

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

Geraldo da Silva

**Os Níveis de Governança Corporativa da Bovespa e o
Desempenho Financeiro das Empresas Listadas**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUÁRIAS

**SÃO PAULO
2011**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

Geraldo da Silva

**Os Níveis de Governança Corporativa da Bovespa e o Desempenho
Financeiro das Empresas Listadas**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUÁRIAS

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUÁRIAS, sob a orientação da Professora, Doutora: Neusa Maria Bastos Fernandes dos Santos

SÃO PAULO

2011

Banca Examinadora

AGRADECIMENTOS

À Professora Doutora Neusa Maria Bastos Fernandes dos Santos, por ter aceitado ser minha orientadora e ter dedicado seu conhecimento, tempo e paciência em me guiar nos caminhos da preparação deste trabalho.

Aos Professores Doutores Ivam Peleias e Wilson Nakamura, por darem grandes contribuições para a melhoria do meu trabalho.

Aos meus irmãos, Carlos, Dalva, Ana e Silvana, que sempre me incentivaram e deram muita força para continuar até o fim.

Aos amigos Edson Oliveira, Walber Carvalho e Reinaldo Silva, pela contribuição nas discussões e pelo incentivo para começar o curso e nunca desistir.

Terezinha minha mãe, Marta minha esposa e à
Carol, minha filha, dedico este trabalho.

RESUMO

O surgimento da Governança Corporativa de acordo com uma grande maioria do mundo acadêmico data do século XX, com o estudo de Berle e Means em 1932. Mas existe outra corrente que explica que tenha surgido no século XVIII, com a necessidade de reverter uma crise econômica de 1754 no Estado do Grão-Pará e Maranhão, aonde foi elaborada uma minuta dos estatutos do empreendimento. O Conflito de Agência se torna o ponto central desta discussão, como também os escândalos financeiros, e com isso a necessidade de cada vez maior se criar procedimentos e leis para minimizar estes tipos de problemas, desta forma se mantendo em constante evolução. O objetivo geral é analisar se o ingresso das empresas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa influencia no desempenho financeiro das empresas. No Brasil, a Governança Corporativa está cada vez mais presente na vida das empresas, devido à globalização, e com isso levou entidades como CVM, IBGC e Bovespa a definirem novas recomendações/regras para obter melhores práticas corporativas. A partir de 2001, algumas empresas começaram a se adequar às regras para o ingresso nos níveis diferenciados de Governança Corporativa criados pela Bovespa. O estudo partiu de uma amostra de 42 empresas listadas nos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, sendo que a variável independente é a data de adesão a estes níveis, e as variáveis dependentes são ROA e ROE, que foram divididos entre 12 trimestres antes e 12 trimestres depois da data de adesão, para medir o desempenho financeiro. Nos testes estatísticos incluindo a regressão linear não foi possível encontrar nenhuma evidência de que houve melhora no desempenho financeiro das empresas da amostra selecionada. A conclusão final do trabalho é que não se pode comprovar que o fato, de as empresas que submeteram aos regulamentos e conseqüentemente ingressaram aos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, teve algum impacto favorável no desempenho financeiro dessas empresas.

Palavras-chave: Governança, índices de rentabilidade, ROA, ROE

ABSTRACT

The emergence of corporate governance according to a majority of the academic world was in the 20th century, with the study of Berle and Means in 1932. But there is another thought that arose in the 18th century, with the need to reverse an economic crisis of 1754 in the Grand State of Para and Maranhão, where was prepared a document of the enterprise's statutes. The agency conflict becomes the central point of this discussion, as well as financial scandals, and with it the need of increasing to create procedures and laws to minimize these types of problems, and this way keeping in constant evolution. The overall objective is to examine if the entry of firms at different levels of Corporate Governance of Bovespa influences on financial performance. In Brazil, the Corporate Governance is increasingly present in the environment of companies, due to globalization, and this has led organizations such as CVM, IBGC and Bovespa to establish new recommendations / guidelines for business practices. Since 2001, some companies started to stick to the rules for admission to different levels of corporate governance established by Bovespa. The study was based on a sample of 42 companies listed in levels of Corporate Governance of Bovespa, and the independent variable is the date of admission to these levels, and the dependent variables are ROA and ROE, which were divided into 12 quarters before and 12 quarters after admission, to measure financial performance. In the statistical tests including the linear regression could not find any evidence that they improved the financial performance of companies in the selected sample. The final conclusion of this work paper is that it was not prove that the fact that companies submit to the regulations and consequently joined differentiated levels of Corporate Governance of Bovespa had any positive impact in financial performance these companies.

Key-words: Governance, financial ratios, profitability indices, ROA, ROE

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 Questão do Problema	14
1.2 Objetivo	14
1.3 Justificativa	16
1.4 Estrutura do Trabalho	16
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	17
2.1 Introdução	17
2.2 Conflito de Agência	19
2.3 Teoria da Firma	20
2.4 Custo da Transação	21
2.5 Contexto da Governança Corporativa	22
2.5.1 Conceitos da Governança	22
2.5.2 Valores da Governança Corporativa	25
2.5.3 Governança Corporativa no Brasil	26
2.5.3.1 Nova Lei das SA's	26
2.5.3.2 IBGC - Código de Boas Práticas de Governança Corporativa	27
2.5.3.3 CVM - Recomendações de Governança Corporativa	28
2.5.3.4 Bovespa – Níveis de Governança Corporativa	28
2.5.3.5 BNDES	29
2.5.4 Recomendações de Boas Práticas de Governança	29
2.5.4.1 Código de Boas Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo IBGC	29
2.5.4.2 Recomendações da CVM de Boas Práticas de Governança Corporativa	31
2.5.5 Bovespa e os Níveis de Governança Diferenciados	32
2.5.5.1 Níveis de Governança Corporativa Diferenciados	32
2.5.5.2 Adesão aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa	34
2.5.6 Benefícios e Barreira da Adesão a Governança Corporativa	36
2.6 Indicadores de Rentabilidade	37
2.6.1 Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	39
2.6.2 Retorno sobre o Ativo (ROA)	39
2.6.3 Retorno sobre Vendas Líquidas (ROS)	40
2.7 Pesquisas relacionadas ao tema	40
3 METODOLOGIA	44
3.1 Tipo do Estudo	44
3.2 Amostragem e Coleta de Dados	44
3.3 Variáveis Operacionais	46
3.4 Procedimento de análise	47
3.4.1 Testes estatísticos	48
3.4.2 Regressão Linear	49
3.4.2.1 Cálculo dos retornos esperados	49
3.4.2.2 Diagnósticos dos modelos de regressão	50
3.4.2.3 Cálculo dos retornos anormais	52
3.5 Limitações da pesquisa	52

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS	54
4.1 Gráficos e Análises Financeiras	54
4.2 Testes Estatísticos da Amostra	56
4.2.1 Teste de Normalidade	57
4.2.2 Teste de Variâncias.....	59
4.2.3 Teste de Hipótese	61
4.2.4 Regressão Linear	64
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	67
REFERÊNCIAS	70

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

FIGURA 1 -	O Problema de Agência dos Gestores e a Governança Corporativa	19
FIGURA 2 -	Princípios, Pilares e Práticas da Governança Corporativa	22
GRÁFICO 1 -	Gráfico ROE média antes e depois da adesão por empresa	55
GRÁFICO 2 -	Gráfico ROA média antes e depois da adesão por empresa	56
GRÁFICO 3 -	Teste de Normalidade ROE média antes da data de adesão	57
GRÁFICO 4 -	Teste de Normalidade ROE média depois da data de adesão	58
GRÁFICO 5 -	Teste de Normalidade ROA média antes da data de adesão	58
GRÁFICO 6 -	Teste de Normalidade ROA média depois da data de adesão	59
GRÁFICO 7 -	Teste de hipótese ROA	62
GRÁFICO 8 -	Teste de hipótese ROE	63
GRÁFICO 9 -	Retornos anormais - ROA	65
GRÁFICO 10 -	Retornos anormais - ROE	65

LISTA DE TABELAS

TABELA 1-	Governança Corporativa: os segmentos de listagem da BOVESPA	28
TABELA 2 -	Número de cias listadas na Bolsa de Valores	35
TABELA 3 -	Número das empresas listadas nos níveis de Governança Corporativa da Bovespa	36
TABELA 4 -	Empresas listadas nos níveis de Governança Corporativa da Bovespa	45
TABELA 5 -	Relação das empresas participantes da amostra da pesquisa	46
TABELA 6 -	Relação das empresas da amostra do cálculo da regressão	51
TABELA 7 -	Análise desempenho financeiro	54
TABELA 8 -	Teste de Variância ROE média antes e depois adesão	60
TABELA 9 -	Teste de Variância ROA média antes e depois adesão	61
TABELA 10 -	Resultados da regressão das variáveis ROA e ROE	64

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

IBGC -	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
CVM -	Comissão de Valores Mobiliários
ROE -	Retorno sobre o Patrimônio Líquido ou " <i>Return on Equity</i> "
ROA -	Retorno sobre o Ativo ou " <i>Return on Assets</i> "
ROS -	Retorno sobre as Vendas ou " <i>Return on Sales</i> "
N1 -	Nível 1 da Governança Corporativa da Bovespa
N2 -	Nível 2 da Governança Corporativa da Bovespa
NM -	Novo Mercado da Governança Corporativa da Bovespa

1 INTRODUÇÃO

O surgimento da Governança Corporativa, conforme grande maioria do mundo acadêmico, data do século XX, e o estudo de Berle e Means em 1932 é um dos marcos do aparecimento desse novo conceito e da prática de se administrar uma empresa.

Não obstante, outra corrente relata que a Governança Corporativa tenha surgido no século XVIII. Segundo Ricardino e Martins (2004) e Costa et al (2009), no meio do século XVIII, foram aplicadas técnicas que podem ser consideradas boas práticas de Governança Corporativa se comparadas aos dias de hoje.

O Conflito de Agência torna-se então o ponto central de discussão. Jensen e Meckling (1976) definem que o conflito entre principal - pessoa dona da empresa - e o agente - pessoa gestora da empresa- à qual o principal delega autoridade da administração dessa empresa, deve ser resolvido.

Com a evolução tecnológica e o desenvolvimento econômico, levando ao aumento da quantidade e do tamanho das empresas no Mercado, é cada vez mais presente a necessidade de uma ferramenta que harmonize esse conflito.

Com o crescimento e a complexidade do Mercado, começaram a aparecer os escândalos financeiros patrocinados por grandes corporações, entre eles, pode-se destacar o da Enron, que trouxe grande prejuízo e desconfiança ao Mercado. Assim, percebeu-se a necessidade de uma releitura e do aprimoramento da regulamentação, visando a trazer mais transparência e clareza às informações publicadas.

No Brasil, a Governança Corporativa está cada vez mais presente na vida das empresas, em virtude da globalização e da crescente competitividade mundial. Com isso, levou entidades como Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) e Bovespa a definirem novas recomendações/regras para obter práticas corporativas, como transparência e proteção, aos acionistas mais claros. A partir de 2001, algumas empresas começaram a se adequar às regras para o ingresso nos diversos níveis de Governança Corporativa criados pela Bovespa.

O crescimento econômico do Brasil com a realidade do Plano Real, que trouxe robustez à economia deste país, evidencia a necessidade de adesão à Governança Corporativa como instrumento para transmitir transparência e confiabilidade às informações financeiras das empresas.

Como se verifica, há uma clara evolução no aumento dos participantes dos níveis de Governança Corporativa da Bovespa. Em janeiro de 2010, já eram 159 empresas, mas essa participação ainda é pequena, se comparada com o total de empresas existentes no Brasil.

Com base no exposto, neste trabalho, será investigado se o ingresso nos diversos níveis de Governança Corporativa da Bovespa influencia no desempenho financeiro das empresas brasileiras, por meio de pesquisa exploratória e coleta de dados na Bovespa.

1.1 QUESTÃO DO PROBLEMA

A adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa incrementa o desempenho financeiro das empresas?

1.2 OBJETIVO

O objetivo geral é analisar se o ingresso das empresas nos diversos níveis de Governança Corporativa da Bovespa influencia no desempenho financeiro das empresas. Com relação aos objetivos específicos, serão explorados os seguintes tópicos:

- 1) Aplicação de testes estatísticos para verificar a existência de uma relação significativa entre a adesão das empresas aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa e o desempenho financeiro no período subsequente a essa data de adesão.

- 2) Investigar na literatura a evolução da Governança Corporativa no mundo, assim como no Brasil, e a respectiva criação pela Bovespa dos níveis de Governança diferenciados, bem como os instrumentos de medição de desempenho financeiro.
- 3) Investigar o que já foi pesquisado nessa área para identificar trabalhos relacionados com a presente pesquisa.

1.3 JUSTIFICATIVA

A Governança Corporativa tornou-se globalmente muito importante, principalmente depois do advento da Enron, entre outros escândalos, em um mecanismo para mostrar a transparência das empresas, principalmente na busca da separação de propriedade e controle e, conseqüentemente, proteção aos acionistas.

O Brasil vem acompanhando essa evolução, impulsionado pela globalização e pela crescente competitividade mundial, e com isso, são necessários novos investimentos, culminando com a criação dos níveis de Governança Corporativa pela Bovespa.

A criação da estrutura de Governança Corporativa vem agregando custos adicionais e custos para a manutenção desses controles requeridos. Dessa forma, fica evidente a necessidade de um melhor desempenho financeiro para que haja, no mínimo, a compensação desses custos.

Nesse contexto, com este trabalho, questiona-se se a adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa influencia o desempenho financeiro das empresas listadas.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho está estruturado conforme abaixo:

- a) Introdução: apresentação da introdução, da questão do problema, do objetivo e da justificativa da pesquisa;
- b) Fundamentação Teórica: apresentação dos principais pressupostos teóricos que fundamentam esta pesquisa: a evolução e os princípios da Governança Corporativa no mundo e principalmente no Brasil, a importância da análise de desempenho financeiro por meio de índices de rentabilidade e pesquisas relacionadas;
- c) Metodologia: apresentação da metodologia aplicada à pesquisa;
- d) Análise e interpretação de dados: apresentação dos testes estatísticos e das análises financeiras dos dados coletados;
- e) Considerações Finais e, por fim, referências.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

O capítulo da fundamentação teórica, como relata Aquino (2010), é a parte mais detalhada do trabalho. Conforme Vergara (2007) e Severino (2002), deve ser a sustentação teórica do estudo, subdividido em seções, dando consistência no raciocínio utilizado, para definir a abordagem necessária à abrangência dos elementos da pergunta, do objetivo e da justificativa do estudo.

Neste capítulo, apresenta-se a evolução e os princípios da Governança Corporativa, no mundo e principalmente no Brasil, ao longo do tempo. Serão destacados os principais marcos do surgimento e da evolução da Governança Corporativa no Brasil, enfatizando o estabelecimento pela Bovespa dos níveis diferenciados de Governança Corporativa e a importância da análise de desempenho financeiro, por meio de índices de rentabilidade.

2.1 INTRODUÇÃO

A Governança Corporativa está cada vez mais presente e difundida nas discussões acadêmicas e no mundo dos negócios, em razão de sua importância no âmbito da gestão, do controle das empresas; e por se tratar de um assunto ainda relativamente novo, há versões distintas quanto à data do seu surgimento.

Sobre esse assunto, relata Silva (2006, p.3) que: “Na comunidade acadêmica, o conceito de Governança Corporativa tem sido abordado desde o estudo de Berle e Means em 1932, sobre o surgimento das modernas corporações, nas quais há separação entre controle e gestão.”

Silveira (2002), Tavares (2006), entre outros, afirmam que, no início do século XX, as empresas começaram a crescer, aumentando drasticamente seu tamanho, sua tecnologia, sua complexidade de controle e sua internacionalização, em um cenário de um mercado de capitais mais influentes, gerando a necessidade de investimentos cada vez maiores, dando assim início à separação entre propriedade e controle.

No entanto, há outra corrente que afirma que a Governança Corporativa tenha surgido no século XVIII. Segundo Ricardino e Martins (2004) e Costa et al. (2009), no meio do século XVIII, foram aplicadas técnicas que podem ser consideradas boas práticas de governança corporativa, se comparadas aos dias de hoje. Cabe citar que o artigo mencionado de Ricardino e Martins (2004) intitula-se “Governança Corporativa: um novo nome para antigas práticas”.

Na visão dos mesmos autores, essa necessidade surgiu em 1754, para reverter uma crise econômica sobre o Estado do Grão-Pará e Maranhão. O então Governador, Francisco Xavier de Mendonça Furtado, solicitou que seu irmão interviesse junto ao rei, mas, para adiantar e documentar o assunto, preparou uma minuta dos estatutos do empreendimento.

Como relata Rappaport (2001), os interesses dos gestores podem diferir dos acionistas, pois aqueles podem trabalhar em benefício próprio em detrimento desses, mas destaca que pode haver mecanismos, como: por uma posição de propriedade, e/ou remuneração dos gestores condicionada ao desempenho de retorno aos acionistas, e/ou busca de outras organizações pela compra da empresa, e ou mercado de trabalhado, que valorizam os melhores administradores.

Todavia, alguns administradores ressaltam que os acionistas não são os únicos merecedores de atenção, porque ainda há os empregados, os clientes, os fornecedores, as instituições e as comunidades, que devem também receber atenção.

Para Ludícibus et al (2004), os trabalhos mais recentes reconhecem que os mecanismos de Governança Corporativa surgiram como instrumentos para corrigir falhas existentes nos mercados.

2.2 CONFLITO DE AGÊNCIA

O conflito de Agência é o cerne para ser resolvido pela Governança Corporativa.

Sobre isso, Silveira (2006) assevera que:

A discussão sobre a necessidade de aprimoramento da Governança Corporativa nas empresas surgiu como resposta a diversos registros de expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores em empresas com estrutura de propriedade pulverizada e dos acionistas minoritários por acionistas controladores em empresas com estrutura de propriedade concentrada. Esses registros decorrem do problema de agência dos gestores, que ocorre quando os gestores tomam decisões com o intuito de maximizar sua utilidade pessoal e não a riqueza de todos os acionistas, motivo pelo qual são contratados. Dessa forma, o entendimento da Governança Corporativa passa pela compreensão de como ocorre o problema de agência nas empresas e de quais mecanismos poderiam ser empregados para sua mitigação.



FIGURA 1 - O Problema de Agência dos Gestores e a Governança Corporativa

Fonte: Silveira, 2002

Jensen e Meckling (1976) definem a relação de agência como um contrato entre uma (ou mais) pessoa(s) “principal” com outra pessoa “agente”, para realizar algum serviço que envolva delegação de autoridade para tomada de decisão do agente. Se ambas as partes buscam maximizar suas próprias riquezas, há boas razões para acreditar que o agente nem sempre agirá no melhor interesse do principal. Dessa forma, faz com que o principal tome medidas de incentivo, pelo pagamento de bônus e controle das ações/decisões do agente.

Outra definição dos autores é em relação aos custos de agência, formados por:

- a) despesas de monitoração do gestor pelo principal;
- b) custos do agente para demonstrar que está tomando a decisão correta;
- c) perdas residuais de prováveis decisões do gestor que não tragam a maximização da riqueza do principal, devido ao próprio monitoramento excessivo por parte do principal.

La Porta et al (1999) descrevem o conflito de agência entre os controladores e os investidores minoritários, e avaliam que a possível solução para minimizar a expropriação dos minoritários seria uma melhora na legislação do país.

2.3 TEORIA DA FIRMA

A Teoria da Firma é o alicerce conceitual em que se estabelecem os estudos sobre Governança Corporativa (SILVEIRA, 2004), e independentemente de várias teorias terem sido desenvolvidas ao longo do século XX, ainda prevalece a teoria neoclássica, com seu modelo extremamente simples de empresa. Na Teoria da Firma, leva-se em conta um conjunto de contratos, dentre os principais, conforme Ludícibus et al. (2004):

- a) Empregados, que contribuem com a força de trabalho em troca de salário;
- b) Acionistas, que na aplicação de seu dinheiro, buscam dividendos e ganhos de capital;
- c) Fornecedores, que entregam mercadorias e serviços em troca de pagamentos razoáveis por esse trabalho;
- d) Governo, que recolhe impostos para garantir uma estabilidade institucional.

Alchian e Demsetz (1972) escrevem sobre o problema de oportunismo devido à dificuldade de mensuração do desempenho e de atribuições de responsabilidades em uma produção em equipe. Isso pode ser minimizado com a aplicação de um sistema de remuneração eficaz e em conjunto com uma supervisão,

cuja função é tentar controlar essas atitudes oportunistas e esses supervisores, por meio de remuneração variável, conforme o alcance de metas de produção pelo time.

Desde Alfred Marshall, um dos precursores da Teoria da Firma, que difundiu o objetivo das empresas como a maximização dos lucros, em tempos mais modernos, esse objetivo foi se transformando para a maximização do valor da empresa, tornando-se um conceito mais amplo e migrando para o lado econômico, tentando satisfazer tanto o acionista e/ou proprietário, quanto todos que se relacionam com a empresa.

2.4 CUSTO DE TRANSAÇÃO

O custo de transação é uma das preocupações das empresas no momento de implantar a Governança Corporativa, porque pode haver um aumento de custo, em razão das várias necessidades de estabelecimento de mecanismos de controles e fiscalização. Por outro lado, busca-se, da mesma forma, com esse controle, diminuir a possível perda com oportunismos pela falta desse.

Segundo Rodriguez (2005), os custos das transações são necessários para assegurar a concordância das regras e dos procedimentos nas transações econômicas, e normalmente envolvem assessoramento econômico, jurídico e contábil, minimizando o nível de risco e assegurando o cumprimento do contrato. Adverte também que, nas econômicas de países mais desenvolvidos e complexos, os custos de transações tendem a ser mais elevados.

Para Silveira (2004), há duas vertentes da Teoria de Economia dos Custos de Transações, uma relacionando a mensuração de custos e a outra enfatizando a governança das relações contratuais.

Ao contrário da Teoria neoclássica da Firma, que associa a empresa apenas à função de produzir, visando à maximização dos lucros, a Teoria de Economia dos Custos de Transações ressalta que a firma tem tanto o objetivo de função de produção quanto de uma estrutura de governança, e essas funções não são opostas, mas complementares. A Economia dos Custos de Transações busca

alternativas das organizações econômicas, no sentido de salvaguardar as transações contra perigos de atitudes oportunistas, buscando contratos mais eficientes.

2.5 CONTEXTO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Na sequência, será abordada a evolução da Governança Corporativa, principalmente no Brasil, e a criação dos níveis diferenciados de Governança Corporativa pela Bovespa.

2.5.1 CONCEITOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Na figura 2, abaixo, seguem os princípios e as práticas da Governança Corporativa, especificados os principais mecanismos e conceitos, demonstrando que a Governança Corporativa é um conjunto de boas práticas aliado a princípios básicos:



FIGURA 2 - Princípios, Pilares e Práticas da Governança Corporativa

Fonte: 7º FÓRUM NACIONAL: ENSINO SUPERIOR PARTICULAR BRASILEIRO, apresentação feita por Alexandre di Miceli da Silveira, 2007.

Como relatam Andrade e Rossetti (2006), visto que o conjunto de diversidades e a Governança Corporativa estão em um estado recente de desenvolvimento, há a geração de diversas correntes de conceitos encontradas na literatura acadêmica, resumidas em quatro grupos: Guardiã de direitos das partes, Sistema de relações, Estrutura de poder e Sistema normativo.

1) A Governança Corporativa como Guardiã de direitos das partes com interesses em jogo:

O IBGC relata que a Governança Corporativa tem como preocupação a geração de um conjunto eficiente de mecanismos, que tanto incentiva quanto monitora o comportamento dos gestores, para que sempre estejam alinhados aos interesses dos investidores de qualquer porte.

Para o OECD (2002), a estrutura de Governança Corporativa deve ser uma ferramenta no processo de promover mercados transparentes e eficientes, tendo regras claras de divisão de responsabilidades entre os gestores da empresa, seu conselho administrativo e os acionistas, entre outros interessados. Como parte disso, cabe considerar as interações entre os diferentes elementos da estrutura e sua capacidade global para promover a ética e a transparência.

De acordo com Monks e Minow (2003), a Governança Corporativa ocupa-se em definir leis e regulamentos para estabelecer direitos e obrigações entre os participantes das empresas, sendo os principais: os acionistas, os gestores e os conselhos de administração. Desse modo, possibilita a esses a participação em determinar a direção e o desempenho da corporação.

Jensen (2003) escreve sobre a evolução da Governança Corporativa ao longo do tempo e a definição de leis e regulamentos, com o intuito de buscar o equilíbrio entre os direitos e as obrigações dos principais participantes da empresa: gestores, acionistas e conselho de diretores.

2) Sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas

A Governança Corporativa é afetada pelas relações entre os participantes do sistema, os acionistas controladores, que podem ser pessoas físicas, explorações familiares, alianças em bloco, ou outras empresas agindo por meio de uma *holding* ou de participações acionárias cruzadas, podendo influenciar significativamente o comportamento das empresas (OECD, 2002).

Cabe lembrar que os credores têm um papel relevante, pois podem servir como monitores externos, e os funcionários podem contribuir com o monitoramento interno, enquanto os governos estabelecem leis para a estabilidade institucional e jurídica do processo de governança corporativa.

Governança Corporativa é o instrumento que trata da relação entre os diversos elementos envolvidos, os acionistas, os gestores, os empresários, entre outros, e também define o caminho pelo qual os supridores de capital das empresas têm assegurado o retorno de seu investimento (SHLEIFER & VISHNY, 1997).

Babic (2003) destaca que a Governança Corporativa abrange várias disciplinas, incluindo finanças, gestão estratégica, sociologia e ciência política. O estado do conhecimento atual é tal que é necessária uma abordagem interdisciplinar para estudar o problema de governança corporativa.

3) Estrutura de poder que se observa no interior das corporações

Em razão da multiplicidade de fatores que afetam as tomadas de decisões nos processos das empresas, e por serem relevantes para o seu sucesso a longo prazo, os instrumentos de Governança Corporativa se concentram na separação dos poderes de propriedade e controle (OECD, 2004).

Para Cardbury (1992), a Governança Corporativa é o sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas, sendo os diretores responsáveis pela gestão de suas empresas e os acionistas pela nomeação dos diretores e auditores, para se certificarem de que a estrutura de governança está adequada.

De acordo com Babic (2003), a Governança Corporativa pode envolver os problemas de tomada de decisão empresarial, gestão estratégica, liderança, teoria das organizações e da sociologia das elites, e pode estar relacionada com uma série de outros temas mais amplos, incluindo a política macroeconômica, o nível de

concorrência no mercado e a ciência política. A estrutura de Governança Corporativa está atrelada ao ambiente jurídico e à regulamentação de cada país.

4) Sistema normativo que rege as relações internas e externas das empresas

A estrutura de Governança Corporativa também depende do legislativo dos países para regulamentar o ambiente institucional. Além disso, fatores como ética empresarial e consciência corporativa dos interesses ambientais e sociais das comunidades nas quais a empresa opera também podem ter um impacto sobre sua reputação e seu sucesso a longo prazo (OECD, 2004).

A interferência do Governo pela formulação de leis deve ser de forma concisa e coerente, para evitar o excesso de regulamentações e, principalmente, a elevação dos custos de transações das empresas, e se possível, sempre considerar opiniões de entidades de classe tanto das empresas quanto dos acionistas, entre outros órgãos reguladores.

A Sarbanes-Oxley (SOX), criada em 2002 pelo governo dos Estados Unidos para proteção contra fraudes nas empresas, gerou um maior controle e monitoramento após os escândalos financeiros, principalmente depois do escândalo da Enron, em 2001. Em 2001, a Lei das S/A's foi reformulada para dar uma maior proteção aos acionistas, seguindo a tendência do Mercado e de outros países.

2.5.2 VALORES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA

Andrade e Rossetti (2006) relatam os valores da Governança Corporativa e definem seus princípios centrais:

- a) *Fairness*: senso de justiça, equidade no tratamento dos acionistas, respeitando a participação dos minoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa quanto nos resultados das operações e na presença em assembleias;

- b) *Disclosure*: transparência das informações que impactam resultados financeiros, oportunidades e riscos;
- c) *Accountability*: prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria;
- d) *Compliance*: conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimes internos e nas instituições legais do país.

2.5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A história da Governança Corporativa no Brasil é relativamente recente, em razão da globalização e da competitividade mundial crescente, acarretando, nos anos 90, no Brasil, uma mudança da orientação da política econômica, possibilitando a abertura de mercado e a aplicação de medidas para estabilizar a economia do país.

E com os fatos ocorridos nos mercados mundiais relativos a escândalos, como o da Enron (2001), entre outros, ganhou um novo impulso para o desenvolvimento de mecanismos mais fortes e eficazes para maior transparência e controle da saúde das empresas no mundo como um todo.

Em razão disso, houve uma forte pressão externa para que se desenvolvessem iniciativas para a criação desses mecanismos e, conforme Silveira (2006), Andrade e Rossetti (2006) e Silva (2006), as seguintes iniciativas foram cruciais para o atendimento da demanda e aumento da competitividade de uma forma em geral:

2.5.3.1 Nova lei das S/A's

A publicação da Lei nº 10.303, de 2001, conhecida como a Nova Lei da Sociedade Anônimas, reformulou a Lei nº 6.404 de 1976, e as principais alterações para proteger os acionistas foram as seguintes, mencionadas por Silveira (2006):

- a) A limitação da emissão de ações preferenciais a 50% do total das ações emitidas, versus 2/3, prevista na Lei anterior;
- b) A obrigatoriedade de o adquirente do controle de companhia aberta realizar oferta pública de aquisição das ações ordinárias dos demais acionistas da companhia, em caso de alienação direta ou indireta de controle, assegurando a esses minoritários preço equivalente a no mínimo 80% do valor pago pelas ações do bloco de controle (*tag along* para ordinaristas);
- c) A obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações pelo valor econômico aos ordinaristas minoritários, em caso de: cancelamento do registro de companhia aberta, elevação da participação acionária a porcentagem que impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, ou em caso de fusão ou aquisição;
- d) O direito de os preferencialistas elegerem um membro para o conselho de administração, desde que representem, no mínimo, 10% do capital social da companhia;
- e) A possibilidade de o estatuto social prever a arbitragem como mecanismo de solução das divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, proporcionando uma forma mais rápida para resolução de conflitos.

2.5.3.2 IBGC - Código de Boas Práticas de Governança Corporativa

O IBCG foi criado em 1995, para melhorar a Governança Corporativa; em 1999, lançou o primeiro código de Governança Corporativa, e em 2004, fez outra revisão, dividido em seis temas: propriedade, conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta/conflicto de interesse.

2.5.3.3 CVM - Recomendações de Governança Corporativa

A CVM lançou, em 2002, cartilha que apresenta recomendações relativas às Boas Práticas de Governança Corporativa, regras essas mais rígidas do que as contempladas pela lei ou regulamentação da própria CVM. Contudo, essa cartilha não tem poder de norma, sendo assim, não tem poder de punição, mas a CVM pretende exigir a indicação do nível de adesão às essas práticas recomendadas nos relatórios anuais das empresas.

2.5.3.4 Bovespa – Níveis de Governança Corporativa

A Bovespa criou, em 2000, os níveis diferenciados de Governança Corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A abertura dos níveis deu-se em junho 2001, com a migração de 15 empresas para o Nível 1, conforme a tabela abaixo:

TABELA 1 - Governança Corporativa: os segmentos de listagem da BOVESPA

	NOVO MERCADO	NÍVEL 2	NÍVEL 1	TRADICIONAL
Percentual Mínimo de Ações em Circulação (free float)	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	No mínimo 25% de free float	Não há regra
Características das Ações Emitidas	Permite a existência somente de ações ON	Permite a existência de ações ON e PN (com direitos adicionais)	Permite a existência de ações ON e PN	Permite a existência de ações ON e PN
Conselho de Administração	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de cinco membros, dos quais pelo menos 20% devem ser independentes	Mínimo de três membros (conforme legislação)	Mínimo de três membros (conforme legislação)
Demonstrações Financeiras Anuais em Padrão Internacional	US GAAP ou IFRS	US GAAP ou IFRS	Facultativo	Facultativo
Concessão de Tag Along	100% para ações ON	100% para ações ON	80% para ações ON (conforme legislação)	80% para ações ON (conforme legislação)
Adoção da Câmara de Arbitragem do Mercado	Obrigatório	Obrigatório	Facultativo	Facultativo

Fonte: Bovespa 2010

2.5.3.5 BNDES

O BNDES lançou diversos programas de capitalização de empresas com boas práticas de Governança Corporativa; em outubro de 2000, foi lançado o Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas, visando a capitalizar empresas de médio e pequeno porte.

2.5.4 RECOMENDAÇÕES DE BOAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA

Na sequência, será abordado o código de boas práticas de Governança Corporativa publicado pelo IBGC e as recomendações da CVM de boas práticas de Governança Corporativa.

2.5.4.1 Código de Boas Práticas de Governança Corporativa elaborado pelo IBGC

Os Princípios básicos que inspiram esse Código são:

- a) Transparência;
- b) Equidade;
- c) Prestação de Contas (*accountability*);
- d) Responsabilidade Corporativa.

O Código está dividido em 6 capítulos:

- a) Propriedade (sócio);
- b) Conselho de Administração;
- c) Gestão;
- d) Auditoria independente;

- e) Conselho Fiscal;
- f) Conduta e Conflito de Interesses.

As regras mais relevantes criadas pelo IBGC, relativas às melhores práticas de Governança Corporativa, segundo Silva (2006, p. 59), são:

- a) Adoção de padrões contábeis internacionais (U.S. GAAP ou IASB);
- b) Utilização da arbitragem para resolver as divergências entre proprietários, a fim de evitar o ingresso na esfera judicial;
- c) Criação de comitês no âmbito do conselho de administração, entre eles: comitê de indicação, de auditoria, de remuneração etc. Os comitês estudam os assuntos e preparam as propostas, enquanto somente o conselho pleno pode tomar decisões. Cada empresa deve formar, pelo menos, o comitê de auditoria;
- d) Formação do conselho majoritariamente por conselheiros independentes, os quais devem buscar a máxima independência possível em relação ao acionista que o tenha indicado para cargo;
- e) Vedação de que o presidente do conselho acumule funções de presidente da diretoria executiva (CEO) e necessidade de equilíbrio de poder entre o presidente da diretoria e o conselho de administração;
- f) Emissão apenas de ações ordinárias, o que valoriza o princípio 1 ação = 1 voto. As empresas já abertas devem converter suas ações preferenciais em ordinárias, ou, em caso de dificuldades intransponíveis, conceder direito de voto às ações preferenciais em assuntos de seus interesses;
- g) Extensão para todos os acionistas do direito de *tag along* em iguais condições de venda obtidas pelos controladores;
- h) Criação de um código de ética;
- i) Mais transparência na divulgação das informações para os proprietários, o conselho de administração, os auditores independentes, o conselho fiscal e os demais *stakeholders*.

2.5.4.2 Recomendações da CVM de Boas Práticas de Governança Corporativa

Os pontos mais importantes das recomendações de práticas de Governança Corporativa criadas pela CVM, segundo Silva (2006, p. 60-61), são:

- a) Adoção dos princípios de contabilidade em vigor no Brasil e das normas internacionais de contabilidade (U.S. GAAP ou IASB), atestadas por auditor independente;
- b) Plena acessibilidade dos acordos de acionistas a todos os proprietários de ações;
- c) As decisões de alta relevância devem ser deliberadas pela maioria do capital social, e a cada ação cabe um voto, independentemente de classe ou espécie;
- d) Resolução por arbitragem das divergências entre acionistas e companhia ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários;
- e) Em caso de alienação de controle, todos os acionistas, de qualquer espécie ou classe, devem ter o direito de *tag along* nas mesmas condições de venda obtidas pelos controladores;
- f) Aquisição imediata de direito a voto das ações preferenciais em caso de não-deliberação do pagamento dos dividendos fixos ou mínimos pela assembleia geral, ou de não pagamento no prazo permitido por lei;
- g) Não acúmulo dos cargos de presidente do conselho de administração e de presidente da diretoria (CEO) pela mesma pessoa;
- h) Composição do conselho majoritariamente por membros independentes da administração da companhia;
- i) Composição, no âmbito do conselho, de comitês especializados para analisar certas questões em profundidade, preparar propostas e submetê-las à deliberação do conselho de administração;
- j) Formação de comitê de auditoria, composto por membros do conselho de administração com experiência em finanças e por, pelo menos, um representante dos minoritários;

- k) Obrigatoriedade de reunião regular e separada do conselho fiscal e do comitê de auditoria com os auditores, sem a presença da diretoria;
- l) Proibição de contratação do auditor da companhia para outros serviços que possam gerar conflitos de interesse;
- m) Vedação de aumento da proporção de ações preferenciais acima do limite de 50% pelas companhias abertas constituídas antes da entrada em vigor da Lei nº 10.303/2001. Companhias que já tenham mais de 50% do seu capital representando por ações preferenciais não devem emitir novas ações dessa espécie;
- n) Direito de os minoritários titulares de ações preferenciais e ordinárias indicarem igual número de membros eleitos pelo controlador nas eleições para o conselho fiscal. O controlador deve renunciar ao direito de eleger sozinho o último membro, o qual deve ser eleito pela maioria do capital social, em assembleia em que a cada ação corresponda um voto, independentemente de sua espécie ou da sua classe.

2.5.5 BOVESPA E OS NÍVEIS DE GOVERNANÇA DIFERENCIADOS

A seguir, serão abordados os níveis de Governança Corporativa diferenciados, criados pela Bovespa, sendo N1, N2 e Novo Mercado, e a análise da adesão das empresas a esses níveis.

2.5.5.1 Níveis de Governança Corporativa Diferenciados

A Bovespa criou, em 2000, os níveis diferenciados de Governança Corporativa; Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. A abertura dos níveis deu-se em junho 2001, com a migração de 15 empresas para o Nível 1. Seguem abaixo as

principais regras a serem cumpridas pelas empresas interessadas a aderirem aos diferentes níveis de Governança Corporativa.

Silveira (2006) ressalta que O Nível 1 busca principalmente a Transparência das informações, o Nível 2 busca proteger o minoritário por meio da Câmara de Arbitragem, o *tag along* de 100% para os ordinarista e 70% para os preferencialistas, e por fim, o Novo Mercado estabelece a proibição de ações preferências. Seguem abaixo os principais pontos que regulam os níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa:

Nível 1:

- a) Adesão às regras de Nível 1 pela de contrato entre a empresa e a Bovespa;
- b) Manutenção em circulação (*free-float*) de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- c) Realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- d) Melhoria nas informações prestadas trimestralmente, dentre as quais a exigência de consolidação e revisão especial;
- e) Comprometimento de regras de *disclosure* em operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- f) Divulgação de acordo de acionistas e programas de *stock options*;
- g) Disposição de um calendário anual de eventos corporativos

Nível 2:

- a) Além da aceitação das obrigações contidas no Nível 1, a empresa e seus controladores devem adotar os seguintes critérios:
- b) Adesão às regras do Nível 2 pela assinatura de contrato entre a empresa e a Bovespa;
- c) Adesão à Câmara de arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários;

- d) Mandato Unificado de 1 ano para todo o conselho de administração e o mínimo de 5 membros;
- e) Disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS;
- f) Extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% desse valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- g) Direito de voto a ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia, aprovação de contratos entre a companhia e empresa do mesmo grupo e outros assuntos em que possa haver conflito de interesse entre o controlador e a companhia;
- h) Obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação nesse nível.

Novo Mercado:

- a) Além da aceitação das obrigações contidas no Nível 2, a empresa e seus controladores devem adotar os seguintes critérios:
- b) Adesão às regras do Novo Mercado pela assinatura de contrato entre a empresa e a Bovespa;
- c) Emissão apenas de ações ordinárias e/ou conversão das ações preferenciais em ordinárias (proibição de ações preferenciais).

2.5.5.2 Adesão aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa

A adesão aos Níveis de Governança Corporativa da Bovespa ainda não tem uma população muito grande, como demonstra a Tabela 2 abaixo, relativa à posição de janeiro de 2010, mas vem crescendo ano a ano; 38% das empresas migraram

para os níveis diferenciados e, dessas, 25% para o Novo Mercado, que exige regras mais rígidas para serem atendidas:

TABELA 2 - Número de cias listadas na Bolsa de Valores

Mercado	número de empresas	% participação
Novo Mercado	105	25%
Nível 2	19	5%
Nível 1	35	8%
Tradicional	262	62%
Total	421	100%

Fonte: Bovespa – Janeiro 2010

Silveira (2006) avalia que os controladores das empresas estão com o dilema de manter os benefícios privados com atual administração ou melhorar as práticas de Governança Corporativa exigidos pela Bovespa. Com isso, há diminuição dos benefícios privados de controle em maior transferência das informações e participação dos minoritários, buscando assim aumento do acesso ao capital, que em tese, reduzirá o custo de captação e aumentará o valor das ações da empresa.

Em trabalho realizado por Carvalho (2003), foram comprovados impactos significativamente positivos da migração sobre o volume de negociação, sobre a valorização das ações e sobre a liquidez.

No entanto, a adesão aos Níveis diferenciados da Bovespa ainda é tímida, como foi mostrado acima, com apenas 38% do total das empresas listadas na Bovespa em janeiro/2010. Segundo Andrade e Rossetti (2006), as razões podem ser evidenciadas em pesquisa realiza por Peixe (2003), e o maior obstáculo à adesão é o temor pela perda do controle ou pelo compartilhamento do poder. Segue abaixo uma tabela com esses dados:

TABELA 3 - Número das empresas listadas nos níveis de Governança Corporativa da Bovespa

Ano adesão	N1	N2	NM	Total
2001	8			8
2002	2	3	2	7
2003	8			8
2004	3	3	5	11
2005	1	2	9	12
2006	2	2	25	29
2007	10	7	47	64
2008	1	1	11	13
2009		1	6	7
Total	35	19	105	159

Fonte: Bovespa - base de dados: Janeiro 2010

2.5.6 BENEFÍCIOS E BARREIRAS DA ADESÃO A GOVERNANÇA CORPORATIVA

As empresas, ao se decidirem pela adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, precisam considerar os benefícios e as barreiras a enfrentar para poder atender a todas as diferentes exigências estabelecidas em cada tipo de contrato de cada nível, N1, N2 ou Novo Mercado. Os benefícios em geral são:

- a) Valorização das ações da empresa, de acordo com a análise do resultado da pesquisa de Carvalho (2003), apontando que há um efeito positivo sobre o preço das ações da empresa que aderem os níveis de Governança Corporativa da Bovespa;
- b) Aumento do volume das negociações das ações da empresa, também um ponto levantado no estudo do autor, ao afirmar que, após a adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, é evidente um efeito positivo sobre o volume de ações negociadas da empresa;
- c) Aumento da liquidez. O mesmo autor detectou que também esse benefício foi encontrado na análise dos resultados de sua pesquisa, e se apresenta de forma robusta;

- d) Melhora da imagem da empresa é outro benefício apontado por Nakayasu (2006), considerando que a transparência na divulgação das informações, de forma pontual e consistente, faz com que haja um maior equilíbrio e igualdade de direitos entre todos os acionistas e, dessa forma, gera maior confiança e credibilidade às ações da empresa no Mercado;
- e) Reduz o custo de captação; esse benefício vem com a redução do custo do dinheiro tomado no mercado em vez daquele tomado em uma instituição financeira, pois os juros têm peso decisivo nessa decisão.

As barreiras em geral são:

- a) O temor da perda do controle da empresa se mostra como maior preocupação e obstáculo a ser transposto na decisão de migrar para os níveis de Governança Corporativa da Bovespa. Em sua pesquisa, Peixe (2003) aponta que o compartilhamento do poder pelo direito a voto se torna a principal restrição das empresas, pois há a exigência da emissão de apenas ações ordinárias no contrato com a Bovespa;
- b) A adesão à câmara de arbitragem, no estudo do mesmo autor, também se mostra como um obstáculo, porque, aparentemente, os gestores das empresas não consideram esse mecanismo um substituto do poder judiciário.
- c) O custo de implementar e manter a estrutura rígida de controle também pode ser uma barreira, visto que, devido à criação de comitês e conselho, isso traz um maior custo administrativo à empresa.

2.6 INDICADORES DE RENTABILIDADE

O desempenho econômico-financeiro das empresas é de vital importância para a longevidade das empresas, como pode se afirmar, mas há na literatura diversos modelos, formas, e vertentes de como isso pode ser mensurado, tornando-se um campo muito amplo de pesquisa.

A análise das demonstrações contábeis é uma das formas mais comuns usadas para se obter essa mensuração, mas, nesse sentido, também se têm várias

maneiras e pontos de vista disponíveis no universo das pesquisas na área de finanças. Por exemplo, o lucro tem sido uma busca constante das empresas. Desde os primórdios é discutida a maximização do lucro como meta para o proprietário da empresa.

Como afirma Ludícibus (2007), o lucro mostrado nominalmente por si só não tem uma grande utilidade informativa, como por exemplo, menciona que determinada empresa obteve um lucro de R\$ X milhões de reais, mas não demonstra o quanto é competitiva e economicamente viável se comparada com outras companhias do setor, da região etc.

Assim, começaram a aparecer as técnicas de análise de balanços. Matarazzo (1998) relata que os primeiros passos foram dados no final do século passado, e que no Brasil, surgiu mais fortemente nos anos 70.

Conforme o mesmo autor, é possível dividir a análise das demonstrações contábeis em: situação financeira, representada pelos índices de liquidez e estrutura de capitais, e a situação econômica, pelos índices de rentabilidade. Os índices de rentabilidade mostram o retorno financeiro dos capitais investidos, e os principais são:

- a) **(ROE)** Retorno sobre o Patrimônio Líquido ou "*Return on Equity*";
- b) **(ROA)** Retorno sobre o Ativo ou "*Return on Assets*";
- c) **(ROS)** Retorno sobre as Vendas ou "*Return on Sales*".

Apesar de autores e profissionais de análise de crédito ter muitos pontos em comum quanto aos principais índices financeiros e seus cálculos, há algumas divergências, por exemplo, interpretações diferentes quanto ao uso do Patrimônio Líquido; usado por alguns o Patrimônio Líquido médio, outros Patrimônio Líquido inicial, e outros ainda Patrimônio Líquido final (MATARAZZO, 1998). Segundo Ludícibus (2007), podem ser encontrados, no que tange a lucro: lucro operacional, lucro líquido, lucro antes ou depois do imposto de renda etc.

Assaf (2007) ressalta que, para que os índices sejam mais representativos para uma análise de desempenho financeiro da empresa, deve-se considerar uma série histórica, não apenas um determinado ponto.

Cabe ressaltar que, para que haja uma análise de desempenho financeiro, é necessário que as demonstrações contábeis estejam em uma mesma moeda e padronizadas em uma mesma norma contábil, por exemplo, BRGAAP ou USGAAP. Matarazzo (1998) adverte para o fato de que antes de se começar uma análise de índices, deve-se padronizar as demonstrações financeiras.

2.6.1 RETORNO SOBRE O PATRIMÔNIO LÍQUIDO (ROE)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido médio}}$$

O Índice de Retorno do Patrimônio Líquido é obtido pela divisão do Lucro Líquido pelo Patrimônio Líquido, e é encontrado nas demonstrações contábeis, Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultados do Exercício. Esse índice mostra o quanto de cada unidade monetária retornou para o(s) proprietário(s) (ASSAF, 2007).

Para Kassai et al (2007), o Retorno sobre o Patrimônio Líquido é uma das principais medições de rentabilidade, porque está diretamente relacionado aos interesses dos proprietários.

Na visão de Matarazzo (1998), o Índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido demonstra a taxa de retorno do Capital Próprio e pode ser comparado, por exemplo, a taxas práticas no mercado financeiro.

2.6.2 RETORNO SOBRE O ATIVO (ROA)

$$\text{ROA} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

O Índice de Retorno do Ativo é obtido pela divisão do Lucro Líquido pelo Ativo, e é encontrado nas demonstrações contábeis, Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultados do Exercício. Cabe ressaltar que alguns autores, como Assaf Neto (2007) e Iudicibus (2007), recomendam o uso do Lucro Operacional em vez do Lucro Líquido, por esse índice mostrar o potencial operacional de gerar lucro.

Como relata Matarazzo (1998), o Índice de Retorno do Ativo não é uma medida de retorno do capital, mas sim a capacidade operacional de a empresa gerar lucro, e assim capitalizar-se.

2.6.3 RETORNO SOBRE VENDAS LÍQUIDAS (ROS)

$$\text{ROS} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}}$$

O Índice de Retorno das Vendas Líquidas é resultado da divisão do Lucro Líquido pelas Vendas Líquidas, que foi extratificado das demonstrações contábeis, Balanço Patrimonial e Demonstração de Resultados do Exercício. Esse índice mostra qual a lucratividade de cada unidade monetária vendida.

Nesse índice também se pode utilizar o Lucro Operacional, como ressalva Iudicibus (2007). Assaf (2007) enfatiza que, para o cálculo desse índice, é possível o uso tanto do Lucro Líquido quanto do Lucro Operacional, e que esse índice mostra a eficiência da empresa em gerar lucro por meio de suas vendas. É muito usado nas explicações de desempenho empresarial das empresas.

2.7 PESQUISAS RELACIONADAS AO TEMA

Na pesquisa bibliográfica realizada e relacionada ao tema do estudo, buscou-se identificar e selecionar relevantes trabalhos, em âmbito nacional e

internacional, que têm investigado o impacto da Governança Corporativa no desempenho financeiro das empresas.

Foram selecionados dez trabalhos e, ao resumi-los, nota-se um equilíbrio entre os que demonstram o impacto positivo da Governança Corporativa no desempenho financeiro das empresas e os que não demonstraram tal impacto.

No trabalho de Tavares Filho (2006), foram selecionadas 22 companhias listadas nos níveis diferenciados de Governança Corporativa da Bovespa, entre abril/1998 a setembro/2005, visando a medir o desempenho financeiro e a rentabilidade das ações após a adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

Os resultados do desempenho financeiro indicam que, quando analisadas as empresas em conjunto, verifica-se uma mudança significativa positiva no retorno médio do ativo e retorno médio do patrimônio líquido, após a referida adesão, e quando analisado individualmente, apenas 27% em relação ao ROA e 31% em relação ao ROE. Também se salienta que há outras variáveis micro e macro econômicas que impactam na rentabilidade, e não apenas o motivo da adesão.

No trabalho de Lameira (2007), o objetivo principal foi identificar a relação que o exercício de melhores práticas de Governança Corporativa pudesse ter com as variáveis risco e desempenho das companhias abertas nacionais, entre 2002 e 2006. Quanto à relação envolvendo governança e desempenho, pode-se mencionar, a partir dos resultados obtidos, pelo método das regressões lineares, que melhor governança se associa com maiores margens e menores rentabilidades (ROA e ROE).

Em seguida, foram realizados outros testes, mostrando que as variações dos índices de governança se relacionam positivamente com aumentos de rentabilidade e margem. Na combinação dos dois testes, foi possível inferir que as empresas com maiores índices de governança têm maiores margens e menores rentabilidades; contudo, variações desse índice estiveram positivamente relacionadas com rentabilidade e margem.

No trabalho de Da Silva e Leal (2005), o objetivo foi analisar a relação entre a qualidade das práticas de governança corporativa e sua avaliação e desempenho, utilizando-se uma amostra de 131 companhias listadas na Bovespa, entre 1998 e

2002. Os resultados indicam que menos de 4% das firmas brasileiras possuem boas práticas de governança corporativa, e que as firmas com melhor Governança Corporativa têm um ROA significativamente superior.

Brown e Caylor (2008), em seu trabalho, analisaram uma amostra de 51 empresas da Bolsa de valores dos Estados Unidos da América em 2003, para verificar se há uma relação entre Governança Corporativa e desempenho financeiro. Concluiu-se que não conseguiram demonstrar que há um efeito positivo entre Governança Corporativa e desempenho das empresas. Nesse trabalho também foram identificados problemas de causalidade.

Padgett e Shabbir (2006), em seu trabalho, analisaram uma amostra de 350 empresas inglesas listadas na bolsa entre 2000 a 2003. Concluiu-se que nenhuma evidência foi encontrada em relação à Governança Corporativa e ao desempenho das empresas por meio dos índices ROA e ROE.

No trabalho de Ragothaman e Gollakota (2009), verificou-se a relação entre Governança Corporativa e desempenho financeiro, pela análise de uma amostra de 85 empresas americanas, entre 1997 a 2000. Os resultados sugerem que existe uma relação positiva entre o ROA das empresas com melhor Governança Corporativa.

Brown e Gørgens (2009) elaboraram uma pesquisa com uma amostra de 300 empresas australianas listadas na Bolsa da Austrália, as quais aderiram às boas práticas de Governança Corporativa entre 2004 a 2006. O objetivo foi analisar se, por ter aderido as boas práticas de Governança Corporativa, isso resultou uma melhor *performance* financeira. O resultado indicou que há uma relação de melhora do desempenho financeiro para as empresas com maior aderência a essas práticas.

Jhunjunwala e Mishra (2009) analisaram uma amostra de 27 companhias da Índia, que pertenciam à *Bombay Stock Exchange*), entre 2003 a 2007, visando a analisar se a adesão a melhores padrões de práticas empresariais levaria a um maior desempenho, principalmente à implementação de uma regulação mais rigorosa. Concluiu-se que não há evidências suficientes para demonstrar que a aplicação de uma regulamentação mais rigorosa gera um melhor desempenho da empresa em termos de lucros.

Gruszczyński (2006) teve por objetivo examinar a relação entre o nível de governança corporativa e o desempenho financeiro das empresas listadas na

Polônia. A amostra foi composta por 37 companhias listadas na bolsa da Polônia, e os dados usados foram selecionados das demonstrações financeiras de 2002 das referidas companhias. Concluiu-se que a maioria dos indicadores financeiros, entre eles o ROA e o ROE, não demonstraram nenhuma associação com o nível de Governança Corporativa, ou melhor, nenhuma evidência de que, com o nível de governança corporativa, haja reflexos de um maior desempenho financeiro.

Lehmann et al (2002) analisaram uma amostra de 361 empresas alemãs entre 1991 a 1996, visando a testar a hipótese de que empresas com estruturas de governança mais eficiente teriam rentabilidades mais elevadas. Os índices de eficiência foram incluídos como variáveis explicativas em uma análise de regressão, medida pelo ROA.

A principal evidência foi que as diferenças de rentabilidade entre as empresas podem ser significativamente explicadas pela eficiência técnica das empresas. Uma futura pesquisa poderia ser usada para obter uma visão mais abrangente de como a eficiência técnica está relacionada com a estrutura de governança, e identificar o que pode causar esse efeito.

3 METODOLOGIA

Severino (2002) diz que, nesta fase, deve-se definir qual o tipo da pesquisa a ser realizada, e tal escolha vai influenciar as técnicas e os métodos a serem adotados na aplicação de instrumentos adequados.

3.1 TIPO DO ESTUDO

Para alguns autores, fica claro que não há uma forma definitiva de se classificar uma pesquisa, sendo várias vertentes e visões que, em certos momentos, são contraditórias e subjetivas, mas usando os conceitos mais utilizados, esta pesquisa se enquadra em uma combinação de pesquisa descritiva, no sentido de buscar o entendimento do assunto, e pesquisa empírica, pois busca os dados para interpretação do problema.

A pesquisa descritiva, segundo Vergara (2007), expõe as características de uma determinada população, podendo definir a correlação entre as variáveis e a natureza, apesar de não ser necessário explicar os fenômenos descritos. E a pesquisa empírica é uma investigação, em que o pesquisador manipula e controla variáveis independentes em confronto com as variáveis dependentes, analisando os impactos e as reações.

3.2 AMOSTRAGEM E COLETA DE DADOS

Neste ponto, será definida a população e a amostra. Conforme Vergara (2007), compreende-se por população a totalidade de elementos distintos com determinadas características, e amostra é a fração selecionada desse universo com alguma representatividade.

Nesta pesquisa, a amostra são as empresas não financeiras listadas na Bovespa, que aderiram os níveis de Governança Corporativa da Bovespa: N1, N2 e NM. Esses dados foram extraídos do site da Bovespa, sendo a data base de janeiro de 2010, e estão representados na tabela a seguir:

TABELA 4 - Empresas listadas nos níveis de Governança Corporativa da Bovespa

SETOR ECONÔMICO	N1	N2	NM	Total
Bens Industriais	2	1	8	11
Construção e Transporte		4	31	35
Consumo Cíclico	2	5	10	17
Consumo Não Cíclico	1		21	22
Financeiro e Outros	13	5	14	32
Materiais Básicos	12		5	17
Petróleo, Gás e Biocombustíveis			2	2
Tecnologia da Informação		1	5	6
Telecomunicações			1	1
Utilidade Pública	5	3	8	16
Total	35	19	105	159

Fonte: site da Bovespa – Janeiro 2010

Os dados financeiros foram coletados na base de dados da Economática, selecionados das demonstrações financeiras não consolidadas, para que fosse evitada qualquer influência de outra empresa no desempenho financeiro da empresa original escolhida.

A amostra final ficou totalizada em 42 empresas, como pode ser visto na Tabela 5, abaixo, pois, das 159 empresas listadas nos níveis diferenciados da Bovespa, base janeiro 2010, 32 são instituições financeiras e, as outras, ou não tinham demonstrações financeiras suficientes para atender o requisito de 12 trimestres após a data de adesão, ou apresentavam inexistência de dados nas demonstrações postadas no site da Economática.

TABELA 5 - Relação das empresas participantes da amostra da pesquisa

Nome de Pregão	tipo GC	data de adesão	Setor
ALL AMER LAT	N2	25-06-04	Construção e Transporte
ALPARGATAS	N1	15-07-03	Consumo Cíclico
BRASKEM	N1	13-02-03	Materiais Básicos
BRF FOODS	NM	12-04-06	Consumo Não Cíclico
CEDRO	N1	02-10-03	Consumo Cíclico
CELESC	N2	26-06-02	Utilidade Pública
CEMIG	N1	17-10-01	Utilidade Pública
CESP	N1	28-07-06	Utilidade Pública
CIA HERING	NM	16-05-07	Consumo Cíclico
CONFAB	N1	19-12-03	Materiais Básicos
COPASA	NM	08-02-06	Utilidade Pública
CPFL ENERGIA	NM	29-09-04	Utilidade Pública
CYRELA REALT	NM	21-09-05	Construção e Transporte
ELEKTROBRAS	N1	29-09-06	Utilidade Pública
ELEKTROPAULO	N2	13-12-04	Utilidade Pública
EMBRAER	NM	05-06-06	Bens Industriais
ETERNIT	NM	17-08-06	Construção e Transporte
FIBRIA	N1	14-11-01	Materiais Básicos
FRAS-LE	N1	11-11-04	Bens Industriais
GAFISA	NM	17-02-06	Construção e Transporte
GERDAU	N1	26-06-01	Materiais Básicos
GERDAU MET	N1	25-06-03	Materiais Básicos
INDS ROMI	NM	23-03-07	Bens Industriais
KLABIN S/A	N1	10-12-02	Materiais Básicos
LIGHT S/A	NM	22-02-06	Utilidade Pública
LOJAS RENNER	NM	01-07-05	Consumo Cíclico
MANGELS INDL	N1	21-03-03	Materiais Básicos
MARCOPOLO	N2	03-09-02	Bens Industriais
NET	N2	27-06-02	Consumo Cíclico
P.ACUCAR-CBD	N1	29-04-03	Consumo Não Cíclico
RANDON PART	N1	26-06-01	Bens Industriais
ROSSI RESID	NM	27-01-06	Construção e Transporte
SABESP	NM	24-04-02	Utilidade Pública
SARAIVA LIVR	N2	07-04-06	Consumo Cíclico
SUZANO PAPEL	N1	05-08-04	Materiais Básicos
TAM S/A	N2	14-06-05	Construção e Transporte
TRACTEBEL	NM	16-11-05	Utilidade Pública
TRAN PAULIST	N1	18-09-02	Utilidade Pública
TRIUNFO PART	NM	23-07-07	Construção e Transporte
UNIPAR	N1	24-11-04	Materiais Básicos
VALE	N1	12-12-03	Materiais Básicos
WEG	NM	22-06-07	Bens Industriais

Fonte: Bovespa – dados da amostra

3.3 VARIÁVEIS OPERACIONAIS

Neste estudo, foi usada a adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa como variável independente, e os indicadores de rentabilidade ROE e ROA como variáveis dependentes.

Como discutido no capítulo II, na literatura, há algumas pequenas diferenças nas formas de se definir as fórmulas de cálculo dos índices de desempenho, conforme cada autor ou profissional de análise financeira. Assim, para fins deste trabalho, foram definidas as seguintes fórmulas para cálculo dos índices de rentabilidade:

1) Retorno sobre o ativo (**ROE**)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido médio}}$$

2) Retorno sobre o ativo (**ROA**)

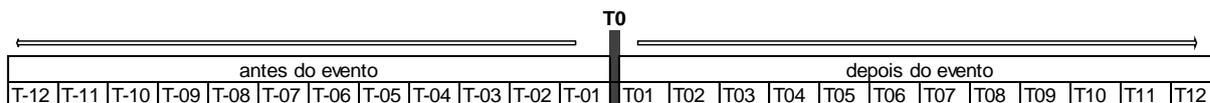
$$\text{ROA} = \frac{\text{EBIT (a)}}{\text{Ativo Total médio}}$$

(a) EBIT Earnings before Interest and Taxes

3.4 PROCEDIMENTO DE ANÁLISE

Para a análise de resultados, foram feitos testes Estatísticos e uma Regressão Linear, como forma de interpretar e dar robustez aos resultados com análise dos dados coletados da amostra.

A data do evento foi considerada como a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa de cada empresa. Para a janela do evento, foram considerados os 12 trimestres anteriores à data de adesão (numerados de -12 a -1) e os 12 trimestres posteriores (1 a 12). Os dados das demonstrações financeiras de cada empresa foram obtidos no banco de dados eletrônico *Economática*®.



Onde:

T0: data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa

T-12 a T-01: 12 trimestres anteriores à data de adesão

T01 a T12: 12 trimestres posteriores à data de adesão

3.4.1 TESTES ESTATÍSTICOS

Na parte da estatística, foram utilizadas técnicas para estabelecer a normalidade da amostra e a existência de diferença entre as médias antes e depois do evento. Gráficos também foram utilizados para analisar o desempenho financeiro das empresas da amostra coletada.

O teste de normalidade é utilizado para verificar se uma amostra de distribuição contínua é normal ou não. Para esse teste de normalidade dos dados da amostra, foi aplicado o teste de Anderson-Darling.

O teste de variância foi a ferramenta utilizada para testar se as variações das duas médias de amostra, antes e depois da data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, podem ser consideradas iguais ou não, e esse teste verifica se a variação é estatística significativa e se não ocorreu apenas por variação natural do processo.

No estudo, foram consideradas as seguintes hipóteses:

H_0 : $\sigma_a = \sigma_b$, ou seja, as variâncias podem ser consideradas iguais

H_a : $\sigma_a \neq \sigma_b$, ou seja, as variâncias não podem ser consideradas iguais.

O resultado vai significar que:

- a) $p\text{-Value} > 0,05$ aceita H_0 e rejeita H_a , as diferenças são devidas à variação natural do processo;

b) $p\text{-Value} < 0,05$ aceita H_a e rejeita H_0 , então, aceita-se que há uma diferença estatisticamente significativa e que não é uma variação natural do processo.

Também foi utilizado o teste de hipótese: 2-Sample t, o qual testa a diferença entre duas médias de duas populações. Para esse teste estatístico, foram utilizadas as seguintes hipóteses:

H_0 : como hipótese nula, ou seja, não há alteração.

H_1 : a média dos 12 períodos anteriores é menor do que a média dos 12 períodos posteriores à data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

3.4.2 REGRESSÃO LINEAR

Foi elaborado um modelo do comportamento das variáveis ROA e ROE antes da data de adesão, e foram comparadas essas estimativas com o comportamento real após a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

A data do evento foi considerada como a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa de cada empresa. Para a janela do evento, foram considerados os 12 trimestres anteriores à data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa (numerados de -12 a -1) e os 12 trimestres posteriores (1 a 12). Os dados das demonstrações financeiras de cada empresa foram obtidos no banco de dados eletrônico do site da Economatica.

3.4.2.1 Cálculo dos retornos esperados

Para calcular os “retornos normais” dos desempenhos financeiros das empresas, foi utilizado um modelo estatístico que estabelece uma relação linear entre o desempenho do índice de rentabilidade das empresas dos 12 trimestres posteriores em relação aos 12 trimestres anteriores ao evento (-12 a -1). Os

parâmetros do modelo foram estimados por meio de regressão linear simples, considerando os dados da janela de estimação, segundo a equação:

$$R = \alpha + \beta t$$

onde,

R é o retorno normal dos índices de rentabilidade (ROA ou ROE)

a e b são os parâmetros do modelo

t é o trimestre.

Dessa forma, foram feitas regressões lineares simples entre os retornos dos índices de rentabilidade das empresas (separadamente para ROA e ROE) dos 12 trimestres anteriores, de forma a estimar um modelo de referência para o desempenho dos 12 trimestres posteriores à adesão (ROA e ROE). Optou-se pela regressão linear, pois o objetivo era verificar tendências de quedas ou subidas, desconsiderando eventuais oscilações sazonais.

3.4.2.2 Diagnósticos dos modelos de regressão

Após os cálculos dos modelos, foi feito o diagnóstico dos modelos estimados. Segundo Hair et al (2005), Pestana e Gageiro (2000), as principais suposições de uma regressão são: normalidade da distribuição dos termos de erro, linearidade do fenômeno medido, homoscedasticidade (variância constante dos termos de erro) e independência dos termos de erro.

A linearidade da função de regressão foi mensurada através da significância da estatística t de Student dos coeficientes beta (β) dos modelos, os quais deveriam apresentar significância (p-value) inferior a 0,10 (10%).

A homocedasticidade foi medida por dois testes: o teste de Breusch-Pagan/Cook-Weisberg e o teste de White. Ambos possuem a hipótese nula de homocedasticidade dos resíduos, considerada violada ao nível de 0,01 (1%).

Para mensurar a independência dos termos de erro no tempo, foi utilizado o

teste de Durbin-Watson. Valores próximos de 2 indicam não haver auto-correlação, próximos de 0 indicam auto-correlação positiva e próximos de 4 indicam auto-correlação negativa.

Para verificar se a distribuição dos erros correspondia à distribuição normal, utilizou-se o teste de Shapiro-Wilks, adequado para amostra inferior a 50. Caso a significância do teste se apresentasse inferior a 0,01 (1%), a suposição de normalidade seria considerada violada.

Os eventos que violaram as suposições da regressão linear foram excluídos da análise. Assim, as empresas com significância do beta inferior a 0,10 foram excluídas (20 empresas para ROA e 26 empresas para ROE). Dessa forma, restaram na amostra final apenas 22 empresas com ROA e 16 empresas com ROE, conforme a Tabela 6, abaixo:

TABELA 6 - Relação das empresas da amostra do cálculo da regressão

ROA	ROE
ALL AMER LAT	
ALPARGATAS	
BRASKEM	
CEDRO	BRASKEM
CELESC	CELESC
COPASA	CIA HERING
CPFL ENERGIA	COPASA
CYRELA REALT	CPFL ENERGIA
EMBRAER	FIBRIA
ETERNIT	GAFISA
FIBRIA	KLABIN S/A
KLABIN S/A	LIGHT S/A
LOJAS RENNER	LOJAS RENNER
MANGELS INDL	MANGELS INDL
MARCOPOLO	ROSSI RESID
RANDON PART	SARAIVA LIVR
ROSSI RESID	TAM S/A
SARAIVA LIVR	TRACTEBEL
TRACTEBEL	TRIUNFO PART
TRAN PAULIST	
TRIUNFO PART	
UNIPAR	

Assim sendo, a amostra final para o cálculo dos retornos anormais foi composta por 22 empresas para ROA e 16 empresas para ROE.

3.4.2.3 Cálculo dos retornos anormais

O retorno anormal foi considerado como a diferença entre o retorno do índice de rentabilidade observado durante a janela de evento e o retorno esperado segundo o modelo estimado. Este retorno foi calculado pela expressão:

$$R_A = R - R_E$$

Onde

R_A é o retorno anormal do índice de rentabilidade

R é o retorno do índice de rentabilidade durante a janela de eventos

R_E é o retorno estimado do índice de rentabilidade segundo o modelo para os dias da janela de evento

Esses retornos anormais foram agregados separadamente para ROA e ROE. Dessa forma, foi tirada a média do retorno anormal em cada um dos dias da janela de evento para as empresas em cada uma das variáveis. Uma vez obtidos os retornos anormais médios, esses foram agregados no tempo através do retorno anormal médio acumulado (R_{AC}). Esse retorno acumulado foi calculado a partir do trimestre -12 (antes da adesão) até o trimestre 12 (após a adesão).

Tanto o retorno anormal quanto o retorno anormal acumulado possuem distribuição t de Student com L-1 graus de liberdade. Assim, a hipótese nula de que a média desses retornos é igual a zero foi testada através do teste t para cada data da janela de evento. Os resultados são apresentados para as violações aos níveis de 0,01 (1%), 0,05 (5%) e 0,10 (10%).

3.5 LIMITAÇÕES DA PESQUISA

Os trabalhos acadêmicos sempre se deparam com limitações devido à sua própria abrangência, e dependendo de sua consistência, isso ocorre geralmente na

coleta de dados, seu principal fator de geração de limitação, em razão de disponibilidade, acessibilidade e acuracidade dos dados.

No caso deste trabalho, a amostra original não pode ser considerada aleatória, pois os dados foram selecionados pela busca nas demonstrações financeiras de todas as empresas listadas nos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, na base de dados da Economática.

No entanto, houve problema de indisponibilidade de dados, então, a amostra foi composta apenas pelos dados das empresas que tinham todas as informações necessárias para o cálculo dos respectivos índices de rentabilidade.

O uso exclusivo de fonte secundária também pode ser um fator limitador da pesquisa, visto que todos os dados foram coletados no Economática, com ausência de pesquisa de campo, para talvez complementar a análise dos resultados.

4 ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

Neste capítulo, objetiva-se a descrever, analisar e interpretar os dados coletados, e vincular a interpretação desses dados para responder à questão do problema da pesquisa. Como relata Aquino (2000), os resultados são parte do artigo científico, em que o pesquisador deve mostrar o que obteve em sua pesquisa.

Neste capítulo, serão abordados os testes estatísticos aplicados no estudo e a análise do desempenho financeiro, por meio de gráficos, com suas respectivas interpretações.

4.1 GRÁFICOS E ANÁLISES FINANCEIRAS

Conforme demonstrado no capítulo da metodologia, a amostra é composta por 42 empresas listadas na Bovespa, que aderiram os níveis de Governança Corporativa, e seus dados financeiros foram coletados no site da Economática.

A tabela 7, abaixo, demonstra o resumo do número das empresas da amostra, desmembrado entre tipos de níveis de Governança Corporativa e tipos de índices de desempenho financeiro:

TABELA 7 - Análise desempenho financeiro

	tipo GC	melhorou	piorou	Total	% melhora
ROA	N1	16	3	19	84%
	N2	3	4	7	43%
	NM	7	9	16	44%
ROA Total		26	16	42	62%
ROE	N1	13	6	19	68%
	N2	6	1	7	86%
	NM	9	7	16	56%
ROE Total		28	14	42	67%

A tabela acima demonstra que, em geral, os índices de desempenho financeiro melhoraram a *performance* depois da adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa: 62% das empresas no ROA e 67% no ROE.

O gráfico 1, abaixo, mostra o comportamento ROE da amostra, calculado pela média dos dados coletados das demonstrações financeiras das empresas:

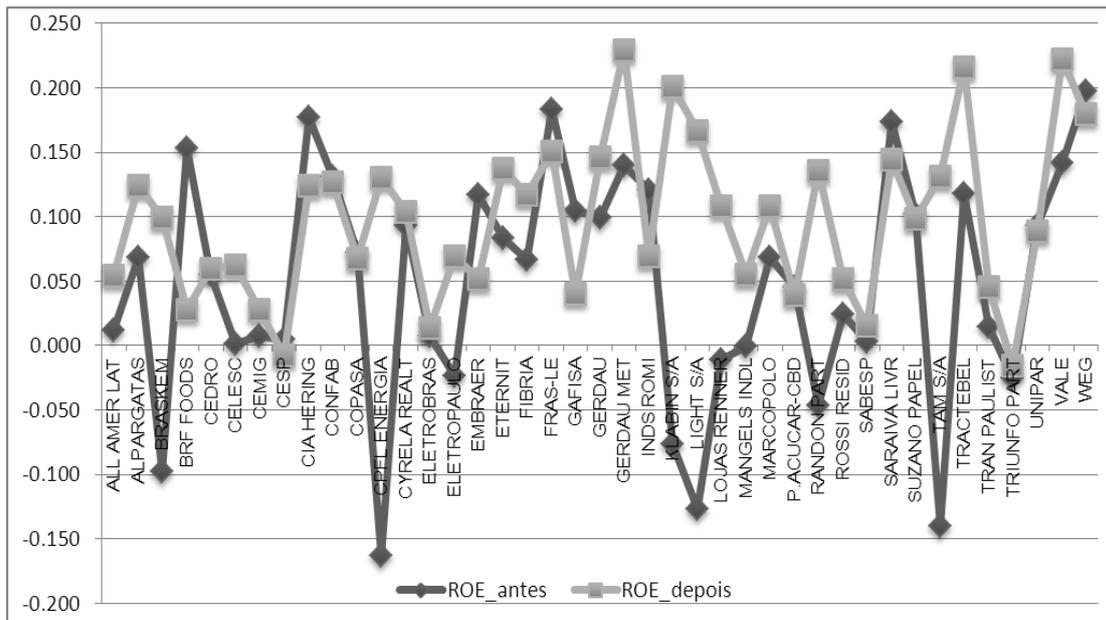


GRÁFICO 1 - Gráfico ROE média antes e depois da adesão por empresa

Fonte: base de dados - autor

Conforme pode ser confirmado, o ROE melhorou em 67%, ou seja, 28 das 42 empresas da amostra original melhoraram a *performance* do desempenho financeiro depois da adesão aos níveis de Governança Corporativa.

No gráfico abaixo, verifica-se o comportamento do ROA da amostra, calculado pela média dos dados coletados das demonstrações financeiras das empresas:

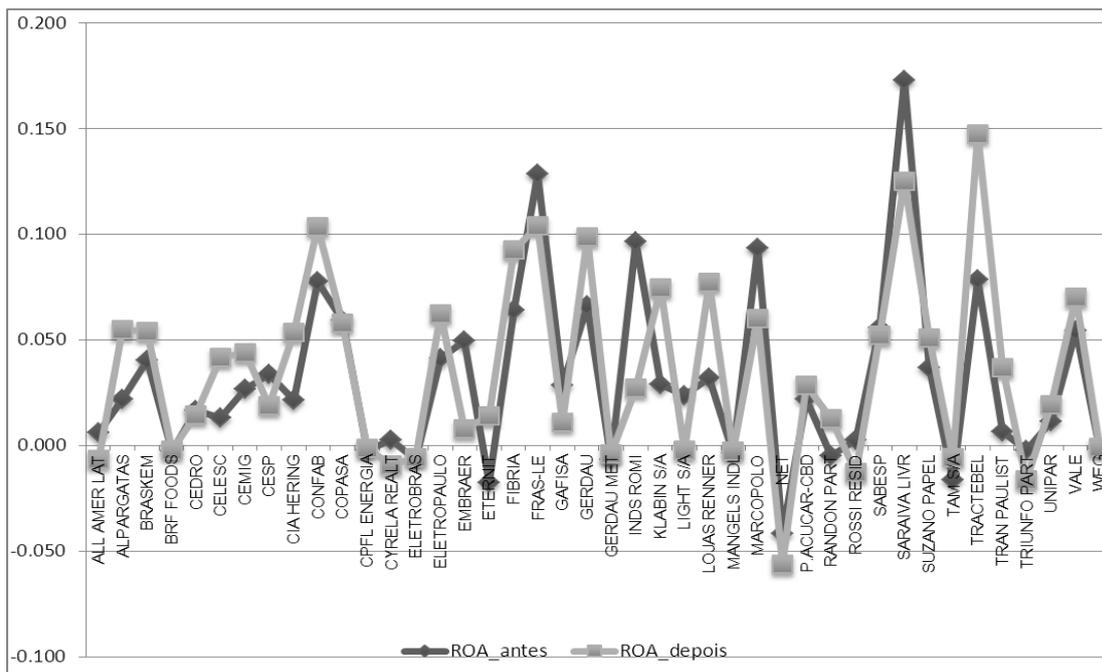


GRÁFICO 2 - Gráfico ROA média antes e depois da adesão por empresa

Fonte: base de dados - autor

Conforme demonstrado acima, o ROA teve melhora de 62% das empresas da amostra original, ou seja, 26 das 42 empresas melhoraram o desempenho financeiro depois da adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

4.2 TESTES ESTATÍSTICOS DA AMOSTRA

Cada vez mais fica evidente a necessidade da aplicação de métodos quantitativos e estatísticos na análise e interpretação dos problemas levantados, para uma maior robustez na conclusão da pesquisa.

A seguir, através da aplicação de técnicas de análises estatísticas, será testada a normalidade, a variância e a hipótese de que houve alteração das médias da amostra coletada. Para a realização de testes estatísticos, normalmente são utilizados softwares especializado. Neste trabalho, foi utilizado o Minitab e o SPSS para o caso da regressão linear.

4.2.1 TESTE DE NORMALIDADE

Com esta ferramenta estatística, é possível identificar as principais características da amostra, entre elas a média e o desvio padrão, e definir se é uma amostra com distribuição normal.

Abaixo, nos gráficos 3 a 6, segue a análise dos dados relativos às médias de todas as empresas pertencentes à amostra, dividida em variável ROE e variável ROA, distribuída ao longo do tempo, sendo 12 períodos antes e 12 períodos após a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

Para se testar a normalidade das médias da amostra, foi utilizado o modelo Anderson-Darling, com o nível de confiança para os intervalos de 95%, que é o padrão do software utilizado. Os resultados dos gráficos podem ser vistos abaixo, para as médias do ROE antes da data de adesão, e na tabela 12 para as médias do ROE, depois da data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa:

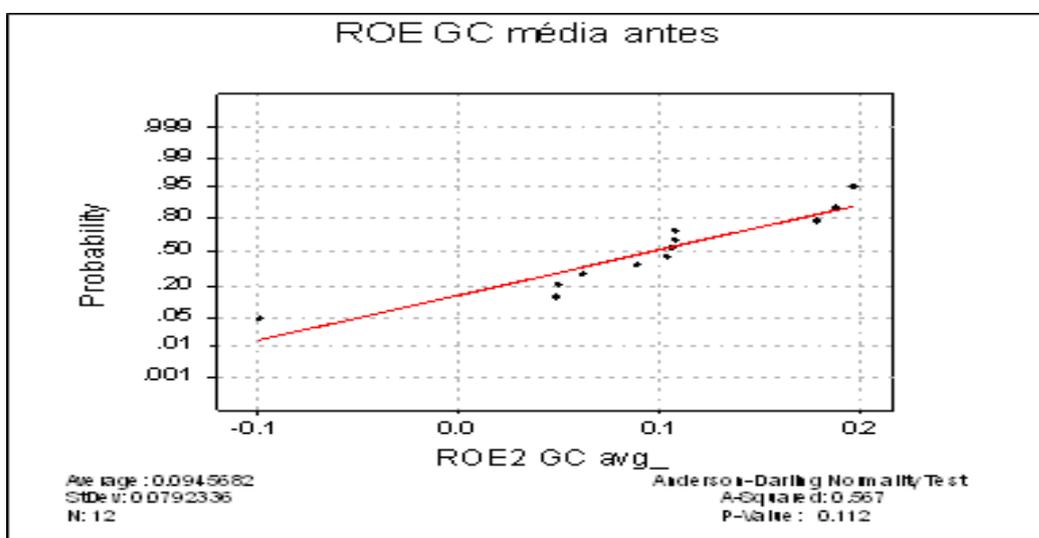


GRÁFICO 3 - Teste de Normalidade ROE média antes da data de adesão

Fonte: Minitab

Como demonstra o gráfico acima, a variável ROE antes da data de adesão tem uma distribuição normal, pois o valor de p-Value é 0,112, ou seja, maior do que 0.05, indicando uma distribuição normal; a média ficou em 0.0945682 e o desvio padrão em 0.0792336.

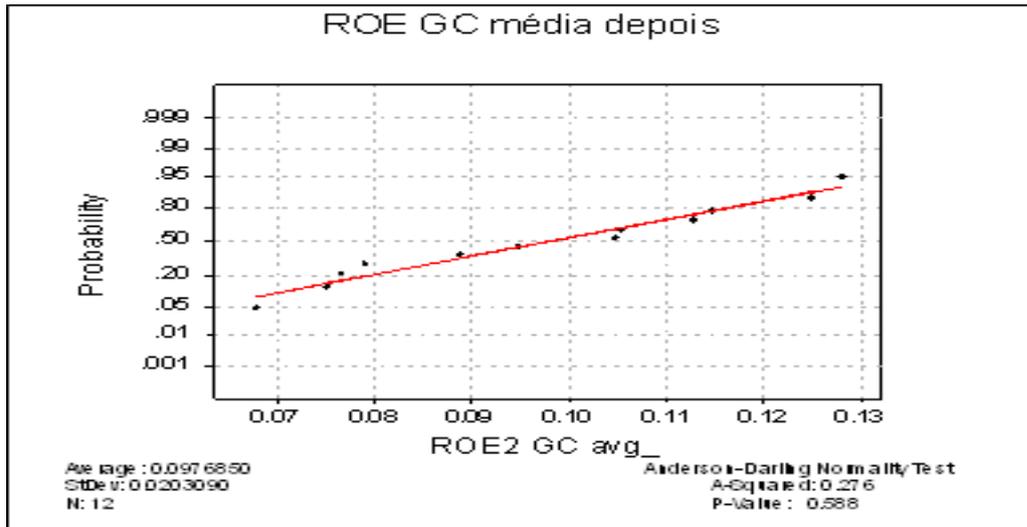


GRÁFICO 4 - Teste de Normalidade ROE média depois da data de adesão
 Fonte: Minitab

Como demonstra o gráfico acima, a variável ROE, depois da data de adesão aos níveis de Governança Corporativa, também tem uma distribuição normal, pois o p-Value é 0,588, ou seja, maior do que 0.05, indicando uma distribuição normal, com uma média de 0.0976850 e desvio padrão de 0.0203090.

Segue abaixo, no gráfico 5, o teste de normalidade para as médias da variável ROA, relativo aos 12 períodos antes da adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa:

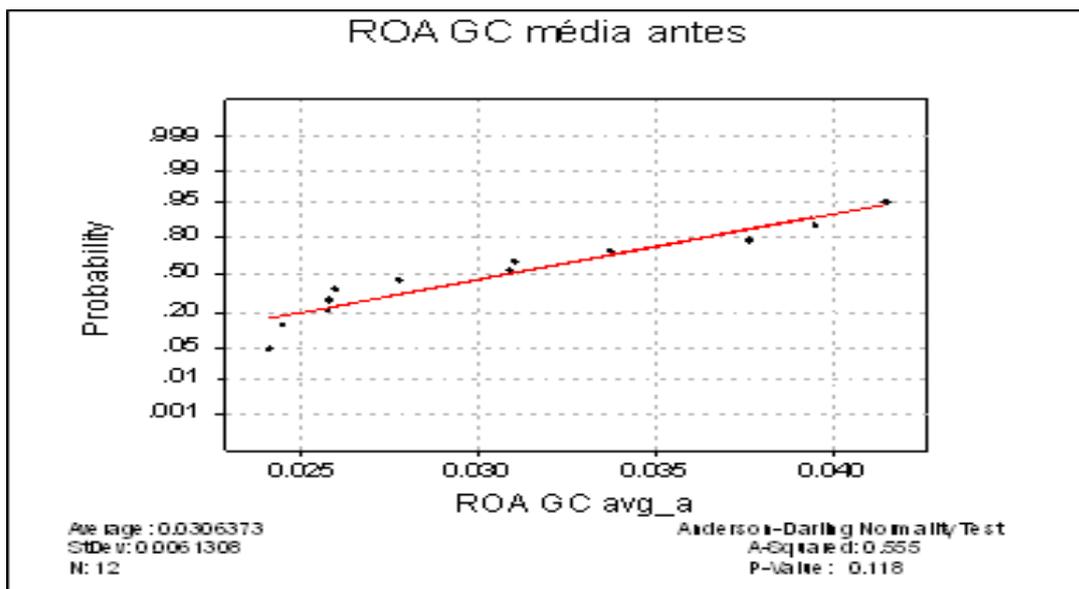


GRÁFICO 5 - Teste de Normalidade ROA média antes da data de adesão
 Fonte: Minitab

Como pode ser visto acima, as médias da variável ROA antes da data de adesão têm um p-Value de 0.555, ou seja, indica uma distribuição normal, pois o p-Value é maior do que 0.05, indicando uma distribuição normal; a média foi de 0.0306373 e o desvio padrão de 0.0061308.

Segue abaixo, no gráfico 6, o teste de normalidade para as médias da variável ROA, relativo aos 12 períodos depois da data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa:

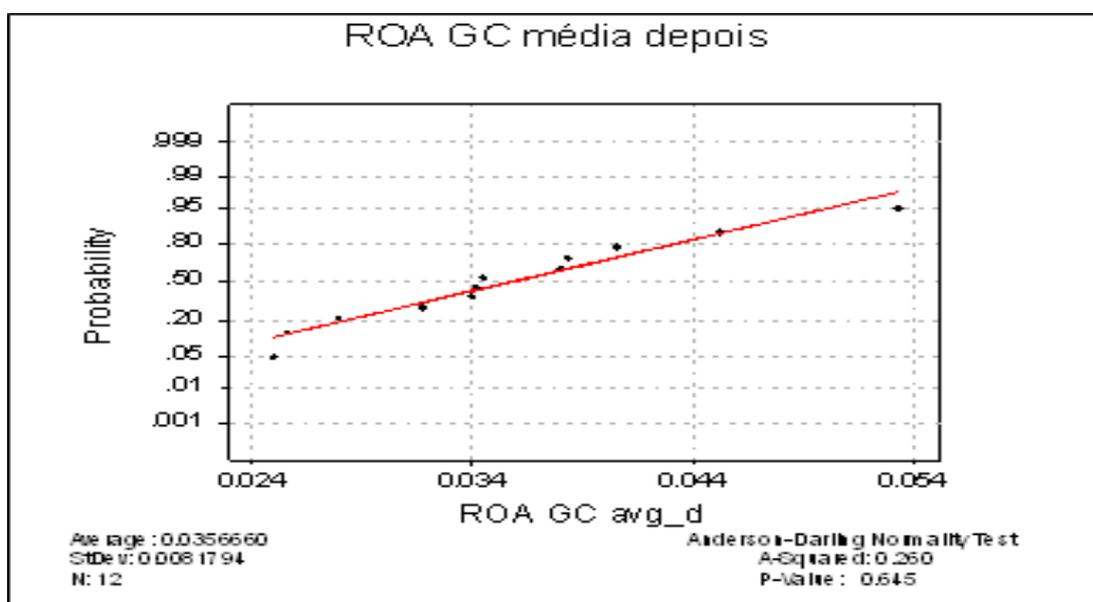


GRÁFICO 6 -Teste de Normalidade ROA média depois da data de adesão

Fonte: Minitab

Como demonstrado, as médias da variável ROA relativas aos 12 períodos posteriores da adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa também podem ser consideradas com uma distribuição normal, visto que o p-Value é 0.645, ou seja, maior do que 0.05, indicando uma distribuição normal; a média ficou em 0.0356660 e o desvio padrão em 0.0061794.

4.2.2 TESTE DE VARIÂNCIAS

Esta ferramenta é utilizada para testar se as variações de duas médias de amostras podem ser consideradas iguais, e considera as seguintes hipóteses:

Ho : $\mu_a = \mu_b$, ou seja, as variâncias podem ser consideradas iguais;

Ha : $\mu_a \neq \mu_b$, ou seja, as variâncias não podem ser consideradas iguais.

O resultado vai significar que:

- p-Value > 0,05 aceita Ho e rejeita Ha, e as diferenças são devidas à variação natural do processo;
- p-Value < 0,05 aceita Ha e rejeita Ho, então, aceita-se que existe uma diferença estatisticamente significativa e que não é uma variação natural do processo.

Seguem a demonstração e a interpretação dos resultados dos testes de Variâncias das médias das variáveis ROE e ROA da amostra do estudo:

TABELA 8 - Teste de Variância ROE média antes e depois adesão

One-way Analysis of Variance					
Analysis of Variance					
Source	DF	SS	MS	F	P
Factor	1	0.00006	0.00006	0.02	0.896
Error	22	0.07359	0.00335		
Total	23	0.07365			
Individual 95% CIs For Mean Based on Pooled StDev					
Level	N	Mean	StDev	-----+-----+-----+-----	
ROE_ante	12	0.09457	0.07923	(------*-----)	
ROE_depo	12	0.09768	0.02031	(------*-----)	
-----+-----+-----+-----					
Pooled StDev =		0.05784	0.060	0.080	0.100 0.120

Na análise com as médias da variável ROE, verifica-se que p-value é 0.896, ou seja, não se pode afirmar que exista uma diferença estatisticamente significativa entre as médias de 12 períodos antes da data de adesão versus 12 períodos posteriores da data de adesão aos níveis de Governança Corporativa, pois o p-Value é maior do que 0,05. Isso pode ser verificado na Tabela 8, abaixo, indicando ser uma variação natural do processo:

TABELA 9 - Teste de Variância ROA média antes e depois adesão

One-way Analysis of Variance					
Analysis of Variance					
Source	DF	SS	MS	F	P
Factor	1	0.0001517	0.0001517	2.90	0.102
Error	22	0.0011494	0.0000522		
Total	23	0.0013011			
Individual 95% CIs For Mean Based on Pooled StDev					
Level	N	Mean	StDev	-----+-----+-----+-----+-	
ROA_ante	12	0.030637	0.006131	(------*-----)	
ROA_depo	12	0.035666	0.008179	(-----*-----)	
-----+-----+-----+-----+-					
Pooled StDev = 0.007228				0.0280	0.0320
				0.0360	0.0400

No caso da variável ROA, também se repetiu o mesmo resultado do ROE; a variação pode ser considerada uma variação natural do processo, pois o p-Value é maior do que 0,05, ou seja, 0,102, como mostra a Tabela 9, acima.

4.2.3 TESTE DE HIPÓTESE

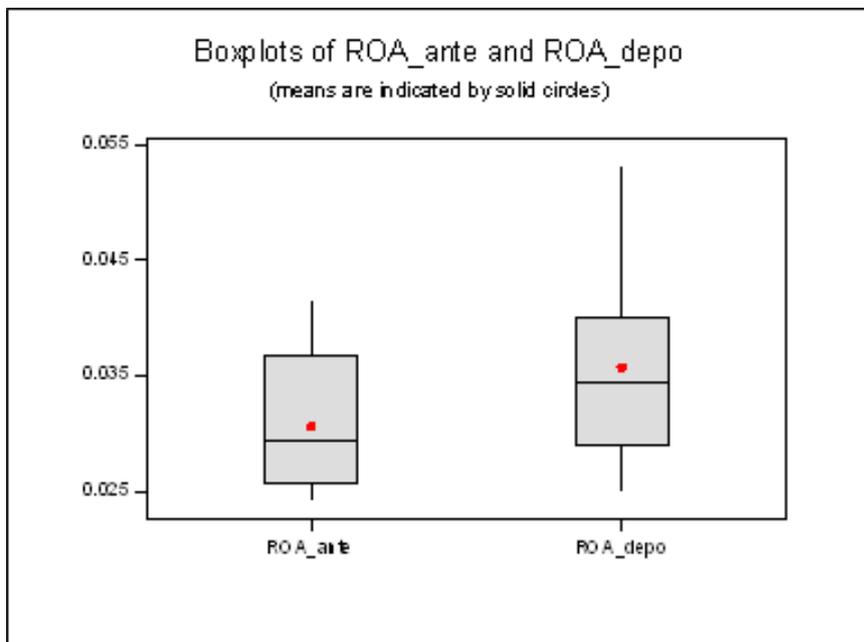
O teste de hipótese utilizado foi o 2-Sample t, o qual testa a diferença entre duas médias de duas populações. A aplicação do teste foi feita nas mesmas médias das variáveis ROA e ROE utilizadas nos testes anteriores, ou seja, a análise dos dados relativos à média de todas as empresas pertencentes à amostra original, distribuída ao longo do tempo, dividida entre 12 períodos antes e 12 períodos após a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

Martins (2009) ressalta que o teste de hipótese é a decisão de aceitar ou rejeitar uma hipótese estatística com base na amostra selecionada, e que se tem H0 como hipótese nula; ou seja, não houve mudança, e H1 é a hipótese alternativa, a qual vai demonstrar desigualdade. Para o teste estatístico da pesquisa, foram utilizadas as seguintes hipóteses:

H0: como hipótese nula, ou seja, não há alteração;

H1: a média dos 12 períodos anteriores é menor do que a média dos 12 períodos posteriores à data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

Quanto ao nível de significância, aplicou-se o padrão do software utilizado, ou seja, 5% de significância. No teste da variável ROA, aceita-se a hipótese H0 (nula), isto é, não se pode afirmar que houve melhora no desempenho financeiro das empresas da amostra após a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, visto que, conforme o gráfico abaixo, o p-Value é igual 0.051, ou maior do que 0.05, indicando a hipótese nula como correta:



Two Sample T-Test and Confidence Interval
Two sample T for ROA_antes vs ROA_depois

	N	Mean	StDev	SE Mean
ROA_ante	12	0.03064	0.00613	0.0018
ROA_depo	12	0.03567	0.00818	0.0024

95% CI for mu ROA_ante - mu ROA_depo: (-0.0111; 0.0011)

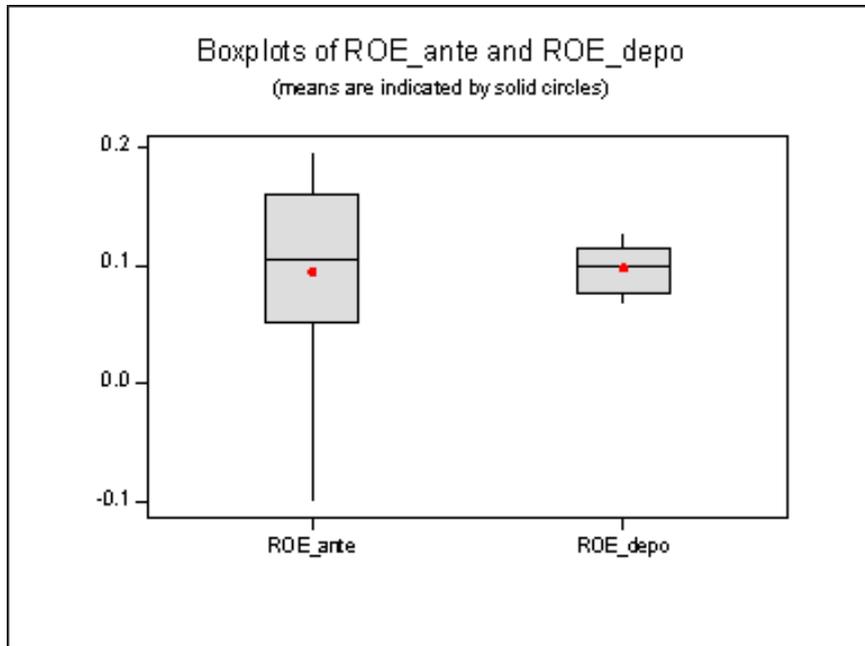
T-Test mu ROA_ante = mu ROA_depo (vs <): T = -1.70 P = 0.051 DF = 22

Both use Pooled StDev = 0.00723

GRÁFICO 7 - Teste de hipótese ROA

Fonte: Minitab

Também no caso da variável ROE, aceita-se a hipótese H0 (nula), visto que o p-Value é igual 0.45, ou seja, maior do que 0,05, conforme o gráfico abaixo:



Two Sample T-Test and Confidence Interval
Two sample T for ROE_antes vs ROE_depois

	N	Mean	StDev	SE Mean
ROE_ante	12	0.0946	0.0792	0.023
ROE_depo	12	0.0977	0.0203	0.0059

95% CI for mu ROE_ante - mu ROE_depo: (-0.052; 0.0459)

T-Test mu ROE_ante = mu ROE_depo (vs <): T = -0.13 P = 0.45 DF = 22

Both use Pooled StDev = 0.0578

GRÁFICO 8 - Teste de hipótese ROE

Fonte: Minitab

Dessa forma, tanto para a variável ROA quanto para a variável ROE, não se pode afirmar que houve uma variação positiva entre as médias dos 12 períodos posteriores à data de adesão versus as médias dos 12 períodos anteriores à data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

4.2.4 REGRESSÃO LINEAR

A análise dos resultados apresentada a seguir será dividida para cada uma das variáveis analisadas (ROA e ROE). As tabelas têm a seguinte estrutura: na primeira coluna, estão os dias da janela de evento, nas demais, os retornos anormais médios (R_A) e os retornos anormais médios acumulados (R_{AC}). Os níveis de significância para esses retornos, quando presentes, também são apresentados.

Como as amostras pesquisadas são pequenas, quando há muita variabilidade entre as empresas, o teste resulta em um valor não significativo, mesmo quando a média se mostra elevada (tanto positiva quanto negativamente). Na tabela 10, abaixo, são apresentados os resultados:

TABELA 10 - Resultados da regressão das variáveis ROA e ROE

trimestre	ROA (N = 22)		ROE (N=16)	
	R_A	R_{AC}	R_A	R_{AC}
-12	0.150	0.150	11.505	11.505
-11	0.232	0.382	-38.087	-26.582
-10	-0.129	0.254	-0.211	-26.793
-9	-0.152	0.101	16.624	-10.169
-8	-0.154	-0.052	35.837	25.668
-7	-0.061	-0.114	8.812	34.480
-6	0.035	-0.079	5.312	39.792
-5	0.510	0.431	-6.446	33.346
-4	0.816	1.247	19.179	52.525
-3	-0.641	0.606	16.710	69.235
-2	-0.320	0.286	-3.962	65.272
-1	0.300	0.586	-16.494	48.778
1	0.419	1.005	-16.630	32.148
2	-1.169	-0.164	-17.652	14.496
3	-1.818	-1.982	-18.137	-3.640
4	-0.628	-2.610	-18.912	-22.552
5	-0.531	-3.141	-18.962	-41.514
6	-2.248	-5.389	-21.666	-63.181
7	-1.755	-7.144	-20.450	-83.630
8	-0.787	-7.931	-21.648	-105.278
9	-0.516	-8.447	-26.377	-131.656
10	-1.576	-10.023	-27.038	-158.694
11	-2.774	-12.797	-27.175	-185.869
12	-2.314	-15.110	-34.770	-220.639

Tabela 1: R_A = Retorno anormal médio em %, R_{AC} = Retorno anormal médio acumulado em %
 * Nível de significância de 10%, ** Nível de significância de 5%, ***Nível de significância de 1%.

Se analisados os dados acima, observa-se que os retornos anormais não foram significativos nem para ROA, nem para ROE e nem os retornos anormais

acumulados. Isso pode ser visualizado de uma forma mais concreta nos gráficos 11 e 12:

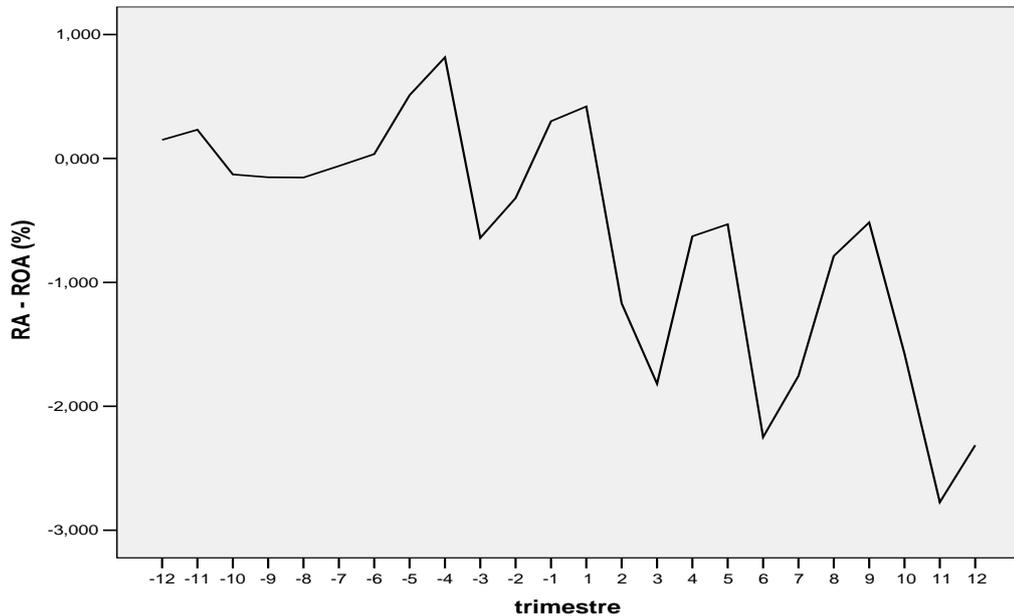


GRÁFICO 9 - Retornos anormais - ROA

Pelos gráficos, constata-se que a tendência de queda do retorno anormal para a variável ROE antes da adesão se manteve após a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

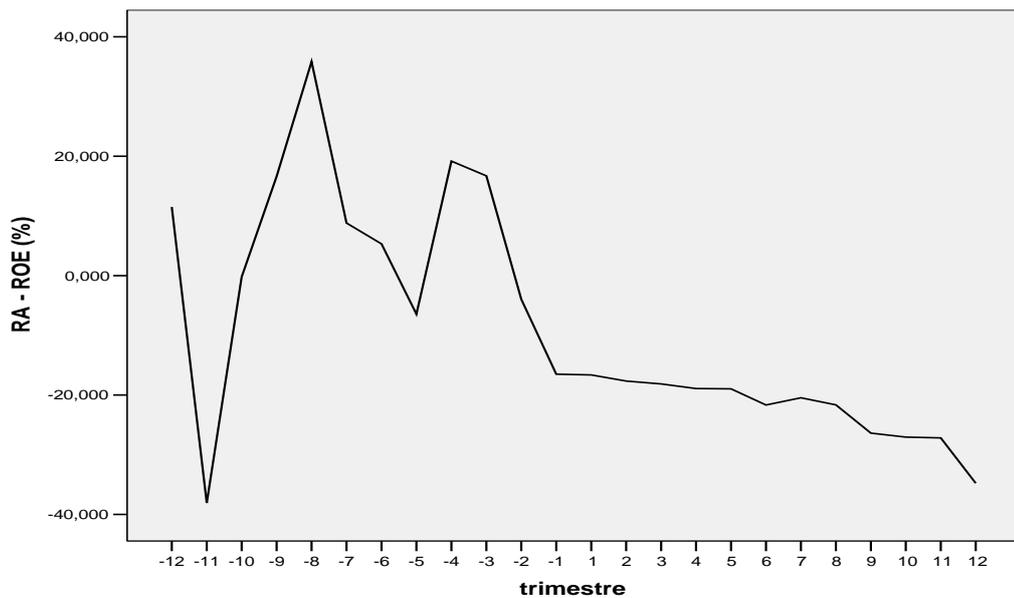


GRÁFICO 10 - Retornos anormais - ROE

Pelo gráfico acima, constata-se novamente que a tendência de queda do retorno anormal para a variável ROE antes da adesão se manteve após a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A Governança Corporativa é assunto cada vez mais em alta, visto que, no mundo inteiro, discute-se sobre este tema, e sempre após cada escândalo econômico aumenta o questionamento da qualidade do que vem sendo aplicado como controle e transparência. Com isso, há constantes melhoras no campo da Governança Corporativa, e pode-se dizer que isso tende a continuar.

No Brasil, ainda é não muito grande o número de empresas listadas nos níveis diferenciados da Bovespa, se comparado ao universo total de empresas, mas essa adesão vem crescendo a cada ano, e há empresas que seguem as regras de Governança Corporativa, mesmo não estando listadas nos níveis diferenciados da Bovespa.

No mundo acadêmico, pelo que se tem publicado, não há dúvidas quanto ao valor e a contribuição da Governança Corporativa nas empresas que adotam esse sistema, e é claro que, cada vez mais, vão sendo aplicadas melhorias com as lições aprendidas e pesquisa feitas ao longo do tempo.

O IBGC, com as boas práticas, e também a CVM, com suas recomendações, contribuíram para a solidez e a sustentabilidade da Governança Corporativa.

A Bovespa estabeleceu em 2000 - e a migração começou efetivamente em 2001 - a regulamentação para distinguir as empresas listadas com maior compromisso com a Governança Corporativa; ou seja, trata-se de regras que as empresas precisam atender para poderem aderir aos níveis de Governança Corporativa: N1 – nível 1, N2 – nível 2 e MN – Novo Mercado, e em cada nível há maiores obrigações a cumprir nos respectivos níveis definidos.

O questionamento trazido por esta pesquisa foi: se ao aderir aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, as empresas teriam um melhor desempenho financeiro, ou seja, quando da adesão à regulamentação da Bovespa para poder migrar aos níveis diferenciados, isso traria algum benefício nas demonstrações financeiras, em razão de maior controle e transparência da gestão da empresa?

Na busca de dados para responder ao questionamento deste trabalho, coletou-se uma amostra de 42 empresas, e ficou definido que a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa seria a divisão dos períodos anteriores e posteriores. Os índices para medir o desempenho financeiro foram: ROA (retorno sobre Ativo) e ROE (retorno sobre o Patrimônio Líquido).

Na utilização da Estatística para poder comprovar o resultado do trabalho, foram definidas as variáveis, sendo a independente a data de adesão aos níveis de Governança Corporativa e as dependentes os índices de rentabilidade escolhidos: ROA, e ROE.

No teste estatístico de normalidade, as médias dos índices ROA e ROE antes e depois da data de adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa foram aceitas, ou seja, podem ser consideradas amostras normais.

No teste de Variância das médias, tanto para a variável ROA quanto a ROE, não se pode afirmar que haja uma diferença estatisticamente significativa antes e depois da data de adesão aos níveis de Governança Corporativa.

O teste estatístico de hipótese, em que foi escolhido 2-Sample t, quando se comparou a média 12 períodos anteriores, não apresentou-se menor do que a média dos 12 períodos posteriores, e também não foi possível confirmar que existiu alguma variação significativa das variáveis tanto do ROE quanto do ROA.

No cálculo da regressão linear também não foi possível encontrar nenhuma evidência de que, por as empresas aderirem aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, houve alguma melhora em sua *performance* financeira.

A conclusão final do trabalho é que não se pode confirmar que o fato de as empresas se submeterem aos regulamentos e, conseqüentemente, ingressarem aos níveis diferenciados da Governança Corporativa da Bovespa, trouxe algum ganho no desempenho financeiro, refletido nas demonstrações financeiras dessas empresas selecionadas.

Essa mesma conclusão pode ser corroborada por algumas outras pesquisas realizadas, e há outras que encontraram os benefícios financeiros por meio da análise dos índices de rentabilidade. Isso pode ser verificado no item 2.7 (pesquisas relacionadas ao tema) deste trabalho.

Pode-se assim considerar que, em razão do aumento dos custos inerentes à implementação e manutenção da Governança Corporativa, como por exemplo, criação dos comitês e conselhos, administrativo, fiscal, auditoria entre outros, esses foram devidamente absorvidos por algum possível ganho por melhoria do desempenho financeiro das empresas.

Ademais, com a adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, podem aparecer outros tipos de benefícios, em decorrência de uma melhor *performance* administrativa das empresas, como: melhora da imagem da empresa, possibilitando uma maior liquidez, menor custo de transação e valorização da ação, conforme pode ser visto em várias outras pesquisas acadêmicas realizadas ao longo do tempo.

Não se pretende esgotar o assunto neste trabalho, e sugerem-se trabalhos futuros, como por exemplo:

- verificar quais os custos adicionais por aderir aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, ou simplesmente seguir o manual das boas práticas de Governança Corporativa, independentemente da assinatura de acordo com a Bovespa, e se esses custos são compensados com uma melhor *performance* financeira das empresas;

- fazer o mesmo estudo com a inclusão de um maior número de empresas, em virtude da crescente adesão aos níveis de Governança Corporativa da Bovespa, para dar uma maior consistência aos dados a serem analisados e trazer uma resposta mais robusta, e incluir outros índices de rentabilidade;

- outro estudo seria verificar se existe alguma diferença positiva no desempenho financeiro das empresas analisando entre os tipos diferentes de níveis de Governança Corporativa da Bovespa (N1, N2 e Novo Mercado).

REFERÊNCIAS

- Alchian, A. A.; Demsetz, H. Production, information costs, and economic organization. **The Economic Review**, Vol. 62, Nº 5 (Dec., 1972)
- Andrade, A. ; Rossetti, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 2ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- Aquino, I. S. **Como escrever artigos científicos: sem “arrodeio” e sem medo da ABNT**. 7ª. Ed. São Paulo: Saraiva, 2010.
- Assaf Neto, A. **Finanças corporativas e valor**. 3ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- Babic, V. Corporate governance problems in transition economies. Winston-Salem: Wake Forest University, **Social Science Research Seminar**, 2003.
- Brown, R.; Gørgens, T. **Corporate governance and financial performance in an Australian context**. work paper, 2009.
- Brown, L. D.; Caylor, M. L. Corporate governance and firm operating performance. **Springer Science Business Media**, LLC 2008.
- Cadbury Committee. **The report of the committee on the financial aspects of corporate governance**. London, 1992.
- Carvalho, A. G. **Efeitos da migração para os níveis de governança corporativa da Bovespa**. Universidade de São Paulo - SP, 2003.
- Costa, F. M.; Gonzaga, R. P.; Santos, A. M. Corporate governance structures in companies of the 18th century. In: **IAAER – Anais ANPCONT (3rd)**, 2009, São Paulo.
- Da Silva, A. L. C.; Leal, R. P. C. Corporate Governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças** Vol.3, nº 1, pp, 1-18, 2005
- Gruszczynski, M. Corporate governance and financial performance of companies in Poland. **International Advances in Economic Research**, pp. 251.259. 2006
- Iudícibus, S. de. **Teoria da Contabilidade**. 8ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- _____ **Análise de Balanços**. 8ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- Iudicibus, S; Lopes, A. B.; et al. **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004
- Hair, J. F. et al. **Multivariate data analysis**. 6th ed, 2005. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

Jensen, M.C.; Meckling, H. W. **Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure**. 1976

Jensen. M. C. **A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms**. Cambridge: Harvard Business School Press, 2003.

Jhunjhunwala, S.I; Mishra R. K. Corporate governance and corporate performance. **International Journal of Business Research**, vol. 9, 2009

Kassai, J. R. et al: **Retorno de Investimento Abordagens Matemática e Contábil do Lucro Empresarial** 3ª. Ed. São Paulo: Atlas 2007

Lameira, V. J. **Governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas brasileiras** – uma análise do relacionamento entre as práticas de governança corporativa, risco e desempenho das companhias abertas; Tese de Doutorado. PUC – Rio, 2007.

LA Porta, R.; Lopez-de-Silanes, F.; e Shleifer, A. Corporate ownership around the world. **The Journal of Finance**. Vol. II, Abril 1999.

Lehmann, E. E.; Warning, S.; Weigand, J. Efficient Governance Structures, Corporate Investment, and Profitability. **GEABA Discussion Paper No. 02-07**; EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper

Matarazzo, D. C.; **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial 5ª. Ed. São Paulo: Atlas 1998

Martins, G. A. **Estatística geral e aplicada**. 3ª. Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

Monks, R. A.G.; Minow. N. **Corporate governance**. 2ª. Ed Oxford: Blackwell, 2003.

Nakaysu, G. N. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis de diferenciados de governança corporativa no Brasil**. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo - SP, 2006.

OECD Principles of Corporate Governance. França, 2002 e 2004.

Padgett, C.; Shabbir, A. **The UK code of corporate governance link between compliance and firm performance**. Work paper, The University of Reading, 2005

Peixe, F. C. D. **Novo Mercado**: Obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo - SP, 2003.

Pestana, M. H.; Gageiro, J. N. **Análise de Dados para Ciências Sociais**: A complementaridade do SPSS”; 2ª edição; Edições Sílabo; Lisboa, 2000.

Ragothaman, S.; Gollakota, K. The effect of firm characteristics on corporate governance: an empirical study in the United States. **International Journal of Management** Vol. 26 No. 2, 2009

Rappaport, A. **Gerando valor para o acionista**: um guia para administradores e investidores; tradução de Alcátara, Alexandre L. G.; São Paulo: Atlas, 2001

Ricardino, A.; Martins, S. T. A. Governança corporativa: um novo nome para antigas práticas?. **Revista de Contabilidade e Finanças – USP**, São Paulo, n^o 36, p. 50-60, set./dez. 2004.

Rodriguez, G. M. **Identificação dos principais fatores que inibem a adesão das companhias abertas ao novo mercado da Bovespa, sob o enfoque de custos**. Dissertação de Mestrado. Unifecap – SP, 2005.

Severino, A. J. **Metodologia do trabalho científico**, 22^a. ed. São Paulo: Cortez Editora, 2002.

Shleifer, A. ; Vishny, R. W. A survey of corporate governance. **Journal of Finance**, Vol. LII, June 1997.

Silva, A. L. C. **Governança corporativa e sucesso empresarial**, 1^a. ed. São Paulo: Ed. Saraiva, 2006.

Silveira, A. M. ; **Governança corporativa**: desempenho e valor da empresa no Brasil Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo, 2002

_____ **Governança Empresarial e Estrutura de Propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil; Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo 2004

_____ **Governança Corporativa**: Desempenho e Valor da Empresa no Brasil. 1^a. ed. São Paulo: Saint Paul, 2005.

_____ **Governança Corporativa e estrutura de propriedade**: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil. 1^a. Ed. São Paulo: Saint Paul, 2006.

Tavares Filho, F. **Rentabilidade e valor das companhias no Brasil**: uma análise comparativa das empresas que aderiram aos níveis de governança corporativa da Bovespa. Dissertação de Mestrado. Universidade de São Paulo - SP, 2006.

Vergara, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 8^a. Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

www.bovespa.com.br acesso em : 24 de Outubro de 2010

www.ibgc.org.br acesso em : 17 de Janeiro de 2011

www.cvm.gov.br acesso em : 24 de Outubro de 2010