

A RELAÇÃO ENTRE A ADOÇÃO DAS PRÁTICAS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA E A ALAVANCAGEM FINANCEIRA DAS EMPRESAS BRASILEIRAS DO SETOR ENERGÉTICO NO ANO DE 2008

THE RELATION BETWEEN THE ADOPTION OF PRACTICES OF THE CORPORATE GOVERNANCE AND THE FINANCIAL LEVERAGE OF THE BRAZILIAN COMPANIES OF THE ENERGY SECTOR IN THE YEAR OF 2008

REINILSON RODRIGUES DA SILVA JUNIOR

Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais
reinilsonrodriguesbh@yahoo.com.br

LUIS RENATO JUNQUEIRA

Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais
luisrj@yahoo.com.br

LUIZ ALBERTO BERTUCCI

Universidade Federal de Minas Gerais
bertucci@face.ufmg.br

Resumo: o objetivo deste estudo foi analisar se a adoção às práticas de Governança Corporativa, por parte de empresas brasileiras do setor elétrico, influencia na sua alavancagem financeira. Foram incluídos também no modelo os fatores tamanho e rentabilidade, para isolar o efeito destes no endividamento das empresas. Foram avaliadas 51 empresas do setor elétrico, no ano de 2008. A análise foi realizada a partir do método estatístico de regressão linear múltipla, utilizando o teste t para validar os coeficientes encontrados. Os resultados demonstraram que a adesão às práticas de Governança Corporativa diminui o nível de alavancagem, sendo que a variável se apresentou estatisticamente significativa. A hipótese levantada é que a Governança Corporativa eleva o valor das ações das empresas, incentivando o uso de capital próprio. Já as variáveis tamanho e rentabilidade confirmaram as teorias, apresentando relações positiva e negativa respectivamente. Entretanto, estes dois fatores não se apresentaram estatisticamente significativos.

Palavras-chave: Governança Corporativa, alavancagem, rentabilidade, tamanho e estrutura de capital

Abstract: the objective of this study was to analyze if the adoption to the practices of Corporate Governance, on the part of Brazilian companies of the electric sector, influence
GES –v 3, n 6, jul./dez. 2009 CEPEAD/FACE/UFMG

their financial leverage. Factors as size and profitability were included in the model for isolate their effect on the indebtedness of the companies. Fifty-one companies from the electric sectors were evaluated in the year of 2008. The analysis was made through the statistical method of multiple linear regression, using the t-test to validate the coefficients found. The results demonstrated that the adhesion to the practices of Corporate Governance diminishes the level of leverage, being the variable statistically significant. The raised hypothesis is that the Corporate Governance raises the value of the stocks of the companies, stimulating the use of proper capital. The variable size and profitability confirmed the theories, presenting positive and negative relations, respectively. However, these two factors were not statistically significant.

Key-words: Corporate Governance, leverage, rentability, size and capital structure

1. INTRODUÇÃO

Toda discussão sobre Governança Corporativa parte da idéia de como tais ferramentas podem influenciar na estrutura de uma empresa. A Governança Corporativa pode ser entendida como a adoção de práticas e instrumentos que possibilitem um ambiente harmônico entre gestores, acionistas, clientes, fornecedores, sociedade, entre outros.

À medida que o capital das organizações vai se pulverizando, é necessária a criação de mecanismos de governança mais eficazes para alinhar os interesses entre acionistas, gestores, clientes, fornecedores, e a sociedade.

Pesquisas acadêmicas têm constatado que boas práticas de Governança Corporativa promovem um maior desenvolvimento do mercado de capitais, uma vez que proporcionam maior transparência, prestação de contas, e equilíbrio entre investidores e gestores, e conseqüentemente, gerando uma maior valorização das ações, volume negociado e um aumento da liquidez (CARVALHO, 2003).

Por outro lado, sabe-se que a questão do crédito e financiamento é um dos principais empecilhos ao desenvolvimento da economia do Brasil, tanto no seu volume, que pode ser considerado baixo, quanto no que diz respeito às questões como prazos e custos, aspectos que são demasiadamente inadequados. Embora haja um desenvolvimento notório do Sistema Financeiro Brasileiro, e uma alta rentabilidade, associado à base sólida e complexidade de grandes instituições, a disponibilidade crédito é baixa, semelhante a países com pequeno grau de desenvolvimento.

A baixa disponibilidade de financiamento no Brasil pode ser entendida tanto por razões macroeconômicas quanto microeconômicas. No que diz respeito ao primeiro é

importante ressaltar a histórica instabilidade da economia do país, altas taxas de juros, taxas de inflação assustadoras, entre outros determinantes. Em relação ao segundo fator, destacam-se benefícios concedidos aos acionistas controladores frente aos pequenos investidores, dificuldade de acesso às informações tanto das empresas quanto das pessoas físicas, falta de transparência, informalidade, legislações inadequadas, entre outros fatores. Esse universo de fatores, associado a outros entraves, proporciona a baixa oferta de financiamento.

Dentro dessa perspectiva, o presente trabalho tem como objetivo verificar os impactos causados na estrutura de endividamento das empresas brasileiras do setor energético no exercício de 2008 que aderiram de forma voluntária às boas práticas da Governança Corporativa, estipuladas pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa.

De uma forma geral, a teoria referente à Governança Corporativa sinaliza uma série de benefícios para as organizações, investidores e sociedade, os quais podem ser subdivididos em seis perspectivas: o retorno das ações, o risco, a liquidez e volume negociado das ações, o custo de capital, o valor de mercado e crescimento econômico.

Vários autores têm defendido que o desenvolvimento financeiro está relacionado à transparência, a harmonia entre acionistas e gestores, gerando garantias e comprometimento por parte dos administradores, que dessa forma alinham seus interesses com os investidores, formando assim as práticas da Governança Corporativa.

A Governança Corporativa é uma área abrangente, que envolve áreas distintas como economia, direito e finanças. A busca de relação entre as principais diretrizes da Governança Corporativa e o valor da empresa, objeto de grande parte dos estudos do tema, parte da idéia, que o objetivo maior dos gestores é adicionar valor para os acionistas. De acordo com Silveira, Barros e Famá (2004), os instrumentos da Governança Corporativa e o desempenho das organizações têm sido o principal foco dos estudos tanto no mundo quanto no Brasil.

O pressuposto é que elevados padrões de Governança Corporativa proporcionem a maximização de riqueza dos acionistas e minimizem a assimetria dos conflitos de agência, bem como equilibrem o interesse dos *stakeholders*. Nessa mesma corrente de pensamento, Andrade e Rossetti (2006), Monforte (2004) e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico -OCDE- (2003) defendem a idéia que a Governança Corporativa é um dos aspectos que determina o crescimento das nações. Apesar dessa importante hipótese, no Brasil, tanto os trabalhos teóricos quanto os empíricos com objetivo de identificar as relações dos mecanismos da Governança Corporativa com o crescimento e

desenvolvimento econômico são poucos, justificando dessa forma, esforços direcionados a uma melhor compreensão do tema.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

A discussão sobre a governança está relacionada a mecanismos internos e externos, que assegurem que as decisões tomadas no âmbito corporativo possibilitem aos fornecedores de capital, o maior retorno sobre seu investimento. Dessa forma, o entendimento da governança se dá pela compreensão de que tais mecanismos diminuem a assimetria entre os agentes internos e externos, atribuindo importância idêntica a todas as partes da organização. Os agentes de mercado aconselham a adoção, por parte das corporações, de algumas práticas para aprimoramento da Governança Corporativa, a fim de proporcionar um ambiente harmônico entre acionistas e gestores.

O senso comum sinaliza que empresas que implementam as boas práticas de Governança Corporativa, recomendadas por exemplo Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, obtêm melhores resultados.

De acordo com o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC –, Governança Corporativa é o sistema pelo qual as organizações são controladas, monitoradas e incentivadas, envolvendo relações entre proprietários (acionistas), conselho de administração, diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa têm a finalidade de maximizar o valor aos fornecedores de capital, aumentando o valor societário e, dessa forma, contribuindo para a sua perenidade.

Para Silva (2006), Governança Corporativa diz respeito às relações entre acionistas com os conselhos de administração e diretoria executiva das organizações, bem como as relações que envolvem outros agentes, tanto no âmbito interno (empregados, terceirizados) quanto no ambiente externo (credores, fornecedores, clientes, consumidores, governo, sociedade e meio ambiente), as quais têm interesses nas decisões, ações e resultados das corporações.

A preocupação da Governança Corporativa está em criar mecanismos eficientes, tanto de incentivos quanto de monitoramento, com o propósito de assegurar que as decisões dos executivos estejam alinhadas com os interesses dos acionistas.

Segundo Lodi (2000), a Governança Corporativa é o sistema que assegura aos sócios/acionistas o governo estratégico da organização e intenso monitoramento sobre a

diretoria executiva. A boa governança proporciona aos acionistas equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*), associado às leis do país (*compliance*).

Já La Porta et al. (2000) definem Governança Corporativa como o conjunto de instrumentos que protegem os investidores externos da expropriação pelos agentes internos (gestores e acionistas controladores). Compartilhando desta mesma idéia, Shleifer e Vishny (1997) a conceituam como as formas pelas quais os fornecedores de recursos garantem que obterão para si o retorno sobre seu investimento.

Podem ser citados dois modelos de Governança Corporativa. O primeiro, denominado modelo *shareholder*, leva em conta apenas os interesses dos grupos de acionistas das organizações. Predominante nos Estados Unidos e Reino Unido, diz respeito somente ao acordo entre os acionistas da organização.

Já o segundo, denominado modelo *stakeholder*, possui uma ótica mais abrangente, que inclui outros agentes que têm interesse na continuidade da companhia e que são afetados pelas decisões tomadas pelos administradores, tais como: clientes, fornecedores, consumidores, a sociedade em geral, que é predominantemente estabelecido em países da Europa Ocidental.

Este último modelo é criticado por Jensen ao dizer que:

Conceder o controle a qualquer outro grupo que não aos acionistas seria o equivalente a permitir que este grupo jogasse poker com o dinheiro dos outros, criando ineficiências que levariam à possibilidade de fracasso da corporação. A negação implícita desta proposição é a falácia que se esconde por trás da chamada teoria dos stakeholders. (JENSEN, 2001, p. 2)

No Brasil, o modelo de Governança Corporativa mais comum é o do *shareholder*, pois as práticas estabelecidas pela Bovespa em seus três níveis, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, procuram defender, prioritariamente, os interesses dos acionistas.

3. GOVERNANÇA CORPORATIVA E A TEORIA DE AGÊNCIA

A necessidade do aprimoramento dos mecanismos de Governança Corporativa surgiu devido às questões de expropriações de riquezas dos acionistas por parte dos gestores, uma vez que houve a separação entre propriedade e controle. Dentro desse contexto, os acionistas, afastados do controle, deveriam de alguma forma, assegurar que os interesses dos administradores estavam alinhados com os seus.

Nessa perspectiva, surgiu o estudo da *Agency Theory* (Teoria da Agência), que consiste na relação “agente- principal”. Jensen e Meckling (1976) definem uma relação de agência como sendo um contrato no qual uma ou mais pessoas – o principal – delegam a outra pessoa – o agente – a autoridade para tomar decisões sobre alguma tarefa que é de seu interesse.

Com a separação entre controle e propriedade, associada à ótica contratual das relações, surge uma relação de agência entre acionistas e gestores. Essa nova visão foi idealizada por Jensen e Meckling (1976), na qual citam que os problemas de agenciamento não são apenas de conflitos de interesses existentes entre as partes envolvidas, mas também em todas as situações que requerem cooperação entre indivíduos. Nesse sentido, duas razões dos conflitos de agência são abordadas: 1) devido à inexistência de contrato completo; e 2) devido à inexistência de agente perfeito. Portanto, nas organizações há indivíduos com objetivos conflitantes e esses agentes se tornam equilibrados mediante uma estrutura regida por relações contratuais.

Os conflitos da agência são resultantes de interesses não simétricos dos acionistas e dos gestores oriundos da separação entre a propriedade e gestão. Dentro dessa concepção, Dalmácio e Nossa (2003) entendem que a princípio, os gestores deveriam objetivar a maximização da riqueza dos acionistas, mas nem sempre isso maximiza seus próprios ganhos e interesses. Portanto, ao delegar poder aos executivos, os proprietários podem estar perdendo parte de sua riqueza.

Para Andrade e Rossetti (2006), não é possível a realização de contratos perfeitos, pois: a) há um grande número de contingências nos negócios; b) existe uma multiplicidade de ações a essas contingências; c) contingências imprevisíveis passaram a ocorrer frequentemente. Diante disso, a Governança Corporativa se apresenta como um mecanismo de alinhamento dos interesses dos acionistas e gestores, reduzindo o conflito de agência.

4. OS 5 P's DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Dentro do universo da Governança Corporativa, uma síntese dos conceitos referentes às dimensões da governança corporativa foi descrita por Andrade e Rossetti (2006) como os 5 P's da Governança Corporativa, que são: Princípios, Propósitos, Processos, Práticas e Poder.

Princípios: são as premissas básicas da governança. Referem-se ao conjunto de diferentes atributos, que podem ou não, no contexto de longo prazo, favorecer uma maior

homogeneidade em decorrência do processo da globalização. No mundo corporativo quatro valores já são clássicos (*fairness, disclosure, accountability e compliance*) que sistematizam de forma clara e objetiva os princípios para os quais a alta gestão das companhias deve se atentar nas tomadas de decisões.

Propósitos: o propósito principal da Governança Corporativa é o de proporcionar o máximo de retorno aos seus acionistas/investidores. Esse propósito fundamental das empresas caminha de forma paralela com os interesses dos *stakeholders*. Nesse sentido, é de interesse dos *shareholders* que as partes que têm interesses nas decisões das companhias sejam consideradas de forma estratégica.

Poder: diz respeito às formas como são desenvolvidas as negociações e estabelecidas as relações entre os órgãos da governança, definindo os mecanismos de estruturação de poder nas corporações. Para Andrade e Rossetti (2006, p.145), “o poder efetivamente assumido pela tecnoestrutura organizacional e pelos gestores, resultante da dispersão e da passividade dos proprietários é, em princípio, fonte de conflitos e de disfunções.”

Processos: se fundamentam na constituição e *empowerment* dos conselhos de administração, da direção executiva e da auditoria. Partindo-se dessa concepção, são estabelecidos os mecanismos funcionais entre elas, com foco em processos de homologação, formulação, bem como monitoramento das estratégias corporativas, das políticas operacionais e dos resultados obtidos. Paralelamente a estas relações funcionais, são estabelecidos sistemas de controle, voltados ao monitoramento dos riscos internos e externos.

Práticas: o seu estabelecimento se dá em cada organização mediante os processos pré-estabelecidos, e seu foco está relacionado aos potenciais conflitos de agência, seja aqueles inerentes à má administração dos gestores, quanto aos decorrentes de grupos majoritários, que detêm o controle.

5. ESTRUTURA DE CAPITAL

As empresas, à medida que vão ampliando os seus negócios, necessitam de capital para promoverem a sua expansão, seja de origem própria ou de terceiros (BRIGHAM e HOUSTON, 1999). A forma pela qual as companhias organizam essa necessidade de capital é denominada a estrutura de capital das empresas.

Para Assaf Neto (2003), a estrutura de capital de uma organização diz respeito à forma de composição de fontes de financiamento de longo prazo, originados de capitais de terceiros

(exigível), bem como de capitais próprios (patrimônio líquido). Para o autor, uma empresa pode adotar a estrutura de capital que desejar, seja optando por um maior endividamento ou com uma maior parcela de capital próprio, contudo, deve embasar a sua avaliação pela relação risco-retorno.

Dada a complexidade da estrutura de capital, por ser uma área que está relacionada com outras variáveis de decisões financeiras, a adoção de uma determinada estrutura de capital pode, conseqüentemente, maximizar os lucros da empresa, bem como ser utilizado como um mecanismo de alavancagem financeira (GITMAN, 1997).

Na concepção de Brigham e Houston (1999), quatro fatores exercem influências sobre a gestão da estrutura de capital:

- a) O risco do negócio: quanto maior o risco do negócio da empresa, mais baixo será seu grau de endividamento ótimo;
- b) A posição tributária da empresa: os juros das dívidas são dedutíveis do imposto de renda. Entretanto, se a organização já possuir escudos tributários, como depreciação ou compensação de prejuízos anteriores, esta não terá tanto estímulo para ter um alto nível de endividamento;
- c) Flexibilidade financeira: se a corporação não possuir facilidade na obtenção de capital, a tendência é que ela mantenha um nível mais baixo de alavancagem, para se apresentar financeiramente forte em momentos adversos e conseguir captar recursos com menos dificuldades;
- d) Conservadorismo ou agressividade da administração: gestores mais agressivos tendem a utilizar mais endividamento para alavancar os resultados de suas organizações.

Dentro desta linha, Titman e Wessels (1988) acrescentam outras variáveis que também podem afetar a composição da estrutura de capital de uma empresa: valor dos ativos da empresa que podem ser utilizados como garantia, oportunidades de crescimento, setor especializado, classificação do setor, tamanho da organização, volatilidade dos retornos e rentabilidade dos negócios.

Para Assaf Neto (2003), a principal questão nas decisões de financiamento se refere à escolha da melhor proporção entre capital próprio e capital de terceiros. O capital próprio é recurso dos acionistas e está associado a um custo de oportunidade para a organização. Nesse sentido, a expectativa de remuneração do acionista diz respeito à taxa de retorno mínima que a empresa deve estabelecer na aplicação de recursos próprios, ou nas decisões de

investimentos. O capital próprio é considerado investimento de risco, uma vez que eventuais insucessos na administração dos negócios atingem diretamente e de forma negativa os rendimentos dos acionistas, e não se estende à remuneração dos credores.

Já o capital de terceiros é composto pela série de dívidas onerosas, as quais são contraídas pela empresa. Demonstrem um custo explícito, que é determinado pelas cobranças dos encargos financeiros, possuem uma data de vencimento e os credores têm preferência no recebimento com relação aos proprietários, sendo que, normalmente, estes recursos são lastreados por garantias fornecidas pela empresa.

Em resumo, o capital próprio é menos arriscado para a empresa, entretanto, seu custo é maior que o capital de terceiros. Neste sentido, a adoção das práticas de Governança Corporativa pode afetar a imagem da organização perante os investidores e também os credores, influenciando nas decisões referentes à estrutura de capital.

6. PESQUISAS RECENTES SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA

Desde a criação do Novo Mercado e dos níveis 1 e 2 da Governança Corporativa, algumas pesquisas empíricas têm buscado analisar a performance das empresas que adotaram as boas práticas da Governança Corporativa, em relação a algumas variáveis como: retorno, liquidez, custo de captação, alavancagem e risco.

Comerlato, Terra e Braga (2002) analisaram se houve uma reação positiva no mercado de capitais brasileiro em relação a dez empresas que aderiram ao Nível 1 de Governança Corporativa. No estudo tomaram como base a adesão em 26/06/2001 dessas organizações no Nível 1, sendo que a reação do mercado de capitais nacional foi estatisticamente irrelevante, sinalizando um não reconhecimento do mercado das novas regras como suficiente para impactar positivamente no retorno das ações dessas empresas. Ainda conforme os autores, apesar de estatisticamente insignificante, há indícios que evidenciam uma avaliação positiva do mercado em relação ao Nível 1.

Já Carvalho (2003) encontrou resultados estatisticamente significativos no que diz respeito ao retorno das organizações que adotaram algum nível da Governança Corporativa da Bovespa até maio de 2002. Conforme o autor, houve retornos assustadores de forma positiva para tais organizações.

Silveira, Barros e Famá (2004) avaliaram como a Governança Corporativa influenciou o valor de mercado das empresas abertas. Na análise foram consideradas companhias abertas

não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo, que apresentaram liquidez significativa no exercício de 2002. Os resultados obtidos mostraram uma relação positiva e significativa entre qualidade da Governança Corporativa e valor das empresas.

Em um estudo realizado com 225 empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo no ano de 2000, Silva (2004) relata que existe uma relação, em grande parte, estatisticamente significativa entre a estrutura de Governança Corporativa, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos.

Contudo, na perspectiva de Andrade e Rossetti (2004), a migração das empresas para os níveis diferenciados de Governança Corporativa provocou impactos significativos no que diz respeito à valorização das ações. Entre dezembro de 2001 e dezembro de 2003 a valorização das ações medidas pelo Ibovespa foi de 64%, e a valorização das empresas que compõem o Índice de Governança Corporativa – IGC foi de 83%, conforme o quadro abaixo:

Tabela 1: Evolução Comparativa dos Índices IBO e IGC

Períodos	Índices nominais		Evolução	
	Ibovespa	IGC	Ibovespa	IGC
Dez./01	13.577	1.010	100	100
Dez./02	11.268	1.026	83	102
Jan./03	10.941	980	81	97
Fev.	10.280	994	76	98
Mar.	11.273	1.095	83	108
Abr.	12.556	1.165	92	115
Mai	13.421	1.214	99	120
Jun.	12.972	1.159	96	115
Jul.	13.571	1.263	100	125
Ago.	15.174	1.406	112	139
Set.	16.010	1.359	118	135
Out.	17.982	1.464	132	145
Nov.	20.183	1.613	149	160
Dez.	22.236	1.845	164	183

Fonte: Andrade e Rossetti (2004, p.300)

7. METODOLOGIA

Esta pesquisa pode ser classificada como descritiva, pois busca entender como se relacionam dois fatores, que são: a adoção às práticas de Governança Corporativa e as decisões referentes à alavancagem financeira das empresas brasileiras do setor elétrico em 2008. Além disso, trata-se de uma pesquisa quantitativa, na medida em que se utiliza de um

método estatístico para a realização da análise dos dados. O método mencionado é a Regressão Linear Múltipla, que será detalhada mais adiante.

Neste estudo, optou-se por trabalhar com apenas um único setor econômico, buscando uma homogeneidade na amostra. Além disso, dois fatores foram determinantes para a escolha do setor elétrico: grande representatividade na economia brasileira e um bom número de empresas que já aderiram às práticas de Governança Corporativa.

O setor elétrico brasileiro é composto por 63 empresas que negociam suas ações na Bovespa. Entretanto, 12 companhias foram retiradas da amostra por falta de dados disponíveis. De qualquer forma, a amostra contém 37 empresas do setor elétrico pertencentes ao mercado tradicional e 14 empresas do setor elétrico pertencentes a algum nível de Governança Corporativa, totalizando 51 empresas, o que representa 81% do total.

Como forma de coleta de dados foi utilizada a estratégia da coleta documental de forma indireta, com dados secundários, do tipo *cross-section*, ou seja, dados coletados em um mesmo ponto do tempo. Dessa forma, a análise foi realizada mediante os relatórios das demonstrações contábeis das organizações do setor de energia elétrica.

Como método de análise utilizou-se a regressão linear múltipla, com os dados do tipo *cross-section*. Para Gujarati (2000), análise de regressão trata do estudo da relação de uma variável dependente com uma ou mais variáveis explicativas, com a finalidade de estimar ou prever a média populacional, ou o valor médio do fator dependente em termos de valores médios dos fatores explicativos.

O teste de hipótese compreendeu a abordagem do teste de significância. Conforme Gujarati (2000), esse tipo de teste é um procedimento em que os resultados obtidos com a amostra são utilizados para verificar a validade ou não de uma hipótese nula. A idéia principal deste teste é a de uma estatística de teste e a distribuição de amostragem dessa estatística de acordo com a hipótese nula. Em outras palavras, se o valor $-p$ for menor ou igual a 0,10 é estatisticamente significativo, se valor- p for maior não será estatisticamente significativo.

A análise consistiu em estimar o endividamento das empresas do setor de energia elétrica em relação à Governança Corporativa, independentemente dos níveis aos quais as companhias possam pertencer, bem como o tamanho e a rentabilidade, a fim de esboçar um panorama geral.

Para analisar a influência da Governança Corporativa na estrutura de endividamento das companhias brasileiras do setor de energia elétrica de capital aberto, foram definidas as seguintes variáveis:

Variável Dependente:

1. Endividamento: variável definida como a soma dos empréstimos e debêntures de curto e longo prazo sobre o patrimônio líquido, ao final do exercício de 2008;

$$\text{Endividamento} = \frac{\text{Empréstimo de curto e longo prazo} + \text{Debêntures}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Variáveis Independentes:

1. Governança Corporativa: variável binária para representar a adesão ou não à Governança Corporativa. O valor 1 foi atribuído às empresas que estão inseridas em um dos níveis da GC, e o valor 0 para as pertencentes ao Mercado Tradicional.
2. Tamanho: variável definida como o Logaritmo natural do Ativo Total das empresas;

$$\text{Tamanho} = \text{LN}(\text{AT})$$

3. Rentabilidade: variável LAJIRDA, definida como o lucro antes dos juros, imposto de renda, depreciação e amortização sobre o Ativo Total das empresas;

$$\text{Rentabilidade} = \frac{\text{LAJIRDA}}{\text{ATIVOTOTAL}}$$

Então, para esta primeira análise a equação da regressão ficou da seguinte forma:

$$\text{Endividamento} = \beta_0 + \beta_1 \text{GC} + \beta_2 \text{Tam} + \beta_3 \text{Rent}$$

Após encontrar os coeficientes da Regressão Linear Múltipla, foi realizado um teste de hipótese, para verificarmos a significância dos mesmos. Então, neste caso, foi utilizado o Teste t para verificar se os coeficientes encontrados eram estatisticamente diferentes de zero. Caso contrário, não podemos afirmar que as variáveis independentes de fato exercem influência sobre a variável dependente.

O teste t é feito para cada variável isoladamente, portanto, um fator pode não ser estatisticamente significativo, mas isso não torna os demais inválidos. O cálculo deste teste é feito da seguinte forma:

$$t_{\hat{\beta}_j} = \frac{\hat{\beta}_j - \beta_j}{\sigma(\hat{\beta}_j)}$$

Em que, $t_{\hat{\beta}_j}$ = valor de t para o coeficiente estimado;

$\hat{\beta}_j$ = coeficiente estimado;

β_j = valor da hipótese nula (H_0);

$\sigma(\hat{\beta}_j)$ = desvio-padrão do coeficiente estimado.

Já o $\sigma(\hat{\beta}_j)$, desvio-padrão para a estimativa do coeficiente, é encontrado por:

$$\sigma^2(\hat{\beta}_j) = \frac{\sigma^2}{\sum (x_{ij} - \bar{x})^2}$$

Em que, σ^2 = variância geral do modelo;

\bar{x} = média dos valores da variável analisada;

x_i = valores amostrais de cada variável i no tempo t inserida no modelo.

Por sua vez, o cálculo da variância geral do modelo é obtido pela fórmula:

$$\sigma^2 = \frac{\sum_i \sum_t \varepsilon_{it}^2}{n - k - 1} \quad \Rightarrow \quad \varepsilon_{it} = Y_{it} - \beta_0 - \sum_{j=1}^k \beta_j X_{it}^j$$

Lembramos que, no nosso caso específico, testamos a H_0 (hipótese nula) de sempre o coeficiente ser igual a zero, com o que a equação do teste t foi simplificada para:

$$H_0: \beta_j = 0$$

$$H_1: \beta_j \neq 0$$

$$\text{Se } -t_\alpha < \frac{\hat{\beta}_j}{\sigma(\hat{\beta}_j)} < t_\alpha, \text{ então não rejeita } H_0.$$

Ressaltamos que os pacotes computacionais estatísticos associam o resultado do teste t a um p -value, o qual apresenta diretamente o grau de significância estatística do coeficiente testado, indicando qual a margem de erro que pode ser admitida para rejeição da hipótese nula (H_0). No caso específico deste trabalho, o limite máximo de aceitação do p -value é de 0,10.

8. ANÁLISE DOS RESULTADOS

No modelo, foi testada a hipótese de que o nível de endividamento sofre influências das práticas da Governança Corporativa adotadas pelas empresas. Mais especificamente, assumiu-se o pressuposto de que a adoção as práticas da Governança Corporativa possibilitasse uma maior alavancagem financeira a essas empresas, pois a adesão aos princípios da Governança Corporativa traria uma maior segurança, transparência e harmonia entre acionistas e credores, gerando garantias e comprometimento por parte dos administradores.

Para Vasconcellos (2002), a maior transparência reflete em menor risco para os investidores e, conseqüentemente, aumenta o valor da empresa. Parte-se da ideia que os investidores, fornecedores de capital e demais *stakeholders*, ao possuírem informações claras sobre a empresa, terão conhecimento dos pontos fortes e fracos, tendo conhecimentos dos riscos inerentes ao negócio.

Em um estudo desenvolvido por Perobelli e outros (2005), composto por todas companhias abertas não financeiras negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo durante o período de 1998 a 2002, foi revelado que o grau de endividamento das empresas brasileiras foi positivamente relacionado com a qualidade da Governança Corporativa, ou seja, as empresas que primam pelos princípios da Governança tendem a ser mais endividadas. Este fenômeno pode ser explicado pelo fato de que as companhias que se esforçam em adotar as práticas de Governança Corporativa têm a expectativa de ver suas ações mais valorizadas no mercado. Entretanto, uma vez que o mercado brasileiro é caracterizado pela baixa proteção aos acionistas minoritários, e estes tendem a pagar um menor valor pelas ações devido ao risco, esta valorização pode não ocorrer, fazendo com que tais organizações optem por fontes alternativas de captação de recursos, pois o valor das suas ações estariam desvalorizados, uma vez que os investidores caracterizam de uma forma generalizada o risco.

A análise das relações entre as variáveis expostas foi feita por uma análise de regressão, utilizando um nível de significância de 0,10. Em outras palavras, se $p > 0,10$ a

variável não é estatisticamente significativa, se $p < 0,10$ a variável é estatisticamente significativa.

Nesta pesquisa, foram utilizados dados de 51 empresas do setor de energia elétrica no ano de 2008. A variável dependente foi o Endividamento das companhias e foram escolhidas três variáveis independentes, sendo a primeira uma variável *dummy*, determinando se a organização aderiu ou não a um dos níveis de Governança Corporativa, indistintamente. Os demais fatores utilizados foram tamanho e rentabilidade, pois tentamos isolar o efeito que estes exercem sobre o endividamento das organizações.

Tabela 2: Resultados da Regressão Linear Múltipla

Variável Dependente: Endividamento

Intercepto	Governança Corporativa	Tamanho	Rentabilidade	Quantidade de Observações
-1,5132 (0,5370)	-1,0661 (0,0119)	0,2220 (0,1620)	-1,6510 (0,4766)	51

Fonte - Elaborada pelos autores do artigo.

Nota - Os valores entre parênteses representam os *p-values* dos coeficientes.

O teste realizado compreendeu uma regressão, em que o modelo apresentou um R^2 de 0,1424. Isso implica que a qualidade do modelo não é tão boa, visto que o modelo tem um maior ajuste à medida que está próximo de 1. Dessa forma, é necessário uma análise mais cautelosa, demonstrando que existem outras variáveis que afetam o endividamento das empresas, mas que não foram consideradas no presente modelo. De qualquer forma, este resultado do R^2 não invalida o presente estudo.

A variável Governança Corporativa apresentou um coeficiente negativo de -1,0661 e foi estatisticamente significativa, uma vez que seu *p-value* foi de 0,0118. Conforme o resultado, as empresas do setor de energia elétrica que se encontram nos níveis de Governança Corporativa da Bovespa tendem a um endividamento menor, considerando o exercício de 2008.

Nessa perspectiva, uma das possíveis causas para explicar o fenômeno de que empresas listadas em níveis de Governança Corporativa tendem a um menor endividamento, é que a qualidade da Governança Corporativa pode elevar a confiança do investidor na empresa, contribuindo para o aumento do valor da ação da companhia, e conseqüentemente, diminuindo o custo do capital próprio. Isto pode estimular a captação deste recurso sem recorrer aos empréstimos, seja de natureza de curto ou longo prazo.

Normalmente, o capital próprio gera um menor risco para a empresa, mas em compensação, é mais oneroso do que o capital de terceiros, justamente pelo maior risco assumido pelo acionista. Neste estudo, podemos inferir que as práticas de Governança Corporativa provocam um melhor relacionamento entre os gestores das companhias e os investidores externos, reduzindo o risco percebido por estes e diminuindo o custo do capital próprio. Desta forma, tais organizações optam por emitir mais ações.

A variável tamanho apresentou coeficiente positivo de 0,2220. Este resultado demonstra que há uma tendência de que as organizações com uma soma maior de ativos concentrem um maior endividamento, uma vez que podem oferecer mais garantias junto aos fornecedores de capital. Essa idéia foi levantada em estudos de Rajan e Zingales (2004) e Gomes e Leal (1999) ao revelar que empresas com maior volume de ativos tangíveis poderiam se endividar mais, uma vez que empresas maiores tenderiam a apresentar um maior acesso aos recursos financeiros. Contudo, essa análise deve ser feita com cautela, visto que não se apresentou estatisticamente significativa, uma vez que seu *p-value* foi de 0,1619 superando o limite de 0,10 estipulado.

A variável rentabilidade obteve um coeficiente negativo de -1,650. Neste sentido, empresas mais rentáveis se endividam em menor proporção, pois tendem a gerar a sua própria necessidade de capital para financiar as suas atividades. Negócios mais rentáveis geram uma maior folga financeira para as companhias, fornecendo a elas mais flexibilidade na utilização destes recursos. Por isso, elas preferem utilizar este dinheiro proveniente das suas operações do que fazer captação de recursos de terceiros. Todavia, o teste de hipótese apresentou um *p-value* de 0,4766, ou seja, não foi estatisticamente significativa, portanto sua análise deve ser realizada de forma mais cuidadosa.

O presente trabalho não pretendeu esgotar a discussão sobre a Governança Corporativa em relação à alavancagem financeira das empresas do setor de energia elétrica, mas incentivar o interesse por esse tema, objeto crescente de vários estudos no Brasil e no mundo. Outros estudos podem contribuir para essa linha de pesquisa, propiciando maior consistência dos resultados encontrados. Outros setores da economia brasileira podem ser estudados de forma mais aprofundada a fim de contribuir para toda essa discussão voltada para os mecanismos da Governança Corporativa e as organizações.

9. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O tema Governança Corporativa vem alcançando notável importância no âmbito empresarial à medida que o capital das companhias vai se pulverizando, e a adoção de mecanismos de gestão e controle mais sofisticados são necessários para harmonizar os interesses entre investidores majoritários e minoritários, gestores e stakeholders, tais como clientes, fornecedores e sociedade.

No Brasil, sabe-se que o crédito e o financiamento são fatores críticos, uma vez que são empecilhos ao desenvolvimento econômico do país, no que diz respeito ao baixo volume, as questões burocráticas e aos custos e prazos que são inadequados.

O mercado de capitais, que é uma fonte de financiamento para as empresas, é bem reduzido no país. Embora, nos últimos anos, tal mercado tem conseguido notável desenvolvimento, quando comparado com outras economias, percebe-se que uma série de mecanismos devem ser criados a fim de equacionar tal questão.

Vários estudos têm defendido que o desenvolvimento financeiro de um país está relacionado à transparência, à harmonia entre gestores e acionistas, gerando garantias e comprometimento pelos administradores, que assim, harmonizam seus interesses com os investidores, e conseqüentemente, resultando nas práticas de Governança Corporativa.

Nesse contexto, diante da crescente importância do tema, vários esforços têm sido empreendidos no Brasil com a finalidade de difundir e aperfeiçoar as boas práticas da Governança Corporativa. Em dezembro de 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo criou os níveis diferenciados de Governança Corporativa, cujo objetivo é destacar empresas comprometidas com uma maior transparência e as melhores práticas da Governança Corporativa, de forma voluntária. São três diferentes níveis com grau de exigência crescente quanto à adoção das práticas diferenciadas da Governança Corporativa. No ano seguinte, foi instituída a Nova Lei das SAs, que promoveu a reestruturação das Sociedades Anônimas, cujo objetivo primordial foi oferecer proteção aos acionistas minoritários. Foram criados códigos de boas práticas da Governança Corporativa pelo IBGC, entre outras mudanças.

Nesse sentido, foi realizado um estudo com a finalidade de verificar os impactos do endividamento em relação às práticas da Governança Corporativa no setor de energia elétrica. Foram consideradas 51 empresas brasileiras de capital aberto do setor de energia elétrica no exercício de 2008.

O método estatístico utilizado foi a análise de regressão linear múltipla, que consistiu em verificar o impacto sofrido no endividamento das empresas que aderiram à Governança Corporativa, independentemente do nível (1, 2 ou novo mercado). Além disso, foram

inseridos dois fatores no modelo considerados importantes influenciadores da alavancagem financeira das companhias, que são: tamanho e rentabilidade.

Os resultados obtidos mostraram que as empresas do setor de energia elétrica que aderiram às práticas da Governança Corporativa tendem a ter um menor endividamento, sendo que o coeficiente observado apresentou significância estatística, conforme seu *p-value*. Uma das possíveis causas está na ideia de que a qualidade da Governança Corporativa pode elevar a confiança do acionista na empresa e, conseqüentemente, gerar um aumento no valor da ação da companhia, e assim diminuindo o custo de capital próprio. Isto pode estimular a captação de recursos sem contrair empréstimos de curto ou longo prazo.

Em relação ao atributo tamanho, a análise apresentou uma relação positiva com as empresas do setor elétrico revelando que maiores empresas tendem a um maior endividamento, corroborando a ideia de muitos autores de que empresas com maiores ativos, os quais podem ser utilizados como garantias, conseguem maior acesso ao capital de terceiros. Contudo, esta análise deve ser feita com cautela, uma vez que o coeficiente encontrado não se apresentou estatisticamente significativo.

Quanto à rentabilidade, o estudo apresentou uma relação negativa com o endividamento, revelando que empresas mais rentáveis tendem a uma proporção de endividamento menor, uma vez que são capazes de gerar a sua necessidade de capital e dessa forma, financiar as suas atividades. Cabe ressaltar também que o coeficiente encontrado não foi estatisticamente significativo.

Por fim, esse estudo trouxe contribuições na área da Governança Corporativa, ao revelar que a adoção as práticas da governança corporativa estão relacionadas a um menor endividamento das empresas do setor de energia elétrica no período de 2008. É interessante ressaltar que toda discussão sobre as questões que envolvem governança corporativa são importantes à medida que incentivem a busca por novos estudos no Brasil e no mundo, com o objetivo de proporcionar maior consistência ao tema.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, A, ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO – BOVESPA –. Níveis Diferenciados de Governança Corporativa. Disponível em < www.bovespa.com.br > Acesso em 16.05.09.

BRIGHAM, E. F.; HOUSTON, J. F. *Fundamentos da moderna administração financeira*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

CARVALHO, A. G. *Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA: trabalho preparado para a BOVESPA*. Departamento de Economia, Universidade de São Paulo, jan/2003, 28 p.

COMERLATO, G. M. B.; TERRA, P. R. S.; BRAGA, L. O. A reação do mercado acionário brasileiro às novas regras de governança corporativa da BOVESPA – um estudo empírico sobre o Nível 1. In: XXXVII Assembléia do Conselho latino-americano das Escolas de Administração (CLADEA), 2002, Porto Alegre. *Anais...* Porto Alegre: UFRGS, 2002.

DALMÁCIO, Flávia Zoboli; NOSSA, Valcerino. A Teoria de Agência Aplicada aos Fundos de Investimento. In: XXVII Encontro Nacional da ANPAD – ENANPAD, 2003, Atibaia. *Anais...* Atibaia, 2003.

GITMAN, L. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

GOMES, G. LEAL, R. *Determinantes da estrutura de capital das empresas brasileiras com ações negociadas em bolsa de valores*. Rio de Janeiro: BNDES/COPPEAD, 1999

GUJARATI, Damodar N. *Econometria básica*. 3. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2000.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA – IBGC. *Pesquisa sobre governança corporativa*. Novembro, 2001. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acesso em: 15.03.09.

JENSEN, Michael. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Harvard University Press, 2001. 320p.

JENSEN, Michael; MECKLING, William. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v.3, p. 305-360, October, 1976.

LA PORTA, Rafael; SHLEIFER, Andrei; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v.58, p. 3-27, October, 2000.

LODI, João Bosco. *Governança Corporativa: O conselho da Empresa e o Conselho de Administração*. 7. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MONFORTE, J. G. Introdução. In: ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. *Governança Corporativa*. São Paulo: Atlas, 2004.

PEROBELLI, F.F.C., SILVEIRA, A.M., BARROS, L.A.B.C. e ROCHA, F.D. Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: Um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade. In: XXIX Encontro Nacional da ANPAD – ENANPAD, 2005, Brasília. *Anais...* Brasília, 2005.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (OCDE). *Relatório oficial sobre governança corporativa na América Latina*. Tradução de Pinheiro Neto Advogados, Danvers – USA: OCDE, 2003. Disponível em: www.oecd.org/daf/corporate-affairs/>. Acesso em Maio de 2009.

RAJAN, R. G.; ZINGALES, L. *Salvando o Capitalismo dos Capitalistas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004. 393p.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert. A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.

SILVA, Edson Cordeiro da. *Governança Corporativa nas empresas*. São Paulo: Atlas, 2006.

SILVA, A. L. C. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. *Revista de Administração da USP*. São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out/nov/dez – 2004.

SILVEIRA, Alexandre M., BARROS, Lucas A., FAMÁ, Rubens. Determinantes do nível de governança corporativa das companhias abertas brasileiras. In: IV Encontro Brasileiro de Finanças, 2004, Rio de Janeiro. *Anais...* Rio de Janeiro, 2004.

TITMAN, Sheridan e WESSELS, Roberto. The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, v. 48, n. 1, p. 1–19, Mar. 1988.

VASCONCELLOS, P. C. Governança corporativa diz respeito à criação de valor. *Revista RI - Relações com Investidores*. N. 52. p. 19-20. Jun/2002.