

## GOBIERNO CORPORATIVO Y SUS EFECTOS EN LOS INDICADORES ECONÓMICO-FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS DE CAPITAL ABIERTO DEL SECTOR ELÉCTRICO BRASILEÑO

Leocir Dal Pai\*

**Resumen.** El presente artículo expone los resultados de una investigación en la que se buscó analizar los efectos de la adopción de mejores prácticas de Gobierno Corporativo en las empresas de capital abierto del sector eléctrico brasileño, mediante indicadores económico-financieros. Fueron evaluadas 32 empresas (muestra) de las cuales 9 adoptaron prácticas adicionales de Gobierno Corporativo y 23 empresas que no realizaron la adhesión formal. Se realizó un corte longitudinal que abarca las series históricas correspondientes a los ejercicios financieros referidos al periodo comprendido entre 2002 y 2007. Los resultados encontrados permitieron deducir comportamientos que indican que el Gobierno Corporativo resulta un factor importante en la explicación del desempeño expresado en términos de indicadores financieros. A partir de las conclusiones derivadas del estudio empírico y con base en el marco teórico y análisis propios del autor, se deduce que puede esperarse que la adopción de mejores prácticas de Gobierno Corporativo ejerza un efecto positivo sobre los indicadores económico-financieros de las compañías abiertas del sector eléctrico brasileño.

**Palabras clave:** Gobierno corporativo, Mejores prácticas, Indicadores económico-financieros.

---

\* Coordinador de la Carrera de Administración de la Universidad Salgado de Oliveira (UNIVERSO), Rio de Janeiro, Brasil.

**Contacto:** prof.leocirdalpai@gmail.com

## **CORPORATE GOVERNANCE AND ITS EFFECTS IN ECONOMIC AND FINANCIAL INDICATORS OF PUBLICLY TRADED COMPANIES IN BRAZILIAN ELECTRICITY SECTOR**

**Abstract.** The general aim of this article was to develop an investigation on the effects of adopting different practices of Corporate Governance on the results of joint-stock companies, when compared by the economic and financial indicators. Were evaluated 32 companies (sample), of which 9 formally adhered to the best practices of Corporate Governance and, 23 did not do so. A longitudinal cut was performed in the sample used encompassing, as a period of investigation, the historical series that correspond to the financial exercises relating to the years 2002 and 2007. Results allowed to deduce behaviors that indicate that Corporate Governance has a positive effect on indicators of public companies and the Corporate Governance is an important factor in explaining the performance expressed in terms of financial indicators. Starting the conclusions derived from the empirical study and based on broad theoretical framework and the author's own analysis, it follows that it can be expected that the adoption of additional corporate governance practices have a positive effect on indicators of open companies in the Brazilian electricity sector.

*Keywords:* Corporate governance; Best practices, Economic and financial indicators.

**Original recibido el 02-06-2016.**

**Aceptado para su publicación el 26-07-2016.**

## 1. Introducción

El presente artículo tiene como objetivo general exponer los resultados de una investigación donde se buscó evaluar los efectos de la adopción de mejores prácticas de Gobierno corporativo en los resultados económicos-financieros de las empresas del sector eléctrico brasileño con acciones negociadas en el mercado abierto. La medición de los efectos que ejerce en los resultados de las empresas se realizó mediante la comparación de índices económico-financieros usados por la moderna teoría financiera y adoptados por el mercado.

En esencia, el Gobierno corporativo (IBGC, 2009) es el sistema que garantiza el gobierno estratégico de las empresas y el control de la dirección ejercido por el consejo de administración, por la auditoría independiente y por el consejo fiscal, lo que asegura a los socios algunos aspectos relevantes, como la equidad, la transparencia, la responsabilidad por los resultados y la obediencia a las leyes del país. El concepto abarca aún la consideración de una serie de vertientes societarias, sobre todo aquellas ligadas a la dinámica de la relación entre el ajuste de los intereses de la propiedad de la empresa, la administración y la protección de los derechos de los accionistas (Monks y Minow, 2004), así como las estrategias de tutela de los accionistas minoritarios y al nivel de transparencia y prestación de cuentas de las prácticas de gestión que conllevan una gerencia eficaz y una tasa competitiva de retorno (Mathiesen, 2002).

El Gobierno corporativo es una expresión que abarca los asuntos relativos al poder de control (Cadbury, 1992; Hitt y Ireland, 2001) y dirección de una empresa (Sleifer y Vishny, 1997; Carvalhal da Silva, 2005), así como las diferentes formas y esferas de su ejercicio y la acomodación de los diversos conflictos de intereses que, de alguna manera, están ligados a la vida de las sociedades comerciales (Monks y Minow, 2000; Williamson, 1988; OECD, 2009; Silveira, Barros y Famá, 2004; IBGC, 2009; CVM, 2002).

Para diversos autores (Silveira, 2006; Silva Júnior, 2006; Alencar, 2007; Rossoni, 2009; Moreiras, 2010; Correia, 2008; Coimbra, 2011; y Rossetti y Andrade, 2004) e instituciones (IBGC, BM&FBOVESPA, IDEA, IAGO, ECGI, ECGN), la estructura central sobre la que se apoya el Gobierno corporativo son acciones estratégicas y procedimientos difundidos que respondan a la premisa de proporcionar el retorno a los propietarios y garantizar la perennidad de la empresa a través de la generación sostenible de flujo de caja, así como atender a las demandas de otros públicos interesados (*stakeholders*).

Son dos los grandes modelos existentes de Gobierno corporativo y varían en función de la participación o no de los accionistas en el día a día de la empresa. El modelo anglosajón se caracteriza por el accionista en el papel de "*outsider*", es decir, el accionista no participa de la empresa. El japonés-germánico, con el accionista en el papel de "*insider*", participando desde dentro de la empresa en sus destinos. El modelo anglosajón prevalece en los EEUU y el Reino Unido y el japonés-germánico en Japón, Alemania y demás países de Europa Continental. Rossetti y Andrade (2004) apuntan, como derivado de estos dos tipos, una clasi-

ficación más amplia: el modelo anglosajón, el modelo latino-europeo, practicado en Italia, Francia, España y Portugal; y el modelo que se investiga en este artículo, el latinoamericano, practicado en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

En Brasil el debate sobre Gobierno corporativo empezó alrededor de los 90 y en 1995 ocurrió la fundación del *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa* (IBGC), con la finalidad de desarrollar y difundir las mejores prácticas y contribuir a la formación de una sociedad más justa y responsable. La primera edición del Código de Mejores Prácticas de Gobierno corporativo fue lanzada en 1999, buscando minimizar los conflictos de intereses y la mejor estructura y formación de los Directorios.

El IBGC a través del Código, que fue inspirado en el *Neuer Markt* alemán, tuvo el objetivo de tornar más interesante el mercado de capitales para el inversor.

La BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores de Sao Paulo) creó en 2009 el Nuevo Mercado y los niveles adicionales 1 y 2 de mercado, en que se listan las prácticas adicionales o buenas prácticas, cuya adhesión es voluntaria. Las empresas asumen grados diferenciados de compromiso con las mejores prácticas y por lo tanto son clasificadas en distintos niveles: mercado tradicional (sin adhesión) (2), o el más elevado, el Nuevo Mercado (1). Se puede decir que la BM&FBOVESPA hace una “acreditación” del nivel de compromiso de la empresa de acuerdo con su involucramiento en la adopción de mejores prácticas y está evidenciado que esto influye en el resultado económico-financieros de las empresas.

El código adoptado por Brasil está dividido en capítulos que abordan las prácticas y recomendaciones para los socios, consejo de administración, gestión, auditores independientes, consejo fiscal, conducta y conflicto de intereses. Esas buenas prácticas provienen de principios y recomendaciones objetivas, como transparencia, equidad, prestación de cuentas y responsabilidad corporativa.

De las tesis analizadas para la presente investigación (Soto, 2003; Carvalho da Silva, 2005; Silveira, 2006; Silva Júnior, 2006; Alencar, 2007; Rossoni, 2009; Moreiras, 2010; Correia, 2008 e Coimbra, 2011), así como la doctrina, queda patente que existen evidencias empíricas suficientes para suponer la existencia de una relación positiva entre la adopción de prácticas diferenciadas de Gobierno corporativo y aspectos que se relacionan con el desempeño organizativo, tales como transparencia, asimetría de informaciones, exactitud de las previsiones, legitimidad organizativa, estructura de control y de propiedad, liquidez, volatilidad, riesgo sistemático, precio de las acciones y volumen de negociación.

## **2. Metodología y muestreo**

El presente estudio se clasifica (Vergara, 1997) como una investigación del tipo explicativa, con correlaciones múltiples, ya que estudia el comportamiento de variables y la dependencia entre ellas. Se trata de una investigación bibliográfica y documental dado que en el marco conceptual se buscó realizar una revisión sobre los principales conceptos de Gobierno corporativo e indicadores funda-

mentales, utilizando para ello fuentes secundarias, tales como libros, tesis y artículos accesibles al público en general, en medios impresos o digitales. En segundo lugar, se trata de una investigación documental porque los aspectos financieros de las empresas, que trabajados se constituyeron en las variables dependientes, se obtuvieron de documentos contables, como balances patrimoniales, demostraciones contables y flujos de caja, ofrecidos por las empresas en sus páginas web o en otros medios especializados, como Economática, Bovespa, Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), IBGC, Infomoney y Grafbolsa.

En cuanto a su naturaleza, el presente estudio se encuadra como cuantitativo porque usa intensivamente la métrica y establece correlaciones entre las variables y verifica el impacto de las variables dependientes, confirmando o negando la hipótesis formulada inicialmente.

Se trata también de una investigación de campo, pues se ha ahondado en las cuestiones propuestas para obtener las características precisas de esta muestra y no disponibles en fuentes secundarias por no haber sido publicadas u ofrecidas cuando se buscaron las informaciones en fuentes primarias.

La elección del sector eléctrico brasileño como muestra sustantiva, en lugar de la utilización de muestras probabilísticas o no probabilísticas, se justifica por el acceso facilitado a las informaciones del sector y porque tiene como criterio particular la tipicidad, pues la muestra utilizada se considera un subgrupo representativo a efectos de evaluación y posterior generalización para el sector eléctrico.

Las unidades de análisis del presente artículo son las empresas de capital abierto brasileñas, enumeradas en la Bolsa de Valores de São Paulo (BM&FBOVESPA), que, en el intervalo de la investigación totalizaban cerca de 480 empresas según Rossoni (2009).

Con base en esta hipótesis general que indica una influencia positiva del Gobierno corporativo sobre el desempeño de las empresas cuando se mide a través de índices económico-financieros, se analizó una muestra del 6,67% de las empresas de capital abierto listadas en la Bolsa de Valores de S. Paulo (el equivalente a 32 empresas), entre los años 2002 y 2007. La elección del período, para el cual se utilizaron criterios empíricos, está relacionada con el proyecto de investigación doctoral del autor presentado y aprobado por la Universidad Nacional de Rosario (U.N.R.) en 2008, por lo que no tiene relación con la crisis económica mundial que se asentó y progresa hasta hoy. Fueron seleccionadas empresas de capital abierto, miembros del sector eléctrico brasileño que al estar compuesto por empresas relativamente homogéneas (todas concesionarias de servicio público, con el mismo agente regulador, con márgenes de ganancias y tarifas impuestas por el gobierno, etc.) se tornan atractivas para análisis comparativos.

Estas 32 empresas seleccionadas son las únicas para las cuales pudieron obtenerse datos completos y, de estas 9, se sumaron formalmente a niveles adicionales de prácticas de Gobierno corporativo, mientras que 23 no adhirieron a las prácticas previstas para los niveles adicionales de Gobierno corporativo.

Del mismo modo, si comparamos las 32 empresas seleccionadas, constatamos

que la cuarta parte ( $N > 9$ ) presenta algún índice de gobierno, mientras que el restante no lo tiene. Se toma como hipótesis general que estas 9 empresas tienen, como regla general, un mejor desempeño que las 23 empresas restantes. La hipótesis se rechaza si el rendimiento de las empresas con gobierno es en general inferior al de las empresas que no lo tienen y nula si no hay un modelo de comportamiento.

Como criterio empírico de verificación general de la hipótesis se recurre también a una *ordenación de índices*, verificando según qué índices las empresas con certificación de gobierno (mejores prácticas) se encuentran en el tercio superior de la clasificación del índice analizado. Se adopta como criterio que esta *ordenación confirma la hipótesis* cuando la mayoría de las empresas con mejores prácticas de Gobierno corporativo figuran en lo más alto de la clasificación, se rechaza cuando la mayor parte de ellas se encuentra en el tercio inferior y es nula cuando no ocurre ninguna de estas situaciones. El análisis por ordenamiento es importante en análisis empíricos generales, pero para una verificación más detallada se realiza un *análisis de ranking*, que procura comparar las 32 empresas observadas como constancia de desempeño.

Las empresas objeto de esta investigación se compararon de acuerdo con 13 indicadores económico-financieros, utilizados para favorecer la comprensión del desempeño de las empresas y, según Damodaran (2010), también para medir la eficiencia de la gestión y compararlas (Martins, 2011). Los indicadores se agruparon, de acuerdo con Brigham (1999) en indicadores de liquidez, de endeudamiento, de eficiencia operacional, de rentabilidad e índices de mercado. Damodaran (2010) afirma que todos estos indicadores son objetivos porque toman por modelo el análisis cuantitativo, como se desea en este estudio. No se adoptan indicadores de base cualitativa, aun cuando sean relevantes, porque son más intuitivos, se basan en la perspectiva del evaluador y producen resultados que permiten interpretaciones diferenciadas.

Con relación a la presente investigación, en los fundamentos se optó por la selección empírica de 13 indicadores con base fundamentalista, o sea, que tienen como premisa el hecho de que el valor de la empresa está más relacionado con sus aspectos de naturaleza contable-financiera, constantes en los balances patrimoniales, en los demostrativos contables y en el flujo de caja (ver tabla 1). Según Souza Neto y Martins (2011):

"Los indicadores de desempeño financiero se crearon para medir la eficiencia de la gestión y como comparación entre las empresas. Se pueden agrupar en indicadores de liquidez, endeudamiento, rentabilidad y de actividad"(p. 6).

Brigham (1999) agrega el valor económico y valor de mercado. Se adopta en este trabajo la clasificación de Lemes Júnior, Rigo y Cherobin (2005), pues se presenta de forma más didáctica y de fácil comprensión y además organiza los indicadores de manera más tradicional y recurrente, es decir, los aísla en las siguientes taxonomías: índices de liquidez, de actividad, de endeudamiento, de ganancia o rentabilidad e índices de mercado.

A propósito de los índices de liquidez, que miden la capacidad de pago de las empresas ante sus obligaciones, se optó por el de liquidez corriente (Liq\_Corr), pues representa la cantidad de recursos en el activo corriente para cada unidad de pasivo corriente.

Con relación a los índices de endeudamiento, que revelan cómo la empresa utiliza capital de terceros a través de su política de obtención de recursos y establece una relación entre el capital de accionistas y el capital de terceros que la empresa toma prestado, se optó por el endeudamiento general (ENDTOTAL). Este establece una relación entre lo exigible total y el patrimonio líquido de la empresa, ya que es un indicador de fácil cálculo, muestra de forma suficiente la situación de solvencia de la empresa y permite la comparación entre las compañías del sector eléctrico.

Con relación a los indicadores de actividad operacional, que miden la velocidad con que las cuentas se convierten en ventas, se optó por no incluirlos entre los indicadores seleccionados, pues no implicaría una diferencia significativa en este estudio ya que en las demostraciones contables de las empresas estudiadas su valor estaba, en términos de porcentaje, próximo a cero, lo que imposibilitaría las comparaciones.

Los indicadores de rentabilidad/ganancia representan los retornos obtenidos por las empresas por cada unidad monetaria de capital propio invertido durante un cierto período de tiempo y son excelentes instrumentos de comparación entre empresas porque representan la cuantía del retorno que el inversor recibirá en función de la inversión realizada. Entre los indicadores de rentabilidad se optó por seleccionar el Ganancia por Acción (GPA), que se consigue al dividir la ganancia de la empresa entre el número de acciones. Es un indicador muy atractivo desde el punto de vista del inversor porque cuantifica el retorno logrado tras un periodo de tiempo por cada unidad monetaria invertida.

Otro indicador de rentabilidad seleccionado fue el ROI (*Return on Investment*), que está considerado, de acuerdo con Padoveze (1997) una de las medidas más utilizadas en las evaluaciones y comparaciones entre empresas porque mide la eficiencia de la utilización del activo operacional y permite evaluar una inversión en la misma línea de análisis de balance, relacionando la rentabilidad del activo con el patrimonio líquido.

Con relación a los índices de mercado, de acuerdo con Gropelly y Nikbakht (2009), son considerados una manera de medir la respuesta de los inversores al mercado accionario; controlan y comparan ciertos parámetros para descubrir el valor de mercado atribuido a sus acciones, así como estiman el posible costo de nuevas emisiones (IPO). Son, de acuerdo con Damodaran (2010), útiles para evaluar y comparar empresas, principalmente en función de su simplicidad de cálculo y han sido utilizados en esta investigación por su uso consolidado en el mercado. Entre los índices de mercado se optó por trabajar el Valor Patrimonial de la Acción (VPA), que se obtiene al dividir el patrimonio neto entre el número de acciones. El índice Precio/Ganancia (PG) que se calcula dividiendo el precio

de mercado de la acción por la ganancia de la acción, y sirve para medir si una acción está con su precio de mercado alto o bajo y se utiliza ampliamente para contener el excesivo optimismo en el mercado. El índice Precio/Valor Contable (PBV) refleja la expectativa del mercado con relación a la capacidad de ganancia de la empresa y de su flujo de caja. El PBV se ha incluido entre los índices utilizados en esta investigación porque ofrece una medida relativamente estable e intuitiva del valor del activo y tiene por base las normas contables que son comunes entre las organizaciones, lo que favorece los estudios comparativos. El índice Precio/Ventas (PS), también incluido entre los índices de mercado, mide un negocio relacionado con los ingresos que genera (Damodaran, 2010). Es importante para el análisis porque permite la comparación entre empresas de cualquier tamaño. Se calcula al dividir el precio de mercado del patrimonio de la empresa por los ingresos generados.

Además de estos indicadores se destacan otras medidas de evaluación de desempeño que han sido utilizados en esta investigación en función de su importancia, facilidad de cálculo y aplicabilidad. El EBIT (*Earnings Before Interest and Taxes*), conocido como ganancia de la actividad, se eligió porque calcula los intereses sin los efectos de la tributación e intereses; sin embargo incluye depreciación y amortización. El EBITDA (*Earnings Before Interest and Taxes Depreciation and Amortization*) fue seleccionado porque mide el flujo de caja operacional de las empresas, independientemente de la forma como se financian o tributan y excluye también la amortización y la depreciación. El *Enterprise Value* (ENTERPRISE) fue elegido porque representa el costo total de la empresa dado por el mercado, al que hay que añadir la deuda neta de la empresa; es un excelente instrumento de comparaciones. El EV/EBIT Empresa X (EEEx) ha sido utilizado en la investigación porque toma por base el Enterprise Value, lo que evita distorsiones producidas por políticas fiscales. Se utilizan en las comparaciones de empresas de un mismo sector, como es el caso del presente trabajo.

En conjunto, estos 13 índices (ver Tabla 1) constituyen un instrumento para acompañar y controlar la situación económica, financiera y patrimonial de las empresas. Aunque ninguno de los índices pueda analizarse separado de los demás para responder la hipótesis general propuesta, cuando se estudian en conjunto, estos índices traducen, cada uno en su lenguaje específico, los resultados de las actividades empresariales que permiten deducir el impacto del Gobierno corporativo en el desempeño general del segmento empresarial aquí analizado.

### **3. Discusión de los resultados**

En esta sección se presentan las discusiones de los resultados alcanzados. Los datos fueron dispuestos en tablas, una para cada indicador. A efectos de análisis se calculó el promedio del periodo, el desvío estándar del promedio y el coeficiente de variación del índice, (Coef. Var. = Desvío estándar/Promedio). Se añadió también un marcador para confirmación/rechazo de la hipótesis. Se atribuyó H= +1 en los casos en los que la empresa tiene certificado de gobierno (adopta mejores prácticas) y está entre las 9 mejores del índice; y atributo H= -1



en los casos en los que la empresa tiene certificado de gobierno y está entre las 9 peores del índice; se atribuyó H=0 en los casos en los que la empresa tiene certificado de Gobierno corporativo, pero no está ni entre las 9 primeras ni entre las 9 últimas empresas.

Con base en la adopción o no de mejores prácticas de gobierno corporativo y en el subgrupo en el que las empresas con la misma característica se concentran, se realizó una verificación que sugiere que empresas con adopción de mejores prácticas de Gobierno corporativo están siempre más presentes en el subgrupo top que en el resto de los subgrupos. La hipótesis se rechazó en los casos en los que hay más empresas con Gobierno corporativo en el subgrupo de abajo que en los demás, y se consideró no conclusivo en el caso de que haya más empresas con mejores prácticas de Gobierno corporativo en el grupo del medio que en el resto.

**Tabla 1. Lista de índices comparados**

	<b>Índice</b>	<b>Sigla</b>	<b>Fórmula Utilizada</b>	<b>Lectura</b>
01	Ebit	EBIT	LAIR+REC FIN – DESP FIN	MAYOR mejor
02	Ebitda	EBITDA	LB-DESP VENTAS-DESP ADM	MAYOR mejor
03	Ev Ebit Empresa x	EEEX	ENTERPRISE/EBIT	MAYOR mejor
04	Índice endeudamiento general	ENDTOTAL	Exigible Total/Patrim. Neto	MENOR mejor
05	Enterprise Value	ENTERPRISE	Valor de la empresa en el mercado	MAYOR mejor
06	Índice Precio Ganancia	IPG	Precio da acción / Ganancia de la acción	MENOR Mejor
07	Liquidez Corriente	LIQ_CORR	Act. Corriente/Pasivo Corriente	MAYOR mejor
08	Ganancia por Acción	GPA	Gcia Liq/ N° de Acciones	MAYOR mejor
09	Precio Valor/Contab.	PBV	Precio por Acción/Valor Contab del P. Neto por Acción	MAYOR mejor
10	Precio Venta	PS	Valor de Mercado del PL/ Ingresos	MAYOR mejor
11	Retorno sobre las Inversión	ROI	Gcia Neta/Activos totales	MAYOR mejor
12	Valor de Mercado	VM	Valor Cotización Promedio da Acción x n° de Acciones	MAYOR mejor
13	Valor Patrimonial de la Acción	VPA	P. Neto/ n° de Acciones	MAYOR mejor

**Fuente:** Elaboración propia.

En las Tablas 2 y 3 se muestran las conclusiones sobre la verificación de la in-

fluencia positiva del Gobierno corporativo en las empresas adoptantes de prácticas adicionales.

La Tabla 2 identifica el número de empresas, dentro de un mismo índice, en las que la hipótesis se confirma, se rechaza o se anula. Se adopta como criterio empírico de confirmación de la hipótesis, cuando el número de veces en el que la hipótesis se confirma es mayor que el número de veces en el que se niega o es nula; la hipótesis se rechaza cuando el número de veces en el que la hipótesis se rechaza es mayor que el número de veces en el que se confirma o es nula; y la hipótesis se considera nula cuando el número de veces en el que la hipótesis se anula es mayor que el número de veces en el que la hipótesis se confirma o se rechaza.

En la verificación empírica de la hipótesis, de los 13 índices, la hipótesis de que la adopción de niveles adicional de Gobierno corporativo por parte de las empresas del sector eléctrico brasileño (mercado abierto), tiene una influencia positiva sobre la gestión de las empresas se confirmó en 11 índices (EBIT, EBITDA, EEEEx, ENDTOTAL, ENTERPRISE, Liq\_Corr, GPA, ROI, VM, VPA), no fue conclusiva en dos verificaciones (IPG e PBV), y no fue negada en ninguno de los casos (ver Tabla 2).

A partir del análisis individual de cada indicador, puede agregarse una observación globalizadora, que involucra al resultado de todos ellos en forma simultánea. De un total de 116 comparaciones, 69 de ellas están en el tercio superior, lo que reafirma la existencia de una influencia positiva de la adopción de prácticas adicionales de Gobierno corporativo por parte de empresas del sector eléctrico brasileño y perteneciente al mercado abierto. Entre los siete índices en los que la hipótesis se confirmó, el más destacado fue el índice VM (Tabla 3), en él que el 89% de las empresas que adoptan niveles adicionales de Gobierno corporativo están en lo más alto de la tabla, seguido por el índice de ENTERPRISE (87,5%), EEEEx (77%), EBITDA y GPA (67%), EBIT (67%), PS (63%), y Liq\_Corr (44%). De los índices en los que la hipótesis tuvo el peor resultado (a pesar de no ser rechazada en su totalidad), se destaca el IPG y PBV (el 33% de las empresas con Gobierno corporativo se encuentran en el grupo inferior de la tabla).

Otra forma de verificar la hipótesis es a través del análisis del ranking, donde se hace la comparación empresa por empresa. La Tabla 4 muestra un análisis del ranking de cada empresa dentro de cada índice. La tabla, ordenada por el promedio general de los rankings obtenidos, indica que la hipótesis se confirmó en 6 de las 9 empresas con mejores prácticas de Gobierno corporativo observadas, nulas para 3 de las empresas y negada en ninguna. La hipótesis fue particularmente confirmada en el caso de las empresas CPFL CPFE (promedio 8,33, 2ª en el ranking general), CEMIG (promedio 9,23, 3ª en el ranking), y TRACTEBEL (promedio 9,38, 4ª en el ranking).

**Tabla 2. Compilación de la verificación de la hipótesis. Análisis A (en N). Empresas del Sector Eléctrico Brasileño – Mercado Abierto**

Índex	N Empresas Total	N Empresas con GOB	N empresas Hipótesis confirmada	N empresas Hipótesis nula	N empresas Hipótesis rechazada	Análisis general de la hipótesis
EBIT	30	9	5	2	2	Confirmada
EBITDA	32	9	6	1	2	Confirmada
EEEx	31	9	7	1	1	Confirmada
ENDTOTAL	32	9	5	1	3	Confirmada
ENTERPRISE	29	8	7	0	1	Confirmada
IPG	32	9	3	3	3	No conclusiva
LIQ_CORR	32	9	4	2	3	Confirmada
GPA	32	9	6	2	1	Confirmada
PBV	30	9	3	4	2	No conclusiva
PS	28	8	5	1	2	Confirmada
ROI	32	9	5	1	3	Confirmada
VM	30	9	8	0	1	Confirmada
VPA	32	9	5	3	1	Confirmada
Total de observaciones	402	116	69	22	25	Confirmada

**Fuente:** Elaboración propia.

Al observar las empresas con mejores prácticas de Gobierno corporativo, identificamos que la mejor empresa es TRACTEBEL, que confirma la hipótesis en 10 de los 13 tests y nunca rechaza la hipótesis (promedio 0,77), mientras la peor es ELETROPAULO, que confirma la hipótesis en apenas 4 de los 13 tests y la niega en 7 de los 13 tests (promedio -0,23).

#### 4. Conclusiones y trabajos futuros

A través de la utilización de planillas electrónicas en Excel fue posible realizar la comparación entre las empresas mediante trece (13) índices económico-financieros seleccionados. Se encontró en este estudio, que las empresas con mejores prácticas de Gobierno corporativo están siempre más presentes en el *top* de la lista que en los otros subgrupos (ver tabla 2), para la mayoría de los indicadores (11 sobre 13). En dos indicadores no se presentaron resultados concluyentes.

En la presente investigación fue posible decir que hay evidencias suficientes para sugerir una influencia positiva en los resultados de las empresas del sector eléctrico brasileño, que negocian sus acciones en el mercado abierto y que

**Tabla 3. Comparación de la hipótesis (Confirmación en N).  
Empresas del Sector Eléctrico Brasileño – Mercado Abierto**

Índex	N Empresas con certificado	N empresas Hipótesis confirmada	Porcentaje de casos en que la hipótesis fue confirmada
VM	9	8	89%
ENTERPRISE	9	7	87,5%
EEEx	9	7	78%
EBITDA	9	6	67%
GPA	9	6	67%
PS	8	5	63%
EBIT	9	5	67%
ENDTOTAL	9	5	67%
ROI	9	5	67%
VPA	9	5	67%
LIQ_CORR	9	4	44%
IPG (Nula)	9	3	33%
PBV (Nula)	9	3	33%
Total de observaciones	116	69	59,48%

**Fuente:** Elaboración propia.

adoptan prácticas diferenciadas de Gobierno corporativo, cuando se miden con estos indicadores económico-financieros.

En el análisis de *ranking* (ver Tabla 4), donde son analizadas empresa por empresa e índice por índice, de las 32 empresas analizadas y de los 13 índices, en las once primeras posiciones, 6 empresas son de las que adoptan practicas adicionales de Gobierno corporativo, o sea, 67% de ellas están entre las empresas de mejores resultados económicos-financieros, lo que presenta indicios significativos de la influencia del Gobierno corporativo en el resultado de las empresas de capital abierto del sector eléctrico brasileño.

Del presente análisis, en que se confirma la influencia en 11 (once) de los 13 (trece) índices analizados y se constata la presencia de la mayoría de las empresas adoptantes de buenas prácticas de Gobierno Corporativo en el top del ranking de comparación entre los índices de empresas adoptantes y no adoptantes, es posible afirmar que hay, en el sector eléctrico brasileño y que negocian sus acciones en el mercado abierto, elementos suficientes que apuntan a una influencia positiva entre la adopción de prácticas adicionales de Gobierno Corporativo y el resultado de las compañías de capital abierto, cuando se miden con indicadores económico-financieros.

**Tabla 4. Análisis B: Ra empresa por empresa, índice por índice. Empresas del Sector Eléctrico Brasileño – Mercado Abierto**

EMPRESA	Cert	EBIT	EBITDA	EEEE	ENDTOTAL	ENTERPRISE	IPL	Liq_Corr	LPA	PBV	OS	ROI	VM	VPA	Promedio	Ranking general	H
PALF	N	9	3	21	22	6	1	19	1	1	2	8	5	2	7,69	1	.
CPFL CPFE	S	5	28	5	3	2	12	3	5	24	.	5	2	6	8,33	2	1
CEMIG	S	2	8	4	10	3	17	22	11	17	1	6	3	16	9,23	3	1
TRACTEBEL	S	3	4	8	11	5	18	21	8	9	10	2	4	19	9,38	4	1
TRAN PAULISTA	S	7	9	19	5	.	25	2	6	12	5	7	10	11	9,83	5	1
AES TIETE	N	6	5	12	24	10	2	4	21	4	12	1	8	29	10,62	6	.
ELETRORAS	S	1	32	3	2	1	29	1	17	19	7	22	1	5	10,77	7	1
COELBA	N	8	6	15	18	11	16	10	12	20	22	3	12	22	13,46	8	.
COELCE	N	12	17	9	14	19	7	18	13	5	13	11	19	21	13,69	9	.
COPEL	N	4	29	26	6	9	28	17	10	8	.	12	6	12	13,92	10	.
CELESC	S	13	11	27	19	23	6	5	3	21	21	10	21	4	14,15	11	1
CELPE	N	14	13	14	15	16	24	8	9	14	15	13	20	17	14,77	12	.
CESP	S	31	2	11	28	4	3	32	19	11	8	27	7	9	14,77	12	0
LIGHT	S	30	14	13	31	7	4	20	7	7	17	17	11	18	15,08	14	0
ESCELSA	N	24	20	7	26	15	22	11	2	.	14	14	25	1	15,08	15	.
ELEKTRO	N	11	7	17	30	14	26	9	26	2	6	9	13	30	15,38	16	.
GER PARANAP	N	25	12	6	8	13	30	29	18	10	4	18	15	13	15,46	17	.
CPFL CPFPG	N	15	23	.	7	.	14	7	25	25	11	19	17	28	17,36	18	.
ELETROPAULO	S	18	1	10	25	8	32	24	24	13	18	24	9	25	17,77	19	0
CELPA	N	16	19	19	17	24	21	15	15	15	16	23	24	15	18,38	20	.
ELETROPAR	N	17	27	22	9	29	27	12	16	6	.	15	28	20	19,00	21	.
CPFL CPFPP	N	10	10	25	29	.	10	25	22	22	26	4	.	27	19,09	22	.
CEB	N	23	25	24	20	27	5	16	4	18	19	29	29	10	19,15	23	.
AMPLA ENERG	N	27	16	2	27	12	13	14	27	23	24	25	14	31	19,62	24	.
RIO GDE ENER	N	19	15	31	13	17	8	26	20	26	25	16	16	23	19,62	24	.
EMAE	N	20	30	32	4	28	20	6	30	16	3	28	27	14	19,85	26	.
CEMAT	N	22	18	16	21	25	9	27	14	29	27	21	26	7	20,15	27	.
ENERSUL	N	21	21	20	16	22	31	13	23	.	9	20	23	26	20,42	28	.
CELG	N	28	22	30	32	20	19	31	31	3	20	26	.	3	22,08	29	.
REDE ENERGIA	N	26	24	28	23	18	11	23	32	27	28	30	22	8	23,08	30	.
IENERGIA	N	.	26	23	12	26	15	28	29	28	23	31	30	24	24,58	31	.
AES ELPA	N	29	31	29	1	21	23	30	28	30	.	32	18	32	25,33	32	.

Fuente: Elaboración propia.

Concluyendo, se pretende de esa forma inferir que lo que fue evidenciado por los indicadores de performance en el mercado de las empresas del sector eléctrico brasileño, puede ser extrapolado como atributos que producen resultados positivos para las áreas en que se realice la gestión de recursos, personas o bienes, y que resultados positivos semejantes también serán encontrados en las investigaciones realizadas en estas empresas.

A pesar de los límites existentes en esta investigación, su importancia radica en que trata de un tema relevante para el desarrollo de la sociedad y señala la posibilidad de nuevas investigaciones. A partir de la investigación realizada, surgen nuevas líneas que pueden proponerse a fin de ampliar y confirmar en otros contextos los resultados obtenidos:

- hacer estudios con indicadores económico-financieros para empresas adherentes a niveles adicionales de Gobierno corporativo, pero involucrando empresas de rumbos diversos y comparar su desarrollo en una serie histórica antes de la adopción de prácticas diferenciadas, con una serie histórica después de la adopción de las dichas prácticas, verificando su evolución para así sugerir si existe una correlación entre el crecimiento, la solidez y la mejora en los ratios y las condiciones de Gobierno corporativo adoptadas;
- estudiar la opción de prácticas adicionales en empresas no participantes del mercado abierto, investigando aspectos del Gobierno corporativo, no sólo desde la óptica de los conceptos del IBGC;
- extender y profundizar la investigación involucrando en los estudios del Gobierno corporativo la adopción de mejores prácticas para PYMES, evaluando, principalmente indicadores sociales como clima organizacional, motivación, liderazgo, ética, tutela de los accionistas minoritarios, nivel de transparencia de la gestión, calidad y nivel de acceso a las informaciones, inserción en la sociedad, confianza de la sociedad en las empresas, sostenibilidad y preocupación por el medio ambiente.

## Referencias Bibliográficas

- Andrade, A. y Rossetti, J.P. (2009). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Sao Paulo: Atlas.
- Alencar, R. Carvalho de (2007). *Nível de disclosure e custo de capital próprio no mercado brasileiro*. Tesis doctoral no publicada. São Paulo: USP.
- Brigham, E. (1999). *Fundamentos da moderna administração financeira*. Rio de Janeiro: Campus.
- Cadbury, A., (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee and Co Ltd.
- Caldeira, A.P (2009). *Análise empírica dos retornos das ações de empresas que fizeram emissões primárias e secundárias entre 2004 e 2007*. Rio de Janeiro: IBMEC.
- Carvalho da silva, A.L. (2005). *Governança corporativa e decisões financeiras no Brasil*. Mauad: Rio de Janeiro: Mauad.
- Coimbra, F. (2011). *Estrutura de governança corporativa e gestão de riscos: um estudo de casos no setor financeiro* (Tesis doctoral no publicada) São Paulo: USP.
- Correia, L. (2008). *Um Índice de governança para empresas do Brasil*. Tesis doctoral no publicada. Belo Horizonte: UFMG.
- Dalpai, L. (2015). *Gobierno corporativo y sus efectos en los indicadores económicos-financieros de las empresas*. Tesis doctoral no publicada. Rosario: UNR.
- Damodaran, A. (2004). *Finanças corporativas teoria e prática*. Tradução Jorge Ritter. Porto Alegre: Bookman.
- Damodaran, A. (2010). *Avaliação de investimentos. Ferramentas e técnicas para a determinação do valor qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Hitt, M. A., y Ireland, R. D. (2000). The intersection of entrepreneurship and strategic management research. In D.L. Sexton & H. Landstrom (Eds.), *Handbook of entrepreneurship*: 45–63. Oxford: Blackwell Publishers
- Groppelli, A.A. y Nikbakht, E. (2000). *Administração financeira*. Sau Paulo: Saraiva.
- García Soto, M G. (2003). *El Gobierno corporativo y las decisiones de crecimiento empresarial: evidencias en las cajas de ahorro españolas*. (Tesis doctoral no publicada). Universidad de Las Palmas de Gran Canaria: Las Palmas de Gran Canaria.
- Instituto argentino para el gobierno de las organizaciones (2004). *Código de mejores prácticas de gobierno de las organizaciones para la República Argentina*. Buenos Aires: IAGO.
- Instituto brasileiro de governança corporativa (2009). *Código das melhores práticas de governança corporativa*. IBGC: Sao Paulo.

- Instituto de gobierno corporativo de latinoamérica (2011). *Gobierno corporativo em Latinoamérica 2010-2011*. Washington: IGCLA.
- Jensen, M C. Meckling, W. H. (1976). *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs 172 and capital structure*. Journal of Financial Economics, 3, 305-60.
- Lemes J., Rigo y Cherobin (2005). *Administração financeira*. Campus: Rio de Janeiro.
- Martins, E. (2011). *Contabilidade de Custos*. Atlas: S. Paulo
- Mathiesen, H. (2002). *Managerial Ownership and Financial Performance*, Ph.D. Thesis, Copenhagen Business School, Denmark
- Monks, R. y Minow, N. (2000). *Corporate governance*. Oxford: Black-well.
- Moreiras, L.M. (2010). *Os efeitos da governança corporativa sobre a informação assimétrica*. (Tesis doctoral no publicada). FGV: Sao Paulo.
- OECD (s.f). *The OECD principles of corporate governance*. Paris, 69 p. Recuperado de: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>.
- OECD (2005). *White Paper Progress Report – Brazil*. Lima. Recuperado de: <http://www.oecd.org/dataoecd/39/37/35656827.pdf>.
- Padovese, C.(1997). *Contabilidade gerencial*. Sao Paulo: Atlas.
- Rossoni, L. (2009). *Governança corporativa, legitimidade e desempenho das organizações listadas na Bovespa*. Tesis doctoral no publicada. Curitiba: UFPR.
- Rossetti, J. y Andrade, A. (2004). *Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Sao Paulo: Atlas.
- Silva, E. (2006). *Governança corporativa nas empresas*. Sao Paulo: Atlas.
- Silva, A. (2006). *Trajetória de crescimento, governança corporativa e gestão universitária: estudo de caso em três instituições de educação superior do tipo familiar*. (Tesis doctoral no publicada). Belo Horizonte: UFMG
- Silveira, A. (2006). *Governança corporativa e estrutura de propriedade*. Sao Paulo Saint: Paul Editora Ltda.
- Silveira, A. (2010). *Governança corporativa no Brasil e no mundo*. Rio de Janeiro: Campus.
- Silveira, H. ; Barros, L; Famá, R. (2004). *Governança corporativa e estrutura de propriedade: determinantes e relação com desempenho das empresas no Brasil*. Sao Paulo: FEA USP.
- Sousa Neto, J.A. y Martins, H. (2011). *Finanças e governança corporativa*. Rio de Janeiro: Campus.
- Vergara, S. C. (1997). *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. Sao Paulo: Atlas.