2016)

A associação entre o Segmento de Governança (SegGov) e a Margem Ebit (MrgEbit), avaliada por meio do coeficiente de correlação de Spearman, indicou uma correlação positiva fraca, significativa ao nível de significância $\alpha = 0,05$ ($r = 0,301$, $p = 0,027$, teste bilateral). Este resultado indica que empresas com maiores níveis governança tendem a ter um lucro antes de juros e tributos maior em seus demonstrativos contábeis.

O resultado mais significativo obtido na pesquisa foi o da correlação entre o Segmento de Governança (SegGov) com o Valor de Mercado (VlrMerc) que apresentou uma correlação positiva moderada e com uma significância no nível de 0,01 o que implica que a correlação observada não se deve a flutuações amostrais, mas é sim algo de real na população de onde a amostra foi retirada. Isso indica que empresa com maiores níveis de governança tendem a possuir um maior valor de mercado.

O resultado das demais correlações são negligenciáveis ($|r| < 0,2$), pois são sem representatividade e não oferecem base para se tirar conclusões. Além disso, não são correlações significativas nem ao nível 0,05 que é o utilizado em maior parte de estudos acadêmicos.

A ANOVA a um fator foi utilizado para comparar médias dos grupos de segmentos de governança e como pode ser visto na Tabela 3 o único item para o qual se obteve uma diferença média significativa no nível 0,05 foi o Valor de Mercado. Porém, a ANOVA não informa quais grupos diferem, somente informa que existe uma diferença. Então, após achar uma diferença significativa, realizou-se testes *post-hoc* no fator para examinar as diferenças entre os seguimentos de

governança.

Tabela 3 – ANOVA a um fator

ANOVA						
		Soma dos Quadrados	df	Quadrado Médio	F	Sig.
PL	Entre Grupos	6828,022	3	2276,007	2,260	,093
	Nos grupos	50347,223	50	1006,944		
	Total	57175,245	53			
MrgEb it	Entre Grupos	3415,774	3	1138,591	2,437	,076
	Nos grupos	23364,371	50	467,287		
	Total	26780,145	53			
ROE	Entre Grupos	201,279	3	67,093	,135	,939
	Nos grupos	24920,467	50	498,409		
	Total	25121,746	53			
VirMercad o	Entre Grupos	4,047E+20	3	1,35E+20	8,147	0,00
	_Nos grupos	8,278E+20	50	1,66E+19		

Utilizou-se de um teste *post-hoc* que se ajusta para variações e tamanhos de amostras desiguais nos grupos. Optou-se pelo T2 de Tamhane que é um teste conservador. Ao analisar a Tabela 4 de resultados do teste verifica-se que a diferença entre as médias dos grupos se dá entre o as empresas do que constituem o Mercado Tradicional e as empresas do Nível 1 (Sig. 2,6%). Não verificou-se distinção significativa (Sig. maior que 5%) entre as comparações com outros grupos de ações da amostra como pode ser visto na Tabela 4.

Tabela 4 - Teste *post hoc* T2 de Tamhane

Comparações múltiplas						
Variável dependente		Diferença média (I-J)	Modelo padrão	Sig.	Intervalo de confiança 95%	
					Limite inferior	Limite superior
Tamhane	0 1	4543100392,949*	1,33E+09	,026	-8,63E+09	-4,58E+08
	0 2	-1,10E+09	7,65E+08	,679	-3,47E+09	1,26E+09
	0 3	-7,62E+09	3,36E+09	,323	-2,04E+10	5,19E+09
	1 0	4543100392,949*	1,33E+09	,026	4,58E+08	8,63E+09
	1 2	3,44E+09	1,46E+09	,170	-8,86E+08	7,76E+09
	1 3	-3,08E+09	3,58E+09	,960	-1,56E+10	9,41E+09
	2 0	1,10E+09	7,65E+08	,679	-1,26E+09	3,47E+09
	2 1	-3,44E+09	1,46E+09	,170	-7,76E+09	8,86E+08
	2 3	-6,51E+09	3,41E+09	,472	-1,92E+10	6,17E+09
	3 0	7,62E+09	3,36E+09	,323	-5,19E+09	2,04E+10
	3 1	3,08E+09	3,58E+09	,960	-9,41E+09	1,56E+10
	3 2	6,51E+09	3,41E+09	,472	-6,17E+09	1,92E+10

*. A diferença média é significativa no

nível 0.05. Fonte: Elaborado pelos

autores (2016)

A partir dos resultados acima exibidos rejeita-se H1, já que não se obteve resultados significativos para os indicadores financeiros (P/L, LiqCorr e ROE), com exceção apenas da Margem Ebit que apresentou uma correlação fraca significativa com um nível de 5%. Porém H2 foi aceita com um nível de 1% de significância, pois como visto obteve-se uma correlação positiva entre o nível de governança e valor de mercado das empresas.

Esta pesquisa obteve resultados que corroboraram com os achados de Silveira (2002), já que em ambos encontrou-se relação positiva entre governança e valor de mercado das empresas. Porém não se evidenciou impacto positivo sobre o ROE como em Quental (2007). Ademais, não se obteve resultados representativos

nos demais indicadores de eficiência financeira (P/L e LiqCorr) como em Vieira e Mendes (2005). Ainda na análise comparativa do desempenho contábil-financeiro entre as empresas da amostra a correlação

Margem Ebit e nível de governança suportou apenas parcialmente as indicações de superioridade de desempenho apresentadas na literatura de governança corporativa semelhante as pesquisas de Macedo e Corrar (2012) e Bach, Kudlawicz e da Silva (2015).

Diante de tais considerações, pode-se afirmar que, no geral, esta pesquisa constatou que há uma correlação positiva e estatisticamente significativa entre qualidade da governança e valor de mercado, corroborando parte da literatura sobre o tema (CORREIA, 2008; SILVEIRA, 2004). Porém, com resultados contrários aos de Cremers e Ferrel (2009) e Bernardino, Peixoto e Ferreira (2014), já que se encontrou uma associação positiva entre governança corporativa e valor. Esse resultado em especial reforçou a premissa do IBGC (2015) que adoção as Boas Práticas de GC preservam e otimizam o valor econômico das organizações.

5 CONCLUSÃO

O objetivo principal desse estudo foi analisar a correlação da adoção aos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA pelas empresas de capital aberto do setor elétrico brasileiro sobre seu valor de mercado e sua eficiência financeira, em dezembro de 2017. Para tanto foram realizados testes estatísticos com intuito de se obter uma possível relação entre os segmentos de governança e os indicadores de valor de mercado e eficiência financeira. Os resultados foram devidamente atingidos respondendo a questão de pesquisa relatando que houve uma relação positiva moderada entre nível de governança e valor de mercado, porém o mesmo não pode ser dito para a relação do nível de governança e indicadores de desempenho financeiro que apresentaram uma correlação positiva fraca com a Margem Ebit e correlações negligenciáveis para os demais indicadores financeiros.

Os achados desta pesquisa contribuíram para validar a premissa que a adoção às boas práticas de GC estão relacionados ao valor de mercado das empresas. A partir desses resultados é possível inferir que a relação positiva entre governança e valor de mercado se deu moderada por conta de particularidades ligadas ao mercado de ações que influenciam diretamente no desempenho das

empresas, como por exemplo, o fato de ser um setor altamente regulado pelo governo e pela presença expressiva de holdings, ou mesmo ao fato de o mercado de capitais brasileiro ser pouco desenvolvido (BERNARDINO; PEIXOTO; FERREIRA, 2014).

O estudo realizado apresentou limitações consideráveis quanto a sua população e amostra, pois a população foi representada apenas por um setor de empresas negociadas na BM&FBovespa e a amostra foi intencional e não probabilística. O tamanho da amostra também pode ser considerado uma limitação uma vez que apresentou um número limitado pelas disponibilidades da base de dados. Por fim, o fato da pesquisa ser transversal também se constitui como uma limitação por conta da impossibilidade de estabelecer relações causais por não evidenciarem a existência de uma seqüência temporal.

Para estudos futuros, sugere-se a utilização de uma amostra maior em um estudo longitudinal, de forma que os resultados sejam mais robustos, ou mesmo comparações entre diversos países. Também poderia ser analisado outros fatores que influenciam no desempenho e no valor de mercado das empresas como, por exemplo, os efeitos do cenário macroeconômico e das finanças comportamentais verificando assim qual a parcela de participação de cada fator no desempenho da empresa.

REFERÊNCIAS

BACH, Tatiana Marceda; KUDLAWICZ, Claudineia; DA SILVA, Eduardo Damião. Influência da Estrutura de Governança Corporativa na Eficiência Financeira: Evidências de Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Iberoamerican Journal of Strategic Management (IJSM)**, v. 14, n. 4, p. 41-62, 2015.

BEBCHUK, Lucian A.; WEISBACH, Michael S. The state of corporate governance research.

Review of Financial Studies, v. 23, n. 3, p. 939-961, 2010.

BERNARDINO, Flávia Ferreira Marques; PEIXOTO, Fernanda Maciel; DO NASCIMENTO FERREIRA, Roberto. Governança e eficiência em empresas do setor elétrico brasileiro. **Revista Pretexto**, v. 16, n. 1, p. 36-51, 2015.

BORGES, Luis Ferreira Xavier; SERRÃO, Carlos Fernando de Barros. Aspectos de governança corporativa moderna no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 24, p. 111-148, 2005.

BM&FBOVESPA. **Segmentos de listagem**. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/.

Acesso em: 08 de maio de 2017.

CORREIA, L. F. **Um Índice de Governança para Empresas no Brasil**. 274 f. 2008. Tese de Doutorado. Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte.

CREMERS, Martijn et al. Thirty years of corporate governance: firm valuation and stock returns. *Revised and resubmitted at* **Journal of Finance**, 2009.

MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; CORRAR, Luiz João. Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas com Boas Práticas de Governança Corporativa no Brasil. **Revista Contabilidade e Controladoria**, v. 4, n. 1.

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

GOMPERS, Paul; ISHII, Joy; METRICK, Andrew. CORPORATE GOVERNANCE AND EQUITY PRICES. **Quarterly Journal of Economics**, v. 118, n. 1, 2003.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA (IBGC). **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5 ed. 2015. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/inter.php?id=18180>. Acesso em: 08 de dezembro de 2017.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate valuation. **Journal of finance**, p. 1147-1170, 2002.

LIMA, Gerlando Augusto Sampaio Franco de. Disclosure level × cost of debt of Brazilian companies. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 20, n. 49, p. 95-108, 2009.

LIRA, Sachiko Araki; NETO, Anselmo Chaves. Coeficientes de correlação para variáveis ordinais e dicotômicas derivados do coeficiente linear de Pearson. **Ciência & Engenharia**, v. 15, n. 1/2, p. 45-53, 2008.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da**

investigação científica paraciências sociais aplicadas. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MOREIRAS, Luiz Maurício Franco; TAMBOSI FILHO, Elmo; GARCIA, Fabio Gallo. Dividends and asymmetric information: analysis of the new market. **Revista de Administração (São Paulo)**, v. 47, n. 4, p. 671-682, 2012.

NAKAYASU, Gilberto Noboru. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil**. 2006. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

PEIXE, Franciane Cristina Darós. **Novo mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa**. 2003. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

PITZER, MÁRCIO. **A influência do nível de governança corporativa no valor de mercado das ações das empresas brasileiras negociadas na bovespa**. 2011. Tese de Doutorado. Dissertação de Mestrado em Administração e Desenvolvimento Empresarial. Universidade Estácio de Sá, Rio de Janeiro.

QUENTAL, Guilherme de Araujo Jorge. **Investigação dos Impactos da Adesão de Empresas Brasileiras aos Segmentos Diferenciados de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo**. 2007. Tese de Doutorado. Universidade Federal do Rio de Janeiro.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. 2002. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil**. 2004. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; SAITO, Richard. Corporate governance in Brazil: Landmarks, codes of best practices, and main challenges. **Codes of Best Practices, and Main Challenges (October 2008)**, 2008.

SROUR, Gabriel. Práticas diferenciadas de governança corporativa: um estudo sobre a conduta e a performance das firmas brasileiras. **Revista Brasileira de Economia**, v.

59, n. 4, p. 635-674, 2005.

TERRA, Paulo Renato Soares; LIMA, João Batista Nast de. Governança corporativa e a reação do mercado de capitais à divulgação das informações contábeis. **Revista contabilidade e finanças. São Paulo. Vol. 4, n. 42 (set./dez. 2006), p. 35-49**, 2006.

VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança corporativa: uma análise de sua evolução e impactos no mercado de capitais brasileiro- DOI: [http://dx. doi. org/10.15603/1982-8756/roc. v2n3p48-67](http://dx.doi.org/10.15603/1982-8756/roc.v2n3p48-67). **Revista Organizações em Contexto-online**, v. 2, n. 3, p. 48-67, 2005.