

### ANÁLISE COMPARATIVA DO DESEMPENHO CONTÁBIL-FINANCEIRO DE EMPRESAS COM BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

**COMPARATIVE ANALYSIS OF ACCOUNTING AND FINANCIAL PERFORMANCE OF COMPANIES WITH GOOD CORPORATE GOVERNANCE PRACTICES IN BRAZIL**

Recebido em 07.12.2011 | Aceito em 22.03.2012 | Segunda versão aceita em 14.04.2012 |

Nota: este artigo foi aceito pelos Editores Romualdo Douglas Colauto e Ademir Clemente e passou por uma avaliação *double blind review*

A reprodução dos artigos, total ou parcial, pode ser feita desde que citada a fonte.

---

MARCELO ALVARO DA SILVA MACEDO

Doutor em Engenharia de Produção | Pós-Doutorado em Controladoria e Contabilidade | Professor do Programa de Mestrado em Ciências Contábeis da FACC | Universidade Federal do Rio de Janeiro UFRJ | Avenida Pasteur 250 | Urca | Rio de Janeiro-RJ | Telefone: (21) 38735119 | E-mail: malvaro.facc.ufrj@gmail.com |

LUIZ JOÃO CORRAR

Doutor em Controladoria e Contabilidade | Professor do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da FEA | Universidade de São Paulo USP | Avenida Prof. Luciano Gualberto 908 | São Paulo-SP | Telefone: (11) 30915820 | E-mail: ljcorrar@usp.br |

### RESUMO

Este artigo tem como objetivo analisar comparativamente o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica, através da aplicação da Análise Envoltória de Dados (DEA) às informações do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil no período de 2005-2007. Para tanto, utiliza-se de informações sobre lucratividade, margem de lucro, giro do ativo, liquidez, endividamento e imobilização obtidas na base Melhores e Maiores da Exame-FIPECAFI. Em linhas gerais, a comparação entre o desempenho médio destes dois grupos, utilizando o teste não paramétrico de Mann-Whitney, ao nível de significância de 5 %, mostra que para o ano de 2005 e

para o desempenho médio no período de análise pode-se concluir que as empresas com boas práticas de governança corporativa têm desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior. Porém, em relação a 2006 e 2007 o desempenho dos dois grupos é estatisticamente igual ao nível de 5 %. Isso suporta apenas parcialmente as indicações de superioridade de desempenho apresentadas na literatura de governança corporativa.

**Palavras-chave:** Desempenho. Governança Corporativa. Índices Contábil-Financeiros. Análise das Demonstrações Contábeis. DEA.

## ABSTRACT

This article aims to compare the accounting and financial performance of companies with good corporate governance practices and others without this profile, by applying the Data Envelopment Analysis (DEA) to the information of the electric distribution sector in Brazil from 2005 -2007. In order to meet this goal, it was used information about profitability, profit margin, asset turnover, liquidity, debt and capitalization obtained from the Exame-FIPECAFI database. In general, the comparison between the average performance of these two groups, using the Mann-Whitney nonparametric test, with significance level of 5 %, shows that companies with best practices of corporate governance have statistically superior accounting and financial performance in the year 2005 and in their average performance during the analysis period. However, for 2006 e 2007 the performance of the two groups is statistically equal in the level of 5 %. This only partially supports the indications of superiority of performance presented in the literature of corporate governance.

**Keywords:** Performance. Corporate Governance. Accounting and Financial Ratios. Accounting Reports Analysis. DEA.

## 1 INTRODUÇÃO

Com base na literatura sobre governança corporativa, verifica-se que esta passou a ser, ao longo do tempo, uma das principais credenciais para o desempenho positivo nos negócios. Isso porque esta é encarada como um elemento estratégico auxiliar no incremento dos lucros e das oportunidades de desenvolvimento, já que a adoção de práticas de governança corporativa virá a beneficiar a empresa com a melhoria no alinhamento de interesses entre acionistas e demais partes interessadas. Mas será que é possível capturar esta vantagem, pela adoção de práticas de governança corporativa, através da análise do desempenho contábil-financeiro?

A análise do desempenho organizacional é um dos aspectos que vêm governando, em maior ou menor grau, dependendo da organização e do setor, a atuação de empresas no Brasil e no mundo, nos últimos anos. Isso porque através desta a administração da organização se torna capaz de monitorar, comparar e, até mesmo, corrigir o desempenho da mesma, sendo assim, fundamental para a sobrevivência da organização num ambiente competitivo. Apesar disso, a análise do desempenho organizacional é sempre algo passivo de muitas discussões. Questionamentos de quais indicadores utilizar, e como consolidá-los de forma a estabelecer um critério justo de avaliação de *performance* estão presentes em vários estudos e no dia-a-dia das empresas.

Sendo assim, este estudo tem como objetivo analisar comparativamente o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica, através da aplicação da Análise Envoltória de Dados (DEA) às informações do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil no período de 2005-2007.

Neste sentido, o problema de pesquisa, para este trabalho, se concentra em verificar se existe diferença estatisticamente significativa entre o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica. Assim, as principais questões de pesquisa são: (1) Qual o desempenho contábil-financeiro das empresas do setor de distribuição de energia elétrica no Brasil no período de 2005-2007? (2) Existe diferença estatisticamente significativa entre o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica?

## 2 DESEMPENHO ORGANIZACIONAL COM FOCO CONTÁBIL-FINANCEIRO

Num quadro de globalização e de abertura dos mercados, onde a competitividade é um fator determinante do sucesso, os sistemas de medição de desempenho se tornaram indispensáveis. A mensuração de desempenho é definida por Neely (1998) como sendo o processo de quantificar a eficiência e a efetividade de ações passadas, através da aquisição, coleta, classificação, análise, interpretação e disseminação dos dados apropriados. Ao final, os sistemas de medição fornecem informações importantes para que ações preventivas e/ou corretivas sejam tomadas. Como o progresso da empresa é monitorado através destes sistemas, seus eventuais erros são corrigidos, aumentando as possibilidades de que estas conquistem suas metas e objetivos.

Neely (1998) ressalta, ainda, que as avaliações feitas em caráter relativo (*benchmarking*), ou seja, mensurando o desempenho da organização em relação, por exemplo, a seu ambiente competitivo, são geradoras de resultados potencialmente relevantes, pois informam o posicionamento da empresa perante as demais empresas, além de subsidiar a escolha de *benchmarks* (referenciais de desempenho).

Hendriksen e Van Breda (1999) enfatizam que a mensuração do desempenho pode ser feita sob a ótica de valores monetários, normalmente utilizando dados contábil-financeiros, e/ou sob a ótica de informações não-monetárias. A conjugação de informações de ambas as naturezas pode levar o sistema de avaliação do desempenho a uma condição diferenciada no que diz respeito a certas previsões para subsidiar o processo decisório.

Ainda neste sentido, segundo Kaplan e Norton (1997), o uso de indicadores oriundos de práticas contábil-financeiras são importantes, mas não conseguem traduzir todos os objetivos estratégicos das empresas. Por conta disso, muitos estudos vêm buscando integrar estes indicadores com outros não financeiros, formando, assim, uma avaliação focada em diversas naturezas do desempenho organizacional, visto que os gestores necessitam de indicadores sobre vários aspectos.

Apesar da indiscutível importância dos aspectos não-financeiros na análise e avaliação do desempenho organizacional, o que percebe-se é que ainda se tem na análise contábil-financeira o foco principal de muitos estudos. De acordo com Omaki (2005), apesar das limitações, o uso de medidas de desempenho contábil-financeiro ainda é o procedimento mais comum e sobre o qual existem inúmeros estudos comprovando sua validade, ao menos como um estimador razoável do desempenho organizacional.

Segundo Marques (2004) e Iudícibus (2008) a Contabilidade, através de suas demonstrações, pode ser considerada como uma das mais importantes linguagens dos negócios e uma das principais

fontes de dados utilizadas para fins de avaliação de desempenho das empresas, porém sua utilização carece de um entendimento de suas limitações de uso no processo decisório.

Ainda para Perez Jr. e Begalli (2002) e Matarazzo (2003), as demonstrações contábeis fornecem informações úteis e compreensíveis a respeito do passado para ajudar a seus usuários a fazer previsões e tomar decisões relativas à situação econômico-financeira futura do negócio. Isso é feito através da análise contábil-financeira, que se utiliza para este fim de uma série de índices calculados a partir de relações entre contas ou grupos de contas das demonstrações contábeis.

Porém, Matarazzo (2003), Marques (2004) e Assaf Neto (2006) destacam que apesar de ser fonte de informações necessárias a qualquer abordagem de análise de desempenho organizacional, a principal preocupação da análise contábil-financeira é fornecer uma avaliação genérica sobre diferentes aspectos da empresa em análise, todos vistos sob a ótica econômico-financeira, sem descer a um nível maior de profundidade, que só seria alcançada com a inclusão de outras informações estratégicas da organização em análise.

Brito e Vasconcelos (2005) destacam que mesmo quando trata-se apenas do desempenho contábil-financeiro, o desempenho tem uma natureza multidimensional ou multicriterial, e estas dimensões ou critérios podem ter objetivos conflitantes entre si, oferecendo dificuldades para a criação de um objetivo composto de desempenho.

Neste sentido, vários autores tais como Iudícibus (2008), Assaf Neto (2006), Matarazzo (2003) e Perez Jr. e Begalli (2002), destacam que uma questão que se torna interessante na análise contábil-financeira é o que fazer com o conjunto de índices calculados no sentido de se obter uma visão do desempenho da empresa, pois tem-se vários parâmetros de decisão e é bem possível que cada um leve a uma conclusão diferente e até mesmo conflitante em relação à situação econômico-financeira da empresa.

Sendo assim, segundo Pereira da Silva (2008) e Matarazzo (2003), é necessário, que em benefício da própria análise contábil-financeira, que determinados instrumentos quantitativos sejam utilizados no sentido de auxiliar a utilização dos resultados desta análise no processo de tomada de decisão.

Para isso é preciso aplicar metodologias que integrem os indicadores da análise contábil-financeira, de modo a organizar e condensar a informação, haja vista a quantidade de indicadores e a diversidade de combinações possíveis para análise de desempenho. Segundo Santos e Casa Nova (2005), o que está na base de aplicação destas metodologias é o entendimento do desempenho como um fator multidimensional ou multicriterial, expresso mediante uma análise conjunta dos indicadores.

O uso de Métodos Multicritério de Apoio à Decisão (MCDA) pode ser uma solução para este tipo de problema. De acordo com Gomes *et al.* (2004), o Apoio Multicritério à Decisão (AMD) consiste em um conjunto de métodos e técnicas para auxiliar ou apoiar a tomada de decisões, quando da presença de uma multiplicidade de critérios.

A resposta mais importante do uso destes métodos é a caracterização de uma medida de desempenho, que faz com que a decisão fique orientada por um único indicador construído a partir de várias abordagens de desempenho diferentes. Vale ressaltar que isso facilita em muito o processo decisório, pois ao invés de considerar vários índices para concluir a respeito do desempenho da empresa o analista se utiliza apenas da medida de *performance* resultado do uso da metodologia multicritério.

Dentre os métodos de Apoio Multicritério à Decisão (AMD) destaca-se a Análise Envoltória de Dados (DEA), que segundo Lins e Meza (2000), apresenta-se como um método que fornece uma medida de desempenho capaz de comparar a eficiência de várias unidades similares mediante a consideração explícita do uso de suas múltiplas entradas para a produção de múltiplas saídas. Desta forma, esta

metodologia faz com que a decisão fique orientada por um único indicador construído a partir de várias abordagens de desempenho diferentes.

Um dos maiores benefícios do uso da DEA, de acordo com Macedo *et al.* (2006a), é o conjunto de unidades de referência que pode ser usado como *benchmarking* na melhoria do desempenho das unidades menos eficientes. Estes *benchmarks* indicam o que precisa ser modificado nos *inputs* e *outputs* e como melhorá-los para transformar unidades ineficientes em eficientes.

A Análise Envoltória de Dados (DEA), segundo Zhu (2000), representa uma das mais adequadas ferramentas para avaliar a eficiência, em comparação com ferramentas convencionais. Os resultados da DEA são mais detalhados do que os obtidos em outras abordagens, servindo melhor ao embasamento de recomendações de natureza gerencial.

Apesar de originalmente ser uma metodologia proposta em um ambiente de produção (transformação de insumos em produtos), salientam Macedo *et al.* (2006b), a DEA pode ser utilizada como um método multicritério, quando se utiliza indicadores do tipo quanto menor melhor no lugar dos *inputs* (ex.: risco, custo, endividamento etc.) e do tipo quanto maior melhor no lugar dos *outputs* (ex.: lucratividade, retorno, liquidez etc.). Isso transforma a DEA em um método de Apoio Multicritério à Decisão (AMD), aplicado com o intuito de consolidar várias perspectivas (critérios) de desempenho diferentes.

A DEA já foi utilizada em vários trabalhos para consolidar medidas de desempenho organizacional, especialmente as de natureza contábil-financeira, dentre os quais destacam-se: Zhu (2000), Ceretta e Niederauer (2001), Santos e Casa Nova (2005), Macedo *et al.* (2006a e 2006b), Vilela *et al.* (2007) e Onusic *et al.* (2007). É esta linha de pensamento que esta pesquisa procura seguir, no que diz respeito à análise do desempenho organizacional.

### 3 GOVERNANÇA CORPORATIVA

De acordo com Martins *et al* (2006) o assunto governança corporativa ganhou corpo a partir do momento em que investidores de países desenvolvidos passaram a levar seus investimentos para longe de suas fronteiras, haja vista a saturação que seus mercados domésticos estavam enfrentando.

A governança corporativa, ressaltam Kitagawa *et al* (2007), Berthelot, Morris e Morrill (2010) e Lee e Lin (2010), basicamente nasceu da separação do controle e gestão das empresas e pode ser definida como um conjunto de práticas (mecanismos de controle, monitoramento e de incentivos) que visam fazer com que o controle atue de fato em benefício das partes com direitos legais sobre a empresa, minimizando o oportunismo.

Cabe ressaltar, de acordo com Lee e Lin (2010), que toda a base da governança corporativa vem principalmente dos estudos da Teoria da Agência, tais como Jensen e Meckling (1976) e Fama e Jensen (1983). Sendo assim, de acordo com Neves *et al.* (2007) e Berthelot, Morris e Morrill (2010) a governança corporativa pode ser vista sob três perspectivas: relacionada a conflito de agência entre o minoritário e o majoritário em que existe a possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários frente aos majoritários, devido ao seu poder de influência sobre o agente que administra a firma; da relação dos gestores e dos acionistas, diante de um quadro de reduzida possibilidade de influência por parte dos acionistas que estão em posição altamente pulverizada, em que a expropriação ocorrida nesta ótica está entre o agente (gestor) e o principal (acionistas); e externa, onde visa-se à aceitação da empresa frente à sociedade.

Em linhas gerais, de acordo com Silveira *et al* (2003), Okimura *et al.* (2007) e Iquiapaza *et al* (2007), a governança corporativa pode ser definida, então, como um conjunto de valores e normas que visa diminuir conflitos de interesse, maximizar a riqueza dos acionistas, buscando sempre levar em conta

os interesses das minorias, mas atentando a otimizar o desempenho de uma companhia, promovendo o desenvolvimento e o crescimento econômico.

Rabelo *et al* (2007) colocam que um sistema de governança corporativa eficaz pode fortalecer as empresas, reforçar competências para enfrentar novos níveis de complexidade, ampliar as bases estratégicas da criação de valor, ao mesmo tempo em que torna-se fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores e fortalece o mercado de capitais, já que diante de uma maior transparência, prestação de contas (*accountability*), eqüidade no tratamento dos acionistas e obediência às leis (*compliance*), foi observada uma maior valoração das ações, aumento do volume de negociações e aumento de liquidez. Além disso, é fator coadjuvante do crescimento econômico.

Iquiapaza *et al* (2007) afirmam que há várias posições conceituais referentes a governança corporativa. Existem aqueles que se concentram nos direitos dos acionistas minoritários; outros no sistema de relação existente entre acionistas, conselho e diretoria; há ainda os que se preocupam com os sistemas de governo, gestão e controle, a estrutura de propriedade e a definição de estratégias; e por último, os que enfatizam o sistema de valores e o padrão de comportamento da firma.

Para Funchal e Terra (2006), embora a governança corporativa tenha alguns pilares básicos, existem sistemas de governança diferentes no mundo. Porém, segundo Lee e Lin (2010) o eixo central da questão, é o Problema de Agência. Este pode ser visto sob três postulados: (i) existe uma divergência potencial de interesses entre acionistas e o principal executivo (CEO); (ii) a existência da assimetria informacional tornaria difícil a tarefa dos acionistas monitorarem as atividades do CEO; e, (iii) o CEO, como um agente racional, procuraria maximizar a sua utilidade, sujeito à aversão ao risco.

Segundo Bianchini *et al* (2007) e Berthelot, Morris e Morrill (2010), sob a perspectiva da teoria da agência, a preocupação maior é criar mecanismos eficientes (sistemas de monitoramento e incentivos) para garantir que o comportamento dos executivos esteja alinhado com o interesse dos acionistas.

Em síntese, destacam Camargos e Helal (2007), o chamado *custo de agência* é o resultado em termos de perda de riqueza incorrida por uma firma como fruto dos conflitos de interesses entre agentes e principais. Isso porque a separação entre propriedade e controle permitiu o comportamento não maximizador da riqueza por parte do corpo gerencial das grandes companhias (comportamento oportunista).

De acordo com Silveira *et al.* (2004) existem efeitos positivo e negativos da presença de grandes acionistas controladores. Dentre os positivos pode-se destacar o efeito incentivo, onde os grandes acionistas possuem maior incentivo para coletar informações e monitorar gestores em função dos vultuosos recursos investidos. Os autores afirmam que o problema de agência pode ser contornado porque os grandes acionistas querem a maximização dos valores e tem poder para que este interesse seja respeitado.

Quanto aos efeitos negativos, continuam os autores, destaca-se o efeito entrincheiramento, que ocorre quando os grandes acionistas passam a perseguir benefícios privados no controle à custa dos demais investidores. Isso acontece, pois os grandes acionistas não são diversificados, carregando consigo um risco excessivo, como o investimento é alto o acionista tende a minimizar o risco por meio da diversificação excessiva da empresa ou por excesso de conservadorismo nos projetos. Outras desvantagens são listadas por Shleifer e Vishny (1997) e Okimura *et al* (2007): possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários pelo desalinhamento de interesses com os majoritários; condução de interesses próprios dentro da empresa (nomeação e destituição da administração) e isolamento da empresa face ofertas de aquisição hostil.

Ainda de acordo com os autores, o benefício de haver um grande acionista controlador como monitor eficaz dos gestores da companhia são reduzidos no Brasil, porque apesar da grande concentração das ações ordinárias, a emissão de elevado porcentual de ações sem direito a voto (ações preferenciais) e a utilização de esquemas piramidais (*holdings* que controlam empresas) fazem com que muitos controladores, sejam acionistas minoritários das empresas controladas, que não detêm a maioria do capital social.

Segundo Silveira *et al* (2003), Thomsen (2005) e Iyengar, Land e Zampelli (2010) o conselho de Administração é um dos principais mecanismos para alinhamento dos interesses de acionistas e gestores, minimizando os problemas de agência. De acordo com Santos e Silveira (2007) devido ao predominante aspecto de monitoramento da empresa atribuído ao conselho, diversos códigos de governança recomendam a inclusão de conselheiros independentes e externos à companhia, isto é, profissionais não participantes ou ligados à diretoria executiva como forma de aprimorar a tomada de decisão e, assim, aumentar o valor da empresa (THOMSEN, 2005).

Segundo Gallon e Beuren (2007), a volatilidade e dinamismo do mercado de capitais em todo o mundo, fazem do processo de divulgação das informações sobre a gestão, aos usuários externos, fator preponderante para a sobrevivência das empresas. De acordo com Bushman e Smith (2001) e Iyengar, Land e Zampelli (2010), o que se recomenda é maior quantidade e qualidade na divulgação das informações contábeis, de maneira oportuna e uniforme para todo o mercado, o que proporciona credibilidade aos gestores junto ao mercado de capitais, e harmoniza igualdade de direitos entre os acionistas (NIU, 2006).

De acordo com Bushman e Smith (2001) e Antunes e Costa (2007), o mecanismo de governança mais elementar é a própria informação contábil. Características da contabilidade como oportunidade, relevância e conservadorismo tendem a ser elementos de governança. O conceito de oportunidade está associado à velocidade com que os números contábeis capturam as alterações de valor da empresa. Já o conceito de relevância diz respeito à associação entre os números contábeis e o retorno de mercado das ações da empresa. Enquanto o conceito de conservadorismo contábil consiste na tendência de se exigir maior verificabilidade para se reconhecer ganhos comparativamente à exigência para se reconhecer perdas.

Niu (2006), Gallon e Beuren (2007) e Iyengar, Land e Zampelli (2010) ressaltam que, a governança corporativa é uma nova maneira de se organizar as relações entre as empresas e o mercado financeiro e que esta predica a transparência contábil das empresas e o respeito dos direitos dos acionistas minoritários.

Segundo Bushman e Smith (2001), Bianchini *et al* (2007), Berthelot, Morris e Morrill (2010) e Lee e Lin (2010) o papel da contabilidade no processo de governança é fundamental, pois reduz a assimetria informacional entre investidores e agentes envoltos no conflito de agência. Os investidores se cercam de inúmeros mecanismos para se proteger contra as ações dos administradores.

Segundo alguns autores tais como Silveira *et al* (2003), Carvalhal da Silva (2004) e Okimura *et al* (2007), as principais ações para aprimoramento da governança corporativa no Brasil são: criação do Novo Mercado da BOVESPA; nova Lei das Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01); regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN 2.829/01); a atuação do BNDES no mercado de capitais; o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); e as recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Aguiar *et al* (2004) ressaltam que a BOVESPA lançou o novo mercado (NM) e os níveis diferenciados de governança corporativa (NDGC) com os objetivos principais de diminuir a assimetria informacional entre investidores e empresas por meio de maior transparência quanto às informações divulgadas e reduzir o custo de capital das empresas que se adequassem às novas regras. Maior transparência

atrairia mais investidores, o que aumentaria o volume de transações, com expectativa de melhores preços de ações das adotantes dos NDGC, com consequência de maior retorno sobre o patrimônio líquido e a longo prazo e a redução dos custos de captação.

Esta ideia de vantagens da adoção de boas práticas de governança corporativa é ressaltada também por Gonçalvez *et al* (2007), que dizem que a Governança Corporativa agrupa valor, apesar de isoladamente, não ser capaz de criá-lo. Isto somente ocorre porque, segundo a Bovespa ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)), a premissa básica do novo mercado e dos níveis diferenciados de governança corporativa é de que boas práticas de GC têm valor para os investidores, pois os direitos concedidos aos acionistas e a qualidade das informações prestadas reduzem as incertezas no processo de avaliação e, consequentemente, o risco.

Existem várias pesquisas que procuram, exatamente como o presente estudo, mostrar empiricamente o impacto da governança corporativa no desempenho das empresas. Neste sentido, Silveira *et al.* (2003), Carvalhal da Silva (2004), Thomsen (2005), Okimura *et al.* (2007) e Lee e Lin (2010) mostram relação positiva entre aspectos relacionados a boas práticas de governança corporativa e valor das empresas.

Neste sentido, os resultados de Berthelot, Morris e Morril (2010) mostram que as boas práticas de governança corporativa não só estão relacionadas com o valor das empresas, mas também com seus resultados contábeis. Esta relação positiva com as informações contábeis é corroborada pelos resultados dos estudos de Iyengar, Land e Zampelli (2010), que mostra relação positiva entre governança corporativa e qualidade das informações contábeis, e de Parker, Peters e Turetsky (2002) e Bhagat e Bolton (2008), que mostram relação positiva entre boas práticas de governança corporativa e desempenho contábil-financeiro.

Várias variáveis de natureza contábil são utilizadas em estudos conduzidos no ambiente brasileiro, tais como Kitagawa *et al.* (2007), Neves *et al.* (2007), Iquiapaza *et al.* (2007), Bianchini *et al.* (2007), Camargos e Helal (2007) e Santos e Silveira (2007), que mostram relação positiva entre boas práticas de governança corporativa e desempenho organizacional.

Porém, alguns estudos não se mostram totalmente conclusivos em relação ao impacto positivo da governança sobre o desempenho, dentre estes pode-se destacar, Antunes e Costa (2007), que não encontraram relação significativa entre boas práticas de governança e variáveis contábeis; Silveira *et al.* (2004), que não encontraram impacto significativo entre boas práticas de governança corporativa e valor das empresas; e Rabelo *et al.* (2007), que não encontrou relação entre governança e o desempenho financeiro. É neste contexto que se apresenta o presente estudo com a perspectiva de contribuir na discussão sobre as evidências empíricas do impacto, preconizado pela teoria, da governança sobre o desempenho das empresas.

## 4 METODOLOGIA

Esta pesquisa pode ser caracterizada, de acordo com Vergara (2009), como sendo descritiva e quantitativa, pois procura-se através da aplicação da Análise Envoltória de Dados (DEA) às informações das empresas distribuidoras de energia elétrica no Brasil sob análise, expor características a respeito da *performance* contábil-financeira destas.

O processo de amostragem utilizado no estudo é não probabilístico, pois parte-se de um universo naturalmente restrito, já que as empresas foram escolhidas a partir da listagem do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada (IGC) e da base de dados Melhores e Maiores da Exame-IFIPECAFI.

Para fazer parte da amostra final as distribuidoras de energia elétrica precisariam estar listadas entre as 1000 maiores da Melhores e Maiores da Exame-FIPECAFI nos anos de 2005, 2006 e 2007 (edições 2006, 2007 e 2008), isso porque este seria o período de análise dos dados. A partir desta amostra de distribuidoras de energia elétrica no Brasil, num total de 30 empresas, fez-se uma análise crítica das informações contábil-financeiras disponíveis. Percebeu-se que três destas empresas apresentavam valores negativos em alguma variável ao longo do período: duas com PL negativo e uma com Riqueza Criada negativa. Uma outra empresa não tinha informações completas para um dos períodos. Logo, estas quatro empresas foram retiradas da análise e a amostra final passou a ter 26 empresas.

De posse da amostra final preparou-se dois estratos: o primeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e o segundo de empresas sem esta característica. Para ser uma empresa com boas práticas de governança corporativa a mesma deveria estar listada no IGC em 31/12/2007 (no Novo Mercado) e ter sido listada antes de 31/12/2005, ou seja, pertencer ao Novo Mercado na atualidade e ao IGC a pelo menos 3 anos completos (2006, 2007 e 2008). Os estratos foram formados, então, com oito empresas com boas práticas de governança corporativa e outras 18 sem esta característica. As informações para estratificação das empresas foi obtida no Portal do Acionista ([www.acionista.com.br](http://www.acionista.com.br)). A seguir, tem-se o quadro 01 que apresenta as empresas constantes da amostra, destacando-se as com boas práticas de governança corporativa.

Os dados utilizados são secundários e extraídos da base das Melhores e Maiores da Exame-FIPECAFI, para os períodos de 2005, 2006 e 2007. No total tinha-se 24 variáveis, das quais foram consideradas para fins de análise apenas 18, descritas a seguir: vendas, crescimento das vendas, LLajustado, PLajustado, RSPLajustada, CCL, LG, endividamento geral e de longo prazo, riqueza criada, número de empregados, riqueza por empregado, EBITDA, margem de vendas, giro, LC, investimento no imobilizado e total do ativo. Além destas, foram descartadas de antemão, por falta de informações disponíveis ou por redundância na análise, as seguintes variáveis: LLlegal, PLlegal, RSPLlegal, salários, impostos e exportações.

De posse das informações que seriam consideradas para análise do desempenho contábil-financeiro, procedeu-se uma análise fatorial, apenas para as informações do ano de 2007, afim de reduzir o número de variáveis. A análise fatorial pode ser descrita, de acordo com Bezerra (2007), como uma técnica estatística que busca, através da avaliação de um conjunto de variáveis, a identificação de dimensões ou fatores de variabilidade comuns existentes em um conjunto de fenômenos, de modo a agrupá-los em um conjunto menor de dimensões ou fatores. Sendo assim, seus principais objetivos são a redução do número de variáveis a serem consideradas na pesquisa e a sumarização de dados permitindo a escolha de uma ou mais variáveis significativas para serem objeto de avaliação e acompanhamento.

No caso do presente estudo, utiliza-se a análise fatorial com estes dois objetivos, pois seus resultados são utilizados para selecionar algumas variáveis que serão utilizadas para a análise de desempenho das empresas, através da DEA. Utilizou-se como método de extração a análise de componentes principais e como critério de rotação o varimax.

**Quadro 01:** Amostra Final das Distribuidoras de Energia Elétrica

DMU	EMPRESA	DMU	EMPRESA
1	AES Eletropaulo	14	Coelse
2	Ampla	15	Copel – DIS
<b>3</b>	<b>Bandeirante</b>	16	Cosem
4	Ceal	<b>17</b>	<b>CPFL – Paulista</b>
5	Celg D	<b>18</b>	<b>CPFL – Piratininha</b>

6	Celpa	19	Elektro
7	Celpe	20	Energipe-Energisa SE
8	Celtins	<b>21</b>	<b>Enersul</b>
9	Cemar	<b>22</b>	<b>Escelsa</b>
10	Cemat	<b>23</b>	<b>Light Sesa</b>
11	Ceron	<b>24</b>	<b>RGE</b>
12	CFLCL – Energia MG	25	Saelpa – Energisa PE
13	Coelba	<b>26</b>	<b>Santa Cruz</b>

Fonte: elaborado pelos autores.

A análise factorial aplicada aos dados resultou em um teste KMO de 0,578, um teste de Bartlett's menor que 0,05, as comunidades próximas de 1,00 e uma variância total explicada de 86,47 %, com a formação de 5 fatores. De cada um dos fatores formados escolheu-se os principais indicadores, com base na matriz rotacionada. Como tinha-se fatores com poder de explicação da variância diferentes, optou-se por escolher mais indicadores daqueles com maior poder de explicação. Dos 86,47 % de explicação total, tinha-se cada fator com a seguinte importância: fator 01 com 48 %, fator 02 com 24 %, fator 03 com 14 %, fator 04 com 8 % e fator 05 com 6 %. Dos três fatores com menor importância escolheu-se apenas um indicador, do fator 02 escolheu-se dois indicadores e do fator 01 (de maior importância) foram quatro indicadores, respeitando assim a proporção de explicação de cada um.

Do fator 01 ficaram os seguintes índices: vendas, PLajustado, riqueza criada e total do ativo. Do fator 02: riqueza por empregado e giro. Dos fatores 03, 04 e 05, respectivamente: endividamento de longo prazo, investimento no imobilizado e LC. Uma análise qualitativa destes índices revelou a necessidade de construir três indicadores para o fator 01, dividindo a riqueza criada por vendas, depois por PLajustado e por fim pelo total do ativo. Do fator 02, foi retirado o índice riqueza por empregado, por entender-se que esta situação contábil-financeira já estava suficientemente contemplada pelos índices do fator 01 (em respeito ao princípio de não redundância das variáveis do estudo).

Logo, no final para aplicação da DEA na análise de desempenho, ficou-se com os seguintes índices, já classificados como *input* ou *output*:

- Indicadores do tipo quanto maior, melhor o desempenho: Riqueza criada dividida pelo total do ativo (RC/AT) – *Output* 01; Riqueza Criada dividida pelas vendas (RC/V) – *Output* 02; Riqueza Criada dividida pelo PLajustado (RC/PLaj) – *Output* 03; Giro – *Output* 04; e Liquidez Corrente (LC) – *Output* 05.
- Indicadores do tipo quanto menor, melhor o desempenho: Endividamento de longo prazo (ENDLP) – *Input* 01; e Investimento no Imobilizado (IMB) – *Input* 02.

Logo a lógica da análise de desempenho tratada neste artigo está relacionada à obtenção de maiores valores de RC/AT, RC/V, RC/PLaj, Giro e LC e menores valores de ENDLP e IMB. Ou seja, para melhorar seu desempenho uma empresa precisa reduzir seu risco de capital de terceiros e seu nível de imobilização e aumentar sua riqueza criada proporcional ao ativo total, às vendas e ao PLajustado, seu giro e sua liquidez corrente.

Em uma análise de desempenho, ressaltam Gomes *et al.* (2004), pode-se utilizar uma análise monocritério ou uma multicritério. Na Análise Monocritério, que neste caso pode ser expressa por cada um dos índices contábil-financeiros listados, pode-se valorar cada ação potencial sobre um único eixo de significância, ou seja, uma unidade comum. Já na Análise Multicritério tem-se um novo paradigma que reconhece a heterogeneidade das dimensões de desempenho, através da utilização

de uma família de múltiplos critérios, escolhidos segundo as exigências técnicas, inteligibilidade, aceitação como base do trabalho e facilidade de utilização como instrumento de análise.

Neste artigo, para consolidar o desempenho contábil-financeiro, num índice denominado Índice de Desempenho Contábil-Financeiro (IDCF), utiliza-se uma ferramenta de Análise Multicritério: a Análise Envoltória de Dados (DEA). Com esta é possível avaliar o desempenho de cada empresa do ramo de distribuição de energia elétrica de modo multicriterial, ou seja, considerando de maneira integrada todos os vetores de desempenho apresentados em cada modelo. Além disso, busca-se uma visão ao longo do tempo, para evitar oscilações esporádicas e pontuais.

É importante destacar que a modelagem não se limita à avaliação de desempenho, fornecendo também os pontos ótimos que as empresas deveriam atingir em relação aos parâmetros determinados. Essa análise recebe o nome de *benchmarking*, se caracterizando por procurar propor, com base no que as unidades eficientes já conseguem atingir, valores ideais para os indicadores das unidades tidas como não eficientes.

De acordo com Charnes *et al.* (1994) e Coelli *et al.* (1998), a Análise Envoltória de Dados (DEA), mostra o quanto uma empresa é eficiente, no tratamento de seus *inputs* e *outputs*, em relação às outras, numa análise que fornece um indicador que varia de 0 a 1 ou de 0 % a 100 %. Somente as empresas que obtêm índice de eficiência igual a um é que fazem parte da fronteira eficiente.

Em termos práticos, de acordo com Santos e Casa Nova (2005), o modelo procura identificar a eficiência de uma empresa do setor elétrico comparando-a com os melhores desempenhos observados em cada ano, através da resolução do seguinte problema de programação linear (PPL):

$$\begin{aligned}
 \text{Max } E_c &= \sum_{j=1}^s u_j y_{jc} && \boxed{\text{Orientação input}} \\
 \text{S.a.:} \quad \sum_{i=1}^m v_i x_{ic} &= 1 \\
 \sum_{j=1}^s u_j y_{jk} - \sum_{i=1}^m v_i x_{ik} &\leq 0, \quad k = 1, 2, \dots, c, \dots, n \\
 u_j, v_i &\geq 0, \quad \forall i, j.
 \end{aligned}$$

Neste modelo, com orientação *input* (DEA-CRS-I),  $c$  é a unidade (DMU – *Decision Making Units*) que está sendo avaliada. O problema acima envolve a procura de valores para  $u_j$  e  $v_i$ , que são os pesos (importância relativa de cada variável/critério), de modo que maximize a soma ponderada dos *outputs* ( $y_j$ ) da DMU em estudo, sujeita as restrições de que a soma ponderada dos *inputs* ( $x_i$ ), desta mesma DMU, seja igual a um e a diferença entre a soma ponderada dos *outputs* ( $y_j$ ) e a soma ponderada dos *inputs* ( $x_i$ ) seja menor ou igual a zero, para todas as DMU's. Esta última restrição faz com que quando o mesmo conjunto de coeficientes de entrada e saída (os vários  $u_j$  e  $v_i$ ) for aplicado a todas as outras unidades que estão sendo comparadas, nenhuma unidade excederá 100% de eficiência.

Uma das características da DEA é ser uma medida relativa de desempenho, ou seja, os *scores* verificados em determinada função somente valem para a amostra em estudo. Caso haja alteração na amostra com inclusão ou exclusão de novas DMU's ou alteração nas variáveis, torna-se necessário calcular novos *scores* de eficiência. Cabe ressaltar ainda, a impossibilidade de trabalhar com variáveis negativas, como um problema apresentado pela modelagem DEA. Por conta disso, procedeu-se a

retirada de algumas empresas no início da análise. Por fim, os modelos de análise, um para cada ano, foram executados em um software de DEA, denominado Frontier Analyst 4.0, da Banxia Software.

Depois de obtido o IDCF de cada empresa, procedeu-se uma análise para responder a questão de pesquisa sobre a existência ou não de diferença estatisticamente significativa entre o desempenho contábil-financeiro de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica. Para esta análise utilizou-se o SPSS 16.0.

Para tanto, foi feito um teste de diferença de média do desempenho dos dois grupos. Como era esperado, em função de ter-se amostras pequenas (com 8 e 18 empresas) os dados, de maneira geral, não se mostraram com distribuição normal. Logo, foi necessário aplicar um teste não paramétrico, que neste caso foi o de Mann-Whitney, ao nível de 5 % de significância. Segundo Siegel e Castellan Jr. (2006), este teste é uma boa alternativa ao teste paramétrico *t*, quando se deseja evitar as suposições do mesmo, como a necessidade de distribuição normal.

## 5 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Com base nas informações das empresas distribuidoras de energia elétrica sob análise, montou-se um modelo de avaliação de desempenho para cada ano. No Quadro 02 mostram-se os resultados de *performance* obtidos nesta análise, para cada ano e a média do período.

Em relação ao ano de 2005 percebe-se que existem sete empresas com desempenho ótimo, ou seja, IDCF igual a 100 %. Estas são: AES Eletropaulo, CPFL-Piratininga, Elektro, Energipe – Energisa SE, Light Sesa, RGE e Santa Cruz. Destas pode-se ressaltar ainda que quatro são tidas como empresas com boas práticas de governança corporativa. Observa-se, ainda, que outras empresas possuem desempenho muito bom, com IDCF acima de 90 %, são elas: Bandeirante e Copel DIS, sendo a primeira também uma empresa com boas práticas de governança corporativa. Por fim, nota-se que algumas empresas apresentam desempenho contábil-financeiro muito baixo, como é o caso da Cemar.

Em 2006 pode-se observar que as empresas AES Eletropaulo, Celg D, Celtins, CPFL-Piratininga, Light Sesa e Santa Cruz obtiveram desempenho contábil-financeiro máximo (IDCF = 100 %). Estas são seguidas de perto por outras empresas, tais como a CFLCL – Energisa MG e RGE. Das empresas com desempenho máximo, ressalta-se que três delas são empresas com boas práticas de governança corporativa, além da RGE, que também tem esta característica. Destaca-se, ainda, que a Cemar aparece neste ano, novamente, como a empresa de pior desempenho.

Em 2007, tem-se novamente apenas seis empresas com IDCF máximo, são elas: AES Eletropaulo, Celg D, Celtins, CPFL-Piratininga, Energipe – Energisa SE e Santa Cruz. Além destas, a CFLCL – Energisa MG possui desempenho destacado. Ressalta-se, que destas sete empresas, apenas duas são consideradas como empresas com boas práticas de governança corporativa. Cabe destacar que este ano se apresentou como o de pior desempenho das empresas. Isso pode ser demonstrado pelo número de empresas com baixíssimo desempenho contábil-financeiro, um total de oito, são elas: Cemar, Coelba, Saelpa – Energisa PB, Celpa, Coelce, Enersul, Cemar e Ceal.

Numa consolidação dos três anos percebe-se que as melhores empresas, em termos de desempenho contábil-financeiro, são as distribuidoras AES Eletropaulo, CPFL-Piratininga e Santa Cruz, pois alcançaram desempenho máximo (100 %) nos três anos analisados. Estas são seguidas por empresas tais como Celtins e Energipe – Energisa SE, que possuem desempenho máximo em pelo menos dois dos anos e um bom desempenho no outro. Destaca-se, ainda, o desempenho de empresas tais

como: Celg D, Light Sesa, RGE, Bandeirantes e CFLCL – Energisa MG, todas com bons desempenhos médios. As duas primeiras atingiram desempenho contábil-financeiro máximo em dois dos três anos, mas tiveram problemas no outro ano. A RGE apresenta IDCF máximo em 2005, bom desempenho em 2006 e baixo em 2007, mostrando perda de desempenho ao longo do período. As duas últimas não foram eficientes em nenhum dos anos, mas apresentaram bons indicadores, o que resultou numa boa *performance* média (acima de 80 %). Destas 10 empresas com destaque no período, observa-se que cinco são empresas com boas práticas de governança corporativa, sendo que duas destas (CPFL-Piratininga e Santa Cruz) possuem IDCF igual a 100 %.

Após esta análise do índice de desempenho, procedeu-se uma análise complementar da DEA, que é a análise de *benchmarking*, onde pode-se observar a necessidade de melhoria de cada empresa em relação a cada índice e as empresas tidas como referência para as outras, e, ainda, analisar os pesos atribuídos aos índices na análise.

Em relação à necessidade de melhoria para se tornar eficiente (IDCF = 100%), foram obtidos, para cada empresa, os valores ideais e o percentual de melhoria (redução de *inputs* e incremento de *outputs*) em cada variável da análise. Primeiramente, percebe-se que as empresas tidas como eficientes em cada ano não possuem necessidade de melhoria. Seus valores ideais são iguais aos valores originais. Além disso, percebe-se, de maneira geral, que as empresas com bom desempenho contábil-financeiro necessitam apenas de pequenas alterações em seus níveis de *inputs* e *outputs* para se tornarem eficientes. Já as empresas com problemas de desempenho contábil-financeiro, que seriam as de menores IDCF em cada ano, necessitam de grandes transformações em seus índices para se tornarem eficientes.

**Quadro 02:** Índices de Desempenho Contábil-Financeiro (IDCF)

DMU	EMPRESA	IDCF 2007	IDCF 2006	IDCF 2005	IDCF MÉDIO
1	AES Eletropaulo	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
2	Ampla	51,20%	63,30%	52,20%	55,57%
<b>3</b>	<b>Bandeirante</b>	<b>66,50%</b>	<b>79,10%</b>	<b>99,70%</b>	<b>81,77%</b>
4	Ceal	38,60%	49,90%	70,00%	52,83%
5	Celg D	100,00%	100,00%	50,50%	83,50%
6	Celpa	35,00%	59,80%	65,00%	53,27%
7	Celpe	64,10%	43,00%	66,90%	58,00%
8	Celtins	100,00%	100,00%	83,20%	94,40%
9	Cemar	24,60%	31,90%	38,40%	31,63%
10	Cemat	37,70%	64,00%	52,00%	51,23%
11	Ceron	60,70%	40,90%	76,00%	59,20%
12	CFLCL – Energia MG	88,90%	89,20%	79,80%	85,97%
13	Coelba	31,70%	51,40%	60,30%	47,80%
14	Coelse	36,40%	59,30%	72,80%	56,17%
15	Copel – DIS	47,40%	85,40%	94,90%	75,90%
16	Cosem	52,40%	44,80%	88,40%	61,87%
<b>17</b>	<b>CPFL – Paulista</b>	<b>82,60%</b>	<b>71,70%</b>	<b>84,30%</b>	<b>79,53,%</b>
<b>18</b>	<b>CPFL – Piratininga</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
19	Elektro	69,20%	67,00%	100,00%	78,73%
20	Energipe-Energisa SE	100,00%	82,90%	100,00%	94,30%
<b>21</b>	<b>Enersul</b>	<b>36,70%</b>	<b>60,50%</b>	<b>72,80%</b>	<b>56,67%</b>

<b>22</b>	<b>Escelsa</b>	<b>46,30%</b>	<b>61,40%</b>	<b>71,90%</b>	<b>59,87%</b>
<b>23</b>	<b>Light Sesa</b>	<b>65,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>88,33%</b>
<b>24</b>	<b>RGE</b>	<b>58,80%</b>	<b>94,10%</b>	<b>100,00%</b>	<b>84,30%</b>
25	Saelpa – Energisa PE	34,40%	44,90%	52,80%	44,03%
<b>26</b>	<b>Santa Cruz</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: elaborado pelos autores.

Em cada ano, as empresas com IDCF igual a 100 %, foram consideradas como *benchmarks* para as outras com menor desempenho. Isso se dá pelo fato de serem estas empresas de destaque, em termos de desempenho contábil-financeiro, em relação às variáveis estudadas no período analisado. Na verdade, estas empresas de distribuição de energia elétrica foram as que melhor combinaram os *inputs* (menores) e *outputs* (maiores). Observando-se as empresas tidas como referências em todos os anos percebe-se que a distribuidora Santa Cruz é aquela que aparece mais vez como *benchmark* para as demais. Esta serve como referência para 19 empresas em 2005 e 21 em 2006 e 2007 das 26 distribuidoras analisadas.

Por fim, procedeu-se duas análises em relação aos pesos. A primeira fez uma análise dos pesos atribuídos aos vetores de desempenho (índices contábil-financeiros), para saber com base em pesos iguais a zero as variáveis/critérios que estavam sendo “desprezadas” na análise de desempenho. Em linhas gerais, quando uma variável/critério tem peso ( $u_j$  ou  $v_i$ ) igual a zero, isto representa que esta variável/critério é naturalmente problemática na obtenção dos índices de desempenho. Como a modelagem procura os melhores índices de desempenho, dadas as características de *inputs* e *outputs*, para cada DMU, esta atribui zero a toda variável/critério que possa atrapalhar o objetivo de maximizar a eficiência.

Desta análise pôde-se identificar, então, quais eram as variáveis/critérios problemáticas, ou seja, as que mais apareciam com pesos zero. As análises em cada ano apontaram para as mesmas variáveis/critérios, Giro e RC/AT. Isso quer dizer que as empresas, de maneira geral, precisam melhorar estas variáveis/critérios para que o setor como um todo possa evoluir em termos de desempenho contábil-financeiro, já que as mesmas estão sendo pouco consideradas nas análises. Isso é reforçado quando da análise da necessidade de melhorias dos *outputs* para tornar as empresas ineficientes em eficientes, em que estas duas variáveis são, de maneira geral, aquelas que aparecem com os maiores incrementos médio.

Isso é reforçado pela segunda análise conduzida em relação aos pesos das variáveis no cálculo do desempenho contábil-financeiro. Nesta procurou-se verificar a importância de cada variável na análise do desempenho. Em relação aos *inputs*, percebeu-se que a variável IMB foi aquela que apareceu com maior peso na análise. Já para os *outputs*, percebe-se que, em termos gerais, RC/V é a variável mais importante e que Giro foi a menos relevante. Isso quer dizer que o desempenho contábil-financeiro, no caso desta análise, é fortemente influenciado por um índice de margem como *output* e um de imobilização como *input*.

Depois de todas as considerações sobre o desempenho contábil-financeiro feitas até aqui, pode-se fazer uma comparação do mesmo entre os grupos de empresas com boas práticas de governança corporativa e outras sem esta característica.

Numa comparação preliminar, pode-se observar que em 2005 das oito empresas com boas práticas de governança corporativa, cinco estavam entre as nove empresas com desempenho superior (IDCF  $> 90\%$ ). Já em 2006, quatro empresas deste grupo estavam entre as oito com melhores desempenhos. Para o ano de 2007 apenas duas empresas com boas práticas de governança corporativa figuraram entre as de desempenho destacado. Por fim, em relação ao desempenho ao longo do período, percebe-se que duas das três distribuidoras de energia elétrica com desempenho máximo pertencem ao grupo de empresas com boas práticas de governança corporativa. Olhando

para as empresas de baixo desempenho contábil-financeiro, percebe-se que apenas em 2007 é que aparece uma empresa com boas práticas de governança corporativa. Isso mostra, ainda que preliminarmente, que algumas empresas tidas com boas práticas de governança corporativa sempre aparecem entre as melhores e que raramente aparecem entre as piores. Mas será que isso pode ser um indício de dominância em termos de desempenho contábil-financeiro de um grupo sobre o outro?

Para responder a esta pergunta considerando um nível de confiança de 95 %, procedeu-se uma análise entre o desempenho médio dos grupos a cada ano e para a média do período. Primeiramente, calculou-se a média do desempenho para cada ano e para o período, de cada um dos grupos, que pode ser vista no quadro 03, a seguir.

**Quadro 03:** Desempenho Médio de cada Grupo

GRUPOS	IDCF 2007	IDCF 2006	IDCF 2005	IDCF médio
C/ GC	69,49%	83,35%	91,09%	81,31%
S/ GC	59,57%	65,43%	72,40%	65,80%

Fonte: elaborado pelos autores.

Note que uma análise inicial dos resultados apresentados no quadro 03, mostra que em todos os anos e no período como um todo o grupo de empresas com boas práticas de governança corporativa sempre obtém um desempenho contábil-financeiro médio superior.

Aplicando o teste de Mann-Whitney, em relação a 2005 observa-se que a hipótese nula de que as médias são iguais é rejeitada ao nível de 5 % ( $sig = 0,022$ ), ou seja, existe diferença estatisticamente significante ao nível de 5 % para o desempenho contábil-financeiro dos dois grupos sob análise.

Para 2006 o teste mostrou que a hipótese nula de que as médias são iguais é aceita ao nível de 5 % ( $sig = 0,054$ ), ou seja, não existe diferença estatisticamente significante ao nível de 5 % para o desempenho contábil-financeiro dos dois grupos sob análise. Cabe ressaltar que pelo valor de significância encontrado para o teste o resultado mudaria para um teste ao nível de 6 %. Já no ano de 2007 o resultado apresentado pelo teste foi que a hipótese nula de que as médias são iguais é aceita ao nível de 5 % ( $sig = 0,311$ ), ou seja, não existe diferença estatisticamente significante ao nível de 5 % para o desempenho contábil-financeiro dos dois grupos sob análise. Por fim, para o desempenho médio ao longo do período o teste apresentou que a hipótese nula de que as médias são iguais é rejeitada ao nível de 5 % ( $sig = 0,047$ ), ou seja, existe diferença estatisticamente significante ao nível de 5 % para o desempenho contábil-financeiro dos dois grupos sob análise.

Em resumo, tem-se a seguinte situação: em 2005 e para o período (média dos anos) o desempenho dos dois grupos se mostrou diferente, mas em relação a 2006 e 2007 o desempenho dos dois grupos é estatisticamente igual ao nível de 5 %. Ou seja, como a média de desempenho do grupo de empresas com boas práticas de governança corporativa é sempre superior a do grupo sem esta característica, para o ano de 2005 e para o período de análise pode-se concluir que as empresas com boas práticas de governança corporativa tem desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior ao nível de 5 %.

Essa situação dúbia acaba por impedir uma resposta mais conclusiva, apesar da média do período ter tido resultado estatisticamente significativo para suportar a superioridade de desempenho das empresas com boas práticas de governança corporativa no período de 2005-2007, mesmo que isso não tenha sido observado período a período.

## 6 CONCLUSÕES

A análise do desempenho organizacional é um dos principais elementos gerenciais em um ambiente de alta competição. O acompanhamento dos resultados financeiros e não financeiros obtidos pela empresa em suas operações torna-se, portanto, crucial para implementar ações que levem a vantagem competitiva sustentável.

Neste sentido, a utilização de índices contábil-financeiros é uma alternativa viável e relevante, já que estes são capazes de determinar quais são os pontos críticos, positivos e negativos, e auxiliar a gerência no esboço de um plano de ação para a organização. Para tanto, cabe aos gestores da empresa interpretar, adequadamente, as informações obtidas e estabelecer ações corretivas quando necessário.

Percebe-se, ainda, que vários estudos apontam para vantagens, em termos de desempenho, trazidas pela adoção de boas práticas de governança corporativa. É justamente neste contexto que se insere o problema de pesquisa apresentado: verificar se é possível capturar estas vantagens através da análise do desempenho contábil-financeiro.

Tendo como base todo o período de análise (2005-2007) percebe-se que, em termos de desempenho contábil-financeiro, as distribuidoras AES Eletropaulo, CPFL-Piratininga e Santa Cruz alcançaram desempenho máximo (100 %) nos três anos analisados. Outras sete empresas obtiveram desempenho destacado, pois foram eficientes em pelo menos um dos anos ou tiveram um desempenho médio alto (acima de 80 %). Destas 10 empresas com destaque no período, observa-se que cinco são empresas com boas práticas de governança corporativa, sendo que duas destas (CPFL-Piratininga e Santa Cruz) possuem IDCF igual a 100 %.

Em complemento a esta análise, observando-se as empresas tidas como referências em todos os anos percebe-se que a distribuidora Santa Cruz é aquela que aparece mais vez como *benchmark* para as demais. Esta serve como referência para 19 empresas em 2005 e 21 em 2006 e 2007 das 26 distribuidoras analisadas.

Na análise das variáveis utilizadas no estudo, observa-se que o desempenho contábil-financeiro, no caso desta análise, é fortemente influenciado por um índice de margem como *output* e um de imobilização como *input*. Percebe-se, ainda, que as empresas, de maneira geral, precisam melhorar seus índices de Giro e RC/AT, que se apresentam na análise como variáveis problemáticas, para que o setor como um todo possa evoluir em termos de desempenho contábil-financeiro.

Na análise entre o desempenho médio dos grupos com e sem a característica de governança corporativa, a cada ano e para a média do período, observou-se que apenas para o ano de 2005 e para o período de análise (média dos anos) pode-se concluir que as empresas com boas práticas de governança corporativa tem desempenho contábil-financeiro estatisticamente superior ao nível de 5 %. Mesmo que de forma incipiente, o resultado para o período como um todo, se mostrou estatisticamente significativo para suportar a superioridade de desempenho das empresas com boas práticas de governança corporativa no período de 2005-2007, mesmo que isso não tenha sido observado período a período.

Isso acaba por corroborar, apenas parcialmente, os achados de Parker, Peters e Turetsky (2002), Kitagawa *et al.* (2007), Neves *et al.* (2007), Iquiapaza *et al.* (2007), Bianchini *et al.* (2007), Camargos e Helal (2007) e Santos e Silveira (2007), Bhagat e Bolton (2008) e Berthelot, Morris e Morril (2010). Isso porque os resultados dos anos de 2006 e 2007, nos quais não se verificou diferença estatisticamente significativa, podem estar confirmando os resultados de Antunes e Costa (2007), que dizem que talvez a participação nos níveis de governança corporativa da BOVESPA não seja uma proxy representativa de boas práticas de governança, já que mesmo empresas não listadas no segmento podem tê-las. Este estudo pode ter continuidade através da aplicação da metodologia utilizada em outros segmentos econômicos e procurando abordar outras questões tidas como

relevantes em termos de diferencial competitivo, tais como as ações de responsabilidade socioambiental.

## REFERÊNCIAS

- AGUIAR, A. B.; CORRAR, L. J.; BATISTELLA, F. D. Adoção de práticas de governança corporativa das ações na bovespa: evidências empíricas. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 338-347, 2004.
- ANTUNES, G. A.; COSTA, F. M. Governança e qualidade da informação contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** ENANPAD, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços**: um enfoque econômico-financeiro. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BERTHELOT, S.; MORRIS, T.; MORRILL, C. Corporate governance rating and financial performance: a Canadian study. **Corporate Governance**, v. 10, n. 5, p. 635-646, 2010.
- BEZERRA, F. A. Análise Fatorial. In: CORRAR, L. J.; PAULO, E.; DIAS FILHO, J. M. (Org.). **Análise multivariada para cursos de administração, ciências contábeis e economia**. São Paulo: Atlas, 2007. cap. 2, p. 73-130.
- BHAGAT, S.; BOLTON, B. Corporate governance and firm performance. **Journal of Corporate Finance**, v. 14, p. 257-273, 2008.
- BIANCHINI, M.; WACHHOLZ, C.; MOREIRA, L. J. O Impacto da prática de governança corporativa na eficácia organizacional: o caso do banco Bradesco S/A. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** ENANPAD, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- BRITO, L. A. L.; VASCONCELOS, F. C. A Influência do país de origem no desempenho das empresas. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 9, n. 4, p. 97-118, 2005.
- BUSHMAN, R. M.; CHEN, Q.; ENGEL, E.; SMITH, A. Financial accounting information, organizational complexity and corporate governance systems. **Journal of Accounting & Economics**, v. 37, n. 2, p. 167-201, 2004.
- BUSHMAN, R. M.; SMITH, A. J. Financial accounting information and corporate governance. **Journal of Accounting & Economics**, v. 32, p. 237-333, 2001.
- CAMARGOS, M. A.; HELAL, D. H. Remuneração executiva, desempenho econômico-financeiro e a estrutura de governança corporativa de empresas brasileiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** ENANPAD, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- CARVALHAL DA SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e políticas de dividendos das empresas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 348-361, 2004.
- CERETTA, P. S.; NIEDERAUER, C. A. P. Rentabilidade e eficiência no setor bancário brasileiro. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 5, n. 3, p. 07-26, 2001.
- CHARNES, A. et al. **Data envelopment analysis**. 2. ed. Boston: KAP, 1994.
- COELLI, T.; RAO, D. S. P.; BALTESE, G. E. **An introduction to efficiency and productivity analysis**. Boston: KAP, 1998.

FAMA, E.; JENSEN, M. Separation of ownership and control. **Journal of Law and Economics**, v. 26, p. 301-327, 1983.

FUNCHAL, J. A.; TERRA, P. R. S. Remuneração de executivos, desenho econômico e governança corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** ENANPAD, XXX. Salvador: ANPAD, 2006.

GALLON, A. V.; BEUREN, I. M. Análise da relação entre evidenciação nos relatórios da administração e o nível de governança nas empresas na BOVESPA. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** ENANPAD, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

GOMES, L.F.A.M.; GONZALEZ-ARAYA, M.C.; CARIGNANO, C. **Tomada de decisões em cenários complexos**. Rio de Janeiro: Pioneira Thompson Learning, 2004.

GONÇALVES, R. S.; WEFFORT, E. F. J.; GONÇALVES, A. O. Social disclosure das empresas listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de governança corporativa. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** ENANPAD, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDA, M. F. **Teoria da contabilidade**. São Paulo: Atlas, 1999.

IQUIAPAZZA, R. A.; GRUBERGER, D. J.; SANTOS, I. T. A Endogeneidade da estrutura de propriedade, governança corporativa e criação de valor na BOVESPA no período 2002-2005. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** ENANPAD, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

IUDÍCIBUS, S. **Análise de balanços**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

IYENGAR, R. J.; LAND, J.; ZAMPELLI, E. M. Does board governance improve the quality of accounting earnings. **Accounting Research Journal**, v. 23, n. 1, p. 49-68, 2010.

JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAPLAN, R. S.; NORTON, D. P. **Estratégia em ação**. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

KITAGAWA, C. H. et al. Estudo Empírico sobre o comportamento do custo de capital próprio das empresas listadas nos níveis 1 e 2 de governança corporativa da BOVESPA. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** ENANPAD, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.

LEE, S. C.; LIN, C. T An accounting-based valuation approach to valuing corporate governance in Taiwan. **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, v. 6, p. 47-60, 2010.

LINS, M. P. E.; MEZA, L. Â. **Análise envoltória de dados e perspectivas de integração no ambiente de apoio à decisão**. Rio de Janeiro: COPPE/UFRJ, 2000.

MACEDO, M. A. S.; FARIA DA SILVA, F.; MELO SANTOS, R. Análise do mercado de seguros no Brasil: uma visão do desempenho organizacional das seguradoras no ano de 2003. **Revista Contabilidade & Finanças**, Edição Especial – Atuária, 2006a.

\_\_\_\_\_. Desempenho organizacional no setor bancário brasileiro: uma aplicação da Análise Envoltória de Dados. **Revista de Administração da Mackenzie**, v. 7, n. 1, p. 11-44, 2006b.

MARQUES, J. A.V. C. **Análise financeira das empresas**: liquidez, retorno e criação de valor. Rio de Janeiro: UFRJ, 2004.

- MARTINS, V. A.; SILVA, R. L. M.; NARDI, P. C. C. Governança corporativa e liquidez das ações. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 30, 2006, Salvador. **Anais...** ENANPAD, XXX. Salvador: ANPAD, 2006.
- MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- NEVES, A. J. B. et al. A relação entre performance e as estruturas de governança corporativa das firmas listadas na BOVESPA: estudo empírico baseado no posicionamento estratégico. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais** do XXXI ENANPAD. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007. 1 CD.
- NEELY, A. **Measuring business performance**. London: The Economist, 1998.
- NIU, F. F. Corporate governance and the quality of accounting earnings: a Canadian perspective. **International Journal of Management Finance**, v. 2, n. 4, p. 302-327, 2006.
- OKIMURA, R. T.; SILVEIRA, A. D. M.; ROCHA, K. C. Estrutura de propriedade e desempenho corporativo no Brasil. **RAC-e**, v. 1, n. 1, art. 8, p. 119-135, 2007.
- OMAKI, E. T. Recursos intangíveis e desempenho em grandes empresas brasileiras: avaliações dos recursos intangíveis como estimadores de medidas de desempenho financeiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 2005, Brasília. **Anais...** ENANPAD, XXIX. Brasília: ANPAD, 2005.
- ONUSIC, L. M.; CASA NOVA, S. P. C.; ALMEIDA, F. C. Modelos de previsão de insolvência utilizando a análise envoltória de dados: aplicação a empresas brasileiras. **Revista de Administração Contemporânea**. 2 ed. Especial, p. 77-97, 2007.
- PARKER, S.; PETERS, G. F.; TURETSKY, H. F. Corporate governance and corporate failure: a survival analysis. **Corporate Governance**, v. 2, n. 2, p. 4-12, 2002.
- PEREIRA DA SILVA, J. **Análise financeira das empresas**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- PEREZ JR., J. H.; BEGALLI, G. A.. **Elaboração das demonstrações contábeis**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- RABELO, S. S. T. et al. Performance das melhores práticas de governança corporativa no Brasil: um estudo de carteiras. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** ENANPAD, XXXI. Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- SANTOS, A.; CASA NOVA, S. P. C. Proposta de um modelo estruturado de análise de demonstrações contábeis. **RAE-e**, v. 4, n. 1, art. 8, 2005. Disponível em: <<http://www.rae.com.br/eletronica>>. Acesso em: 13 jan. 2008.
- SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. D. M. Board interlocking no Brasil: participação de conselheiros em múltiplas empresas e seu efeito sobre o valor das empresas. In: ENCONTRO DA ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS GRADUAÇÃO E PESQUISA EM ADMINISTRAÇÃO, 31, 2007, Rio de Janeiro. **Anais...** ENANPAD, XXXI, Rio de Janeiro: ANPAD, 2007.
- SHLEIFER, A.; VISHNY, R. W. A survey of corporate governance. **The Journal of Finance**, v. 52, n. 2, p. 737-783, 1997.
- SIEGEL, S.; CASTELLAN Jr., N. J. **Estatística não-paramétrica para ciências do comportamento**. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.
- SILVEIRA, A. D. M.; BARROS, L. A. B.; FAMÁ, R. Estrutura de governança e valor das empresas abertas brasileiras. **RAE-e**, v. 43, n. 3, p. 51-64, 2003.

SILVEIRA, A. D. M. *et al.* Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração da USP**, v. 39, n. 4, p. 362-372, 2004.

THOMSEN, S. Corporate governance as a determinant of corporate value. **Corporate Governance**, v. 5, n. 4, p. 10-27, 2005.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

VILELA, D. L.; NAGANO, M. S.; MERLO, E. M. Aplicação da análise envoltória de dados em cooperativas de crédito rural. **Revista de Administração Contemporânea**, 2 ed. p. 99-120, 2007.

ZHU, J. Multi-factor performance measure model with application to fortune 500 companies. **European Journal of Operational Research**. v. 123, n. 1, p. 105-124, 2000.