



**Renata Silva de Almeida**

**Governança Corporativa: Análise da composição do  
Conselho de Administração no Setor de  
Energia Elétrica do Brasil**

**Dissertação de Mestrado**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-graduação em Administração de Empresas da PUC-Rio como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração de Empresas

Orientador: Prof. Marcelo Cabus Klotzle

Rio de Janeiro,  
Janeiro de 2012



**Renata Silva de Almeida**

**Governança Corporativa: Análise da composição do  
Conselho de Administração no Setor de Energia  
Elétrica do Brasil**

Dissertação apresentada como requisito parcial para  
obtenção do grau de Mestre pelo Programa de Pós-  
graduação em Administração de Empresas da PUC-  
Rio. Aprovada pela Comissão Examinadora abaixo  
assinada.

**Prof. Marcelo Cabus Klotzle**

Orientador

Departamento de Administração – PUC-Rio

**Prof. Leonardo Lima Gomes**

Departamento de Administração - PUC-Rio

**Prof. Marco Antonio Cunha de Oliveira**

FACC - UFRJ

**Profª. Mônica Herz**

Vice-Decana de Pós-Graduação do CCS

Rio de Janeiro, 10 de janeiro de 2012

Todos os direitos reservados. É proibida a reprodução total ou parcial do trabalho sem autorização da universidade, da autora e do orientador.

**Renata Silva de Almeida**

Bacharel em Comunicação Social pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (2008).

Ficha Catalográfica

Almeida, Renata Silva de

Governança corporativa: análise da composição do Conselho de Administração no setor de energia elétrica do Brasil / Renata Silva de Almeida ; orientador: Marcelo Cabús Klotzle. – 2012.

69 f. : il. (color.) ; 30 cm

Dissertação (mestrado)–Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Departamento de Administração, 2012.

Inclui bibliografia

1. Administração – Teses. 2. Governança corporativa. 3. Energia elétrica. 4. Conselho de Administração. I. Klotzle, Marcelo Cabús. II. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Departamento de Administração. III. Título.

CDD: 658

Ao meu marido, Rodrigo, pelo apoio e carinho.

## Agradecimentos

Ao meu orientador Prof. Dr. Marcelo Cabús Klotzle, pelo incentivo à pesquisa, pelo aprendizado na disciplina de mestrado, na orientação da dissertação e, acima de tudo, pela parceria e suporte.

Aos professores com os quais tive oportunidade de obter ensinamentos durante estes dois anos: Prof. Dr. Antonio Carlos Figueiredo, Prof. Dr. Jorge Ferreira, Prof. Dr. Leonardo Lima Gomes, Prof. Dr. André Luiz Carvalhal da Silva, Prof. Dr. Luiz Felipe Motta, Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>a</sup>. Patricia Tomei e Prof<sup>ª</sup>. Dr<sup>a</sup>. Marie Chauvel.

Ao CNPq e à PUC-Rio pelos auxílios concedidos, fundamentais para que a realização do curso e deste trabalho fosse possível.

Aos meus colegas da PUC-Rio.

Aos professores que participaram da Comissão avaliadora, pelas críticas e contribuições ao trabalho.

Agradeço também, como não poderia deixar de ser, à família. Minha mãe, pela educação, apoio e compreensão, minha irmã, pela grande companheira que é, e meu padrasto pela amizade e entusiasmo. Aos meus amigos, sempre presentes e atenciosos. E, por fim, ao meu marido, a quem dedico esta dissertação.

## Resumo

Almeida, Renata Silva de; Klotzle, Marcelo Cabus. **Governança Corporativa: Análise da composição do Conselho de Administração no Setor de Energia Elétrica do Brasil**. Rio de Janeiro, 2012. 69. Dissertação de Mestrado - Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A composição dos conselhos de administração é um dos temas mais recorrentes em governança corporativa, uma vez que os conselheiros representam os mediadores no conflito de agência. O objetivo desta dissertação foi avaliar, no setor de energia elétrica, se a composição dos conselhos como tamanho, presença feminina, proporção de conselheiros independentes e diferentes indivíduos nos cargos de diretor executivo e presidente do conselho afetam o valor e o desempenho das empresas do setor. Com uma amostra de 38 companhias do setor no período de 2005 a 2010, os resultados das regressões em painel apontam que o tamanho do conselho de administração mostrou-se positivamente relacionado a valor e desempenho com a presença de uma faixa ótima de conselheiros. A independência do conselho também apresentou relação positiva com valor e desempenho. No entanto, não houve significância estatística para a variável de valor. A porcentagem de mulheres no conselho não apresentou relação positiva com desempenho e a presença de pessoas distintas nos cargos de diretor executivo e presidente do conselho de administração apresentou resultados contraditórios em relação a valor e desempenho.

## Palavras-chave

Governança Corporativa; Energia Elétrica; Conselho de Administração.

## Abstract

Almeida, Renata Silva de; Klotzle, Marcelo Cabus (Advisor). **Corporate Governance: Analysis of Board of Directors composition in the Brazilian Electrical Energy Sector**. Rio de Janeiro, 2012. 69p. Master Dissertation – Departamento de Administração, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Board of directors composition is one of the most common themes in corporate governance because directors represent the mediators in the agency conflict. The aim of this work was to analyze in the energy sector if the board composition such as board size, women participation, proportion of independent directors and different people in the positions of CEO and Chairman affect value and performance. With a sample of 38 companies from 2005 to 2010, the results of panel regressions show that board size was positive related to value and performance with an optimal range of directors. Board independence was also positive related with performance. There was no significant statistical relation to the value variable. Proportion of women in the boards was not positive related with value and performance and different people in the positions of CEO and Chairman showed contradictory results on value and performance.

## Keywords

Corporate Governance; Electrical Energy; Board of Directors

## Sumário

1. Introdução	11
2. Revisão de Literatura	13
2.1. Setor de Energia Elétrica no Brasil	13
2.2. Governança Corporativa	16
2.2.1. Níveis Diferenciados de Governança	19
2.2.2. Conselhos de Administração	21
2.2.3. Tamanho do Conselho e Desempenho	24
2.2.4. Cargos de Diretor Executivo e Presidente do Conselho	25
2.2.5. Participação Feminina nos Conselhos de Administração	25
2.3. Governança no Setor de Energia Elétrica	28
3. Metodologia de Pesquisa	30
3.1. Seleção da Amostra	31
3.2. Coleta de Dados e Operacionalização do Modelo	33
3.3. Definição das Variáveis	33
3.3.1. Variáveis de Desempenho e Valor de Mercado	33
3.3.2. Variáveis de Governança	36
3.3.3. Variáveis de Controle	37
3.4. Hipóteses de Pesquisa	37
3.5. Tratamento de Dados	38
3.6. Limitações da Pesquisa	40
4. Análise dos Resultados	42
4.1. Estatística Descritiva das Variáveis	42
4.2. Resultados dos Testes de Hipóteses	46
4.2.1. Matriz de Correlações para os Dados em Painel	46
4.3. Resultados dos Testes de Mínimos Quadrados Ordinários	48
4.4. Avaliação da Relação entre Governança Corporativa e Valor	50
4.5. Avaliação da Relação entre Governança Corporativa e Desempenho	52
4.5.1. Governança Corporativa e Ebitda sobre Ativo (EBITDAAT)	52
4.5.2. Governança Corporativa e Retorno sobre Ativos (ROA)	55
4.5.3. Governança Corporativa e Retorno do Capital Próprio (ROE)	58
4.6. Resumo dos Resultados	60
5. Conclusões	63
6. Referências Bibliográficas	66



## Lista de figuras

Figura 1 – Porcentagem de mulheres nos conselhos de administração das empresas do ranking Fortune 500.	26
Figura 2 – Análise de resíduos no modelo com variável dependente Q	51
Figura 3 – Homocedasticidade dos resíduos no modelo com variável dependente Q	51
Figura 4 – Análise de resíduos no modelo variável dependente EBITDAAT54	53
Figura 5 – Homocedasticidade dos resíduos no modelo com variável dependente EBITDAAT	54
Figura 6 – Relação entre EBITDAAT e NCONS	55
Figura 7 – Análise de resíduos no modelo com variável dependente ROA	57
Figura 8 – Homocedasticidade dos resíduos no modelo com variável dependente ROA	57
Figura 9 – Relação entre ROA e NCONS	58
Figura 10 – Análise de resíduos no modelo com variável dependente ROE	60
Figura 11 – Homocedasticidade dos resíduos no modelo com variável dependente ROE	60

## Lista de tabelas

Tabela 1 – Descrição da amostra	32
Tabela 2 – Descrição das variáveis	38
Tabela 3 – Estatística descritiva das variáveis	42
Tabela 4 – Adesão das empresas de energia elétrica aos níveis especiais de governança na Bovespa de 2005 a 2010	43
Tabela 5 – Estatística Descritiva do Conselho de Administração, 2005	43
Tabela 6 - Estatística Descritiva do Conselho de Administração, 2006	43
Tabela 7 - Estatística Descritiva do Conselho de Administração, 2007	43
Tabela 8 - Estatística Descritiva do Conselho de Administração, 2008	44
Tabela 9 - Estatística Descritiva do Conselho de Administração, 2009	44
Tabela 10 - Estatística Descritiva do Conselho de Administração, 2010	44
Tabela 11 – Percentual de empresas com a mesma pessoa nos cargos de diretor executivo e presidente do conselho	45
Tabela 12 – Quantidade de mulheres nos conselhos de 2005 a 2010	45
Tabela 13 – Quantidade de Conselheiros Independentes de 2005 a 2010	45
Tabela 14 – Correlação entre as variáveis de governança para os seis anos	46
Tabela 15 – Correlação entre as variáveis de governança, de valor e de controle para os seis anos	47
Tabela 16 – Correlações entre as variáveis de governança e de desempenho para os seis anos	48
Tabela 17 – Relação entre o Q de Tobin e as variáveis de governança	51
Tabela 18 – Relação entre EBITDAAT e as variáveis de governança	53
Tabela 19 – Relação entre ROA e as variáveis de governança	56
Tabela 20 – Relação entre ROE e as variáveis de governança	59
Tabela 21 – Resumo dos resultados da pesquisa	61