

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

Rogério Alexandre Gonçalves de Sousa

**PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADAS E
DESEMPENHO – UM ESTUDO APLICADO EM EMPRESAS DO NOVO
MERCADO DA BMFBOVESPA**

MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

SÃO PAULO

2011

ROGÉRIO ALEXANDRE GONÇALVES DE SOUSA

**PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADAS E
DESEMPENHO – UM ESTUDO APLICADO EM EMPRESAS DO NOVO
MERCADO DA BMFBOVESPA**

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 Atuariais, sob a orientação do Professor Doutor Roberto Fernandes dos Santos

SÃO PAULO

2011

BANCA EXAMINADORA

DEDICATÓRIA

**À minha esposa, Rúbia, que com
muito amor, está ao meu lado em
cada etapa de nossa vida.**

“Não tenha medo, porque eu o redimi e o chamei pelo nome; você é meu. Quando você atravessar a água, eu estarei com você e os rios não o afogarão; quando você passar pelo fogo, não se queimará e a chama não o alcançará, pois eu sou Javé seu Deus, o Santo de Israel, o seu Salvador”.

(Isaías 43, 1:3)

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar a Deus todo poderoso. A Ele, toda a honra e toda a glória, pelos séculos dos séculos.

Ao Prof. Dr. Roberto Fernandes dos Santos, responsável por este projeto desde meu ingresso neste programa. Sua atuação como coordenador, professor e orientador é um exemplo que levarei por minha vida.

À Profa. Dra. Neusa Maria Bastos F. Santos, pelas valiosas contribuições para este trabalho, especialmente no que se refere à governança corporativa.

Ao Prof. Dr. Octavio Ribeiro de Mendonça Neto, por suas importantes observações que contribuíram de maneira significativa para melhorias neste trabalho.

À minha esposa, Rúbia, que com sua dedicação, apoio, companheirismo e carinho tornou a realização deste trabalho muito mais agradável.

Aos familiares e amigos, pela paciência e pelo incentivo em cada etapa deste processo.

À Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, ao Centro Universitário Assunção e ao Instituto Brasileiro de Governança Corporativa que apoiaram e possibilitaram a realização deste trabalho.

RESUMO

Com o aumento da importância das empresas na sociedade, a relação de agência não está mais restrita aos acionistas e gestores, a comunidade como um todo, ou seja, os funcionários, clientes, governo, investidores potenciais, passa a fazer parte desta relação, exigindo que a empresa também atenda seus interesses.

Em resposta a esta situação, surge o conceito e governança corporativa, que é um conjunto de práticas que pretende por meio de princípios como transparência e respeito aos diversos interessados na situação da empresa, minimizar o conflito de interesses derivado de uma relação de agência.

Existem diversos órgãos voltados ao desenvolvimento da governança corporativa como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, que efetuam suas recomendações sobre o que consideram boas práticas de governança corporativa e a própria Bolsa de Valores de São Paulo – BMFBovespa, criou a partir do ano 2000 níveis diferenciados de negociação de acordo com o grau de práticas de governança adotadas por estas empresas.

O maior grau considerado pela BMFBovespa é o Novo Mercado, que servirá de base para este estudo. Sobre as empresas que compõem o Novo Mercado foi avaliado um conjunto de práticas de governança não-obrigatórias e se estas práticas estão ligadas ao desempenho das empresas. Para validar esta hipótese foram correlacionados indicadores de desempenho como Margem EBITDA, ROA, ROI e ROE com o nível de práticas diferenciadas de governança corporativa.

Não foi possível estabelecer neste estudo a ligação entre melhores práticas de governança e melhor desempenho das empresas, entretanto, a melhoria das práticas de governança é um processo irreversível pela relevância do conceito e sua aceitação pelo mercado.

Palavras-chave: governança corporativa, Novo Mercado, indicadores de desempenho.

ABSTRACT

With the growing importance of companies in society, the agency relationship is no longer restricted to the shareholders and managers, the community as a whole, employees, customers, government, potential investors, become part of this relationship, demanding the company also meets their interest.

In response to this situation, comes the concept of corporate governance, which is a set of practices that intends through principles such as transparency and respect to the diverse stakeholders in the company situation, to minimize the conflict of interest derived from an agency relationship.

There are several agencies aimed at the development of corporate governance as the Brazilian Institute of Corporate Governance and the Organization Economic Cooperation and Development, who make recommendations about what they consider good corporate governance practices and even the São Paulo Stock Exchange – BMFBovespa created since the year 2000 different levels of trading in accordance with the degree of governance practices adopted by these companies.

The highest degree considered by BMFBovespa is New Market, which serves as the basis for study. About the companies that comprise the New Market was rated a set of not mandatory practices and if these practices are connected to the companies performances. To validate this hypothesis were correlated performance indicators such as EBITDA Margin, ROA, ROI and ROE with the level of corporate governance practices.

Could not be established in this study the link between best corporate governance practices and better corporate performance, however, the improvement of governance practices is an irreversible process for the relevance of the concept and its acceptance by the market.

Keywords: corporate governance, New Market, performance indicators.

SUMÁRIO

| | |
|---|-----------|
| 1. INTRODUÇÃO..... | 01 |
| 1.1. Contextualização..... | 01 |
| 1.2. Definição do problema..... | 03 |
| 1.3. Objetivos da pesquisa | 04 |
| 1.4. Justificativa do tema escolhido | 05 |
| 1.5. Metodologia | 05 |
| 1.6. Estrutura do trabalho | 06 |
| | |
| 2. GOVERNANÇA CORPORATIVA | 08 |
| 2.1. Fatores históricos | 08 |
| 2.1.1. <i>A ética calvinista</i> | 08 |
| 2.1.2. <i>A doutrina liberal</i> | 08 |
| 2.1.3. <i>A revolução industrial</i> | 09 |
| 2.1.4. <i>Tecnologias, novas escalas e produção em série</i> | 09 |
| 2.1.5. <i>Ascensão do capital como fator de produção</i> | 09 |
| 2.1.6. <i>O sistema de sociedade anônima</i> | 10 |
| 2.1.7. <i>O crash de 1929-33</i> | 10 |
| 2.1.8. <i>O desenvolvimento da ciência da administração</i> | 11 |
| 2.1.9. <i>O agigantamento das corporações e o divórcio propriedade-gestão</i> | 11 |
| 2.2. O conflito de agência e governança corporativa..... | 13 |
| 2.3. A disseminação da governança corporativa | 19 |
| 2.3.1. <i>O ativismo de Robert Monks</i> | 20 |
| 2.3.2. <i>O relatório Cadbury</i> | 23 |
| 2.3.3. <i>Os princípios da OCDE</i> | 25 |
| 2.4. Relatório oficial da OCDE para América Latina | 27 |
| 2.4.1. <i>Privatizações</i> | 27 |
| 2.4.2. <i>Concentração patrimonial</i> | 27 |
| 2.4.3. <i>Grandes grupos</i> | 28 |
| 2.4.4. <i>Reestruturação dos sistemas financeiros</i> | 28 |
| 2.4.5. <i>Regionalização e internacionalização</i> | 29 |
| 2.4.6. <i>Limitação dos mercados de capitais</i> | 29 |
| 2.4.7. <i>Fundos de pensão e de investimentos</i> | 29 |

| | |
|--|-----------|
| 2.4.8. <i>Tradições jurídicas</i> | 29 |
| 2.5. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa | 30 |
| 2.5.1. <i>Propriedade</i> | 31 |
| 2.5.2. <i>Conselho de administração</i> | 32 |
| 2.5.3. <i>Gestão</i> | 33 |
| 2.5.4. <i>Auditoria independente</i> | 33 |
| 2.5.5. <i>Conselho fiscal</i> | 34 |
| 2.5.6. <i>Conduta</i> | 34 |
| 2.6. Mercado de Capitais – BMFBovespa..... | 35 |
| 2.6.1. <i>Nível 1 de Governança Corporativa</i> | 36 |
| 2.6.2. <i>Nível 2 de Governança Corporativa</i> | 37 |
| 2.6.3. <i>Novo Mercado</i> | 38 |
| 2.6.4. <i>Bovespa Mais</i> | 38 |
| 2.7. Considerações sobre o capítulo..... | 38 |
| | |
| 3. OUTRAS CARACTERÍSTICAS LIGADAS ÀS PRÁTICAS DIFERENCIADAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA | 39 |
| 3.1. <i>Estratégia</i> | 39 |
| 3.1.1. <i>Linhas do pensamento sobre estratégia organizacional</i> | 40 |
| 3.1.2. <i>Gestão estratégica</i> | 44 |
| 3.1.3. <i>Os problemas da implementação e gestão da estratégia empresarial</i> | 44 |
| 3.1.4. <i>As propostas de solução para os problemas de implementação da estratégia</i> | 46 |
| 3.2. <i>Dividendos</i> | 49 |
| 3.3. <i>Risco</i> | 50 |
| | |
| 4. INDICADORES DE DESEMPENHO | 52 |
| 4.1. Principais indicadores de desempenho | 53 |
| 4.1.1. <i>EBTIDA</i> | 53 |
| 4.1.2. <i>EVA</i> | 54 |
| 4.1.3. <i>ROA</i> | 55 |
| 4.1.4. <i>ROI</i> | 56 |
| 4.1.5. <i>ROE</i> | 56 |
| 4.2. Painéis de indicadores | 57 |
| 4.2.1. <i>Tableau de Bord</i> | 57 |

| | |
|---|------------|
| 4.2.2. <i>Balanced Scorecard</i> | 58 |
| 5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS | 60 |
| 5.1. Coleta de dados | 61 |
| 5.2. Escolha dos indicadores | 63 |
| 5.2.1. <i>Informações sobre práticas de governança</i> | 64 |
| 5.2.2. <i>Informações sobre estratégias</i> | 64 |
| 5.2.3. <i>Informações sobre o monitoramento da estratégia</i> | 64 |
| 5.2.4. <i>Informações quantitativas sobre metas</i> | 65 |
| 5.2.5. <i>Política de dividendos</i> | 65 |
| 5.2.6. <i>Segregação das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente ..</i> | 65 |
| 5.2.7. <i>Conselheiros suplentes</i> | 66 |
| 5.2.8. <i>Conselheiros independentes</i> | 66 |
| 5.2.9. <i>Comitê de Auditoria</i> | 66 |
| 5.2.10. <i>Conselho Fiscal</i> | 67 |
| 5.2.11. <i>Código de conduta</i> | 67 |
| 5.2.12. <i>Fatores de Risco</i> | 67 |
| 5.2.13. <i>Nível de Ações em Circulação</i> | 68 |
| 5.2.14. <i>Concentração Patrimonial</i> | 68 |
| 5.3. Índice de Práticas de Governança Corporativa Diferenciadas | 68 |
| | |
| 6. CONSTATAÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADAS..... | 70 |
| 6.1. <i>Resultados obtidos</i> | 70 |
| 6.2. <i>Classificação das empresas</i> | 76 |
| 6.3. <i>Avaliação de desempenho</i> | 81 |
| 6.4. <i>Avaliação da relação entre utilização de práticas diferenciadas e desempenho obtido</i> | 87 |
| | |
| CONSIDERAÇÕES FINAIS | 101 |
| | |
| BIBLIOGRAFIA | 104 |
| | |
| ANEXOS | 108 |

LISTAS DE TABELAS

| | | |
|------------|--|----|
| TABELA 1. | Compilação de Publicações sobre Governança Corporativa | 02 |
| TABELA 2. | Relação das empresas participantes do estudo | 61 |
| TABELA 3. | Questões para criação do índice de práticas de governança corporativas diferenciadas | 69 |
| TABELA 4. | Conceituação das empresas pesquisadas | 69 |
| TABELA 5. | Ferramentas de monitoramento de estratégias utilizadas | 71 |
| TABELA 6. | Tamanho do Conselho | 73 |
| TABELA 7. | Classificação das empresas por nível de ações em circulação | 74 |
| TABELA 8. | Classificação das empresas pelo índice de práticas de governança corporativa diferenciadas | 77 |
| TABELA 9. | Empresas com maior índice de práticas de governança corporativa diferenciadas | 81 |
| TABELA 10. | Classificação das empresas pela média da Margem EBITDA | 84 |
| TABELA 11. | Agrupamento das empresas pelo nível de práticas de governança corporativa diferenciadas | 88 |
| TABELA 12. | Agrupamento das empresas pelo critério da tabela 4 | 89 |
| TABELA 13. | Nova conceituação das empresas | 89 |
| TABELA 14. | Reenquadramento das empresas pelo critério da tabela 13 | 90 |
| TABELA 15. | classificação das empresas pela média do ROA | 93 |
| TABELA 16. | Agrupamento das empresas pelo nível de práticas de governança corporativa diferenciadas | 93 |
| TABELA 17. | Reenquadramento das empresas pelo critério da tabela 13 | 94 |
| TABELA 18. | Classificação das empresas pela média do ROE | |
| TABELA 19. | Agrupamento das empresas pelo nível de práticas de governança corporativa diferenciadas | 96 |
| TABELA 20. | Reenquadramento das empresas pelo critério da tabela 13 | 96 |
| TABELA 21. | Reenquadramento das empresas pela classificação setorial da BMFBovespa..... | 96 |
| TABELA 22. | Agrupamento das empresas pelo nível de práticas de governança corporativa diferenciadas | 99 |
| TABELA 23. | Reenquadramento das empresas pelo critério da tabela 13..... | 99 |

| | |
|---|-----|
| TABELA 24. Reenquadramento das empresas pela classificação setorial da BMFBovespa..... | 100 |
|---|-----|

LISTAS DE FIGURAS

| | |
|--|----|
| Figura 1 – Relações de agências | 14 |
| Figura 2 – Equilíbrio dos interesses dos <i>stakeholders</i> | 18 |
| Figura 3 – Forças que impulsionaram a Governança Corporativa | 20 |
| Figura 4 – A empresa na visão de Monks e Minow | 20 |
| Figura 5 – Sistema de governança corporativa..... | 31 |
| Figura 6 - Papel do conselho de administração | 32 |
| Figura 7 – Forças que dirigem a concorrência na indústria | 41 |
| Figura 8 – Contexto para formulação da estratégia | 43 |
| Figura 9 – Fórmula de cálculo do ROA | 55 |

1. INTRODUÇÃO

1.1. Contextualização

O ambiente no mundo dos negócios vem se tornando cada vez mais complexo. Fatores como globalização e incremento de tecnologias tornam o desafio de gerir uma empresa um trabalho árduo. Além disso, o gestor deve prestar contas de suas ações aos detentores do capital, que estão pulverizados, tornando mais difícil uma relação que já era complicada.

Para agravar a situação, com o aumento do tamanho e da relevância das empresas para as economias, outros agentes como o governo e a própria comunidade demandam as empresas com seus interesses.

Como consequência, na tentativa de conciliar estes interesses, por muitas vezes conflitantes, surgiram as práticas de governança corporativa. Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009, p. 19), governança corporativa é: “o sistema pelo qual as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria e órgãos de controle. As boas práticas de Governança Corporativa convertem princípios em recomendações objetivas, alinhando interesses com a finalidade de preservar e otimizar o valor da organização, facilitando seu acesso a recursos e contribuindo para sua longevidade”.

De maneira resumida, governança corporativa representa o conjunto de práticas que pretendem, por meio de princípios como transparência e respeito aos diversos interessados na situação da empresa, minimizar o conflito de interesses derivado de uma relação de agência.

A governança corporativa é um conceito recente desenvolvido no final do século passado e com grande abrangência, o que torna difícil de sintetizar o conceito, apesar de sua grande aceitação no ambiente empresarial.

Para ilustrar a amplitude do tema governança corporativa, Silva e Leal (2007, p. 3-16) indicam vários aspectos de pesquisa onde é possível verificar algumas possibilidades de aplicação do conceito, de acordo com a tabela 1:

TABELA 1. Compilação de Publicações sobre Governança Corporativa

| Ano | Tema | Autores |
|------|---|-------------------------------------|
| 2004 | Investidores Institucionais no Brasil | Lustosa e Leal |
| 2004 | Estrutura de propriedade no Brasil | Leal e Carvalho da Silva |
| 2004 | Índice de Governança corporativa e valor da firma | Leal e Carvalho da Silva |
| 2003 | Questões internacionais de Governança corporativa | Denis e McConnell |
| 2003 | Papel dos investidores internacionais | Gillan e Starks |
| 2003 | Conselho de Administração | Hermalin e Weisbach |
| 2003 | Mecanismos de Governança corporativa nos Estados Unidos | Aldrichi |
| 2003 | Pesquisa de finanças corporativa no Brasil com ênfase em Governança corporativa | Leal e Saito |
| 2003 | Revisão de literatura nos Estados Unidos e outros mercados internacionais | Hermalin e Weisbach |
| 2003 | Impacto da estrutura do Conselho de Administração no valor da firma | Da Silveira, Barros e Fama |
| 2003 | Práticas de Governança corporativa no Brasil | IBGC |
| 2002 | Governança corporativa e controle | Becht, Bolton e Roell |
| 2002 | Governança corporativa na Ásia | Claessens e Fan |
| 2002 | Práticas de Governança corporativa no Brasil | Carvalho |
| 2002 | Práticas de Conselho de Administração no Brasil | Leal e Oliveira |
| 2002 | Estrutura de propriedade no Brasil | Leal, Carvalho da Silva e Valadares |
| 2001 | Composição do Conselho de Administração no Brasil | Dutra e Saito |
| 2000 | Evolução do mercado de capitais no Brasil | Carvalho |
| 2000 | Revisão do código de Governança corporativa do IBGC | Hallqvist |
| 2000 | Reformas de Governança corporativa no Brasil | Claessens, Klingebiel e Lubrano |
| 1998 | Conselho de Administração | John e Senbet |
| 1997 | Pesquisa sobre Governança corporativa | Shleifer e Vishny |
| 1988 | Estrutura de propriedade | Morck, Shleifer e Vishny |
| 1976 | Estrutura de propriedade | Jensen e Meckling |

Fonte: Adaptado de Silva e Leal (2007)

Como destaca Silveira (2005, p. 30): “a governança corporativa é uma ampla área de pesquisa envolvendo finanças, economia e direito”.

A governança corporativa pode ser estudada sob vários pontos de vista, alterando-se de acordo com sua prática em diversos países no que se refere ao impacto da estrutura de propriedade sobre o desempenho da empresa, ao papel do Conselho de Administração e à ligação entre o mercado de capitais e a governança corporativa.

1.2. Definição do problema

O nível de complexidade no mundo atual é muito alto. No mundo dos negócios, vislumbramos contrastes cada vez mais rápidos entre períodos de expansão da economia mundial e crises apontadas como bolhas. A economia brasileira acompanha essas oscilações e observa um crescimento intenso de vários setores, o que leva a um aumento de demanda por mais profissionais, especialmente profissionais mais qualificados.

Atentas às necessidades do mercado, as instituições se preocupam com conceitos de governança corporativa como transparência e respeito, além de sustentabilidade e balanço social, utilizando uma visão estratégica para atender os diversos interessados na situação da empresa.

A governança corporativa é um conceito que visa melhorar as relações entre os detentores do capital e os gestores da empresa por meio de diversas práticas de transparência e respeito a todos os grupos interessados no desempenho da empresa.

Existem diversos órgãos interessados em promover o conceito de governança corporativa como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa e a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, que fazem suas recomendações sobre o que consideram como boas práticas de governança corporativa.

As empresas adotam as práticas de governança corporativa de maneira voluntária, como forma de sinalizar aos interessados os seus compromissos com princípios como transparência, prestação de contas, respeito e justiça; entretanto, a manutenção desses princípios implica diversos custos com remuneração de conselheiros, área de relação com investidores, divulgação de informações estratégicas que podem ser utilizadas por concorrentes.

Pela estrutura das empresas e do mercado, a busca por boas práticas de governança corporativa deverá fazer parte do cotidiano das empresas como uma ferramenta para melhorar sua gestão. Para tanto se faz necessário uma participação mais ativa dos acionistas, por meio do conselho de administração e utilizando órgãos de controle como Comitê de Auditoria e Conselho Fiscal, com o intuito de fiscalizar as ações dos gestores.

A melhoria na gestão da empresa e nas relações com os interessados deve trazer benefícios em termos de desempenho das empresas, que pode ser mensurado por meio de diversos indicadores financeiros.

Compreendendo a importância do tema, com as empresas buscando adequar suas ações aos preceitos de governança corporativa, é possível formular a seguinte questão de pesquisa: a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa afeta o desempenho da empresa?

1.3. Objetivos da pesquisa

O objetivo geral é demonstrar o estágio atual da governança corporativa no Brasil confrontando as empresas consideradas como as melhores em práticas de governança corporativa, que estão listadas no Novo Mercado da BMFBovespa com as recomendações feitas por diversos órgãos interessados em promover o conceito de governança corporativa.

O propósito específico deste estudo é verificar se a adoção de um conceito de práticas diferenciadas de governança corporativa pode influir no desempenho da empresa e como este desempenho é afetado. Para a avaliação de desempenho serão utilizados indicadores compostos a partir das demonstrações financeiras de empresas como Margem EBITDA, ROA, ROI e ROE.

Como área de abrangência do teste, será utilizado um grupo de empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo que adotam conceitos de governança corporativa e atendem a diversos e rígidos quesitos de transparência e respeito aos acionistas e que se denomina Novo Mercado.

Dessa maneira, será possível combinar a teoria existente sobre o tema com a seleção e demonstração dos pontos mais relevantes, buscando através da interpretação das obras mais importantes sobre o tema a verificação em empresas reais, onde será possível validar e evidenciar os resultados, bem como as dificuldades e os limites de sua aplicação.

1.4. Justificativa do tema escolhido

As empresas procuram demonstrar cada vez mais transparência aos seus *stakeholders*. O conceito de governança corporativa, como forma de atrair mais investidores, se tornou uma realidade nas empresas de capital aberto. Na Bolsa de Valores de São Paulo – BMFBovespa, das 423 empresas listadas, 182 já aderiram a algum nível de governança. Como o conceito foi implantado na Bovespa em 2000, em apenas onze anos mais de 40% das empresas já participam e, das empresas que participam, mais de 120 estão no nível mais rígido de governança, o Novo Mercado.

Outra informação que demonstra não apenas a relevância do tema como a velocidade de sua aceitação é a proposição de Códigos de Governança Corporativa pelos países. Segundo Andrade e Rosseti (2006, p. 175-177), entre 1992 e 2005, 49 países haviam publicado seus próprios códigos, além de aproximadamente mais 60 países com os códigos em elaboração.

Outro ponto que merece destaque é a pouca literatura sobre a adoção de práticas de governança corporativa diferenciadas, fato que pode contribuir para o aprofundamento da discussão sobre as práticas de governança corporativa. Leal e Carvalhal da Silva (2004) apresentam em artigo uma proposta de Índice de Governança Corporativa combinado com o valor da firma e desempenho; entretanto, foram avaliadas as empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo sem a utilização dos níveis de diferenciados de negociação da BMFBovespa, o que levou a uma quantidade pequena (4%) de empresas consideradas pelos autores como empresas com boas práticas de governança. Além disso, no estudo citado foram colocadas questões que fazem parte da exigência do Novo Mercado da BMFBovespa, já o estudo proposto trata de práticas diferenciadas, ou seja, recomendações que vão além do exigido.

1.5. Procedimentos metodológicos

O procedimento metodológico a ser adotado é a pesquisa documental, com a utilização de documentos secundários disponibilizados pelos *websites* das próprias empresas listadas no Novo Mercado da BMFBovespa como demonstrações financeiras, relatórios anuais das empresas, além da pesquisa bibliográfica, que visa fundamentar os princípios teóricos ligados à governança corporativa.

Dessa maneira, e como já referido anteriormente, será possível a combinação da teoria existente sobre o tema com a seleção e demonstração dos pontos mais relevantes, buscando através da interpretação das obras mais importantes sobre o tema a verificação em empresas reais, onde será possível validar e evidenciar os resultados, bem como as dificuldades e os limites de sua aplicação. A base para a pesquisa serão as empresas de capital aberto que compõem o Novo Mercado da BMFBovespa.

1.6. Estrutura do trabalho

Este estudo será apresentado em sete capítulos, sem levar em consideração os elementos pré e pós-textuais, como bibliografia.

O primeiro capítulo, caracterizado como introdução, será reservado para apresentar a motivação deste estudo, a justificativa pela escolha do tema e sua importância e a estrutura do trabalho.

O segundo capítulo será dedicado ao conceito de governança corporativa, com os fatores que propiciaram seu desenvolvimento, o conflito de agência, os principais marcos para consolidação do tema e sua evolução no Brasil.

O terceiro capítulo será utilizado para demonstrar outros aspectos ligados às práticas de governança corporativa diferenciadas e sua importância para a construção do modelo que servirá como base deste estudo.

O quarto capítulo será voltado para uma apresentação dos principais indicadores de desempenho, especialmente o EBITDA, que será utilizado neste estudo como ferramenta de avaliação do desempenho das empresas pesquisadas.

O quinto capítulo demonstrará os aspectos metodológicos deste trabalho.

O sexto apresentará a aplicação do modelo de práticas diferenciadas de governança corporativa nas empresas do Novo Mercado da BMFBovespa e demonstrará se existe ligação entre nível de práticas diferenciadas de governança corporativa e desempenho das empresas.

O sétimo capítulo será reservado para as considerações finais deste estudo onde, após a avaliação de todos os pontos teóricos e a aplicação em empresas reais, será respondida a questão de pesquisa apresentada no início deste trabalho, bem como serão apresentadas as limitações do mesmo.

Finalmente, reconhecendo as possibilidades quase inesgotáveis do tema e seus desdobramentos e aplicações, este estudo espera servir como base e fonte de pesquisa para outras abordagens em outros trabalhos sobre o assunto.

2. GOVERNANÇA CORPORATIVA

2.1. Fatores históricos

As mudanças no ambiente econômico, especialmente ocorridas no decorrer do século XX, estabeleceram diferenças claras entre propriedade e gestão. Com o aumento das corporações, a pulverização do capital e a ascendência dos executivos sobre os proprietários das empresas criaram uma nova forma de relação entre os detentores do capital e gestores profissionais deste capital.

Essa série de fatores tem origem no próprio desenvolvimento do sistema capitalista e por consequência do mundo corporativo. Andrade e Rossetti (2006, p. 31-58) destacam nove fatores determinantes nesse processo que serve como base para o desenvolvimento do capitalismo e do mundo corporativo:

2.1.1. *A ética calvinista*

Um dos pontos que permitiu a ascensão do capitalismo foi a mudança no pensamento religioso originada por Calvino, onde a atividade econômica e a busca de riqueza deixava de ser algo fútil e vil para se tornar algo virtuoso e que passa a estimular a economia de mercado, o que vem ao encontro de um período de crescimento da sociedade mercantil, impulsionada pelo Renascimento e pelo estabelecimento de colônias.

A mudança de mentalidade transforma uma grande barreira consolidada na Idade Média, que era a aversão ao ganho e à acumulação, em uma mola propulsora onde o trabalho e a riqueza por ele gerada se tornam medidas de valor espiritual. Além da mudança de visão, o emprego dos recursos excedentes em investimentos permitiu uma velocidade maior ao progresso daquele período.

2.1.2. *A doutrina liberal*

Outro ponto fundamental foi a substituição do Estado como principal agente na organização das forças produtivas, uma vez que este desempenhava um papel regulador e centralizador. Com as revoluções liberais, o Estado teve seu tamanho e funções reduzidos em

contrapartida à ascensão de princípios fundados na propriedade privada dos meios de produção, na liberdade de empreendimento e na livre concorrência, que possibilitaram as bases para a economia de mercado.

2.1.3. A revolução industrial

Praticamente em paralelo à revolução liberal, ocorreu a revolução industrial, que proporcionou a tecnologia para o desenvolvimento do sistema capitalista. A mudança na forma de produção proporcionou ainda um aumento de produtividade, diversidade de bens finais e oportunidades de investimento. Esta nova realidade demandou mudanças na organização do trabalho e melhorias de infraestrutura que, combinadas com a mudança no pensamento político e econômico, impulsionaram o novo sistema.

2.1.4. Tecnologias, novas escalas e produção em série

Além da utilização do vapor como fonte de energia, outras invenções da mesma época contribuíram para a mudança nas escalas, a produção em série e a diversificação da indústria. As invenções deste período foram muitas, interligando-se e complementando-se. A título de exemplo, podemos citar a aplicação do vapor em processos siderúrgicos. O aumento da produção derrubou o preço dos produtos e a melhoria da infraestrutura com o aumento de portos e da malha ferroviária suportou o aumento das escalas.

2.1.5. Ascensão do capital como fator de produção

A revolução industrial transformou o capital no principal fator de produção em substituição à terra. Para a produção dos novos bens como locomotivas, navios, automóveis, máquinas, o capital era mais importante que a terra, o que fez com que a aristocracia rural fosse substituída pelos empreendedores da indústria, além de outros fatores típicos do sistema capitalista como o aparecimento dos trabalhadores assalariados, a formação de cartéis, a primeira onda de fusões e aquisições e a regulação das relações econômicas e do direito de propriedade que permitiu a formação das sociedades anônimas.

2.1.6. O sistema de sociedade anônima

O sistema de sociedade anônima foi fundamental para o desenvolvimento do sistema capitalista, de forma que os empresários que possuíam o talento para invenção se associaram a empreendedores para viabilizar seus produtos ou empresas. O setor público também se utilizou do expediente para a construção de pontes, canais, sistemas portuários, abastecimento de água com a criação de companhias semipúblicas de capital aberto.

A crescente e acelerada importância do mercado de capitais culminou nas seguintes questões: a segurança dos investidores, a efervescência do mercado de capitais e o risco de quebra da economia.

2.1.7. O crash de 1929-33

O sistema capitalista, com seus fatores determinantes descritos, levou a economia dos Estados Unidos a se tornar, no início do século XX, a principal economia do mundo até o *crash* de 1929-33 que derrubou não somente a economia norte-americana como as principais economias ocidentais, o que demonstrou a necessidade de modelagem da nova economia capitalista. As principais causas do *crash* foram:

- ✓ Insuficiência da demanda agregada.
- ✓ Não transferência para os salários dos ganhos de produtividade do fator trabalho.
- ✓ Excessiva e crescente concentração de renda.
- ✓ Excesso de poupança aplicada em papéis, sem a correspondente expansão dos investimentos em ativos reais produtivos.
- ✓ Febre especulativa, enriquecimento rápido e fácil, descolado do crescimento patrimonial real.
- ✓ Perda da prudência dos principais agentes do mercado.

Keynes (2010), que havia alertado para os riscos do modelo capitalista anterior ao *crash*, passou a influenciar a redefinição das bases de operação do modelo capitalista com as seguintes mudanças:

- ✓ O fim do *laissez-faire*, ou seja, a economia não opera sempre a pleno emprego, de maneira autônoma e com mercado autoajustável.
- ✓ O papel do Estado como agente regulador da demanda agregada, especialmente em situações de recessão e desemprego, e guardião dos objetivos centrais da

macroeconomia: alta expansão do Produto Nacional Bruto, estabilidade de preços, equilíbrio do setor externo e satisfatória distribuição da renda e da riqueza.

- ✓ A definição de regras para as corporações, com ênfase na preservação da concorrência, e a atuação do Estado como agente empresarial para desenvolvimento de interesse público como infraestrutura.

2.1.8. O desenvolvimento da ciência da administração

A evolução da administração como ciência torna possível a melhora de gestão das corporações e, conseqüentemente, torna o próprio sistema capitalista mais efetivo, como um componente de círculo virtuoso: o desenvolvimento do sistema capitalista permite a evolução das corporações, que utilizando as ferramentas de gestão, decorrentes da evolução da administração, fortalecem o próprio sistema capitalista.

As principais abordagens desta ciência foram:

- ✓ **Escola clássica:** métodos, especialização, eficiência, departamentalização, burocracia.
- ✓ **Escola humana e comportamental:** cultura e clima organizacional, fatores motivacionais.
- ✓ **Abordagem sistêmica e administração estratégica:** sistemas, visão futura, vantagens competitivas.
- ✓ **Práticas japonesas:** qualidade total, competitividade, redução de custos.

O desenvolvimento da administração leva ao surgimento de gestores profissionais que, com a separação entre propriedade e controle e a complexidade das organizações, se tornam agentes cada vez mais imprescindíveis às organizações.

2.1.9. O gigantismo das corporações e o divórcio propriedade-gestão

Como decorrência da evolução do sistema capitalista e do aperfeiçoamento das técnicas de gestão, as corporações passam por uma grande fase expansionista motivadas por uma série de fatores:

- ✓ **Avanços tecnológicos:** as ondas de inovações que geram o desenvolvimento de novas indústrias e o aumento da diversidade de produtos.

- ✓ **Expansão demográfica:** o crescimento demográfico acompanhado da expansão de renda e de mudanças de qualitativas nos hábitos, o que proporcionou o crescimento do mercado.
- ✓ **Aburguesamento da sociedade:** o surgimento de uma grande classe média, que modificou os mercados, especialmente os mercados de trabalho e os mercados financeiros.
- ✓ **Grandes escalas e produção em série:** a redução de custos e preços, ampliando o mercado consumidor para as classes mais baixas.
- ✓ **Evolução do mercado de capitais:** permitiu a canalização da poupança para o financiamento de projetos e a estabilização deste mercado, bem como encorajou a emissão primária de ações de várias empresas.
- ✓ **Proliferação de pequenos negócios:** como um efeito multiplicador na economia surgem diversos pequenos negócios que funcionam como uma extensão das grandes companhias.
- ✓ **Investimentos públicos:** a melhoria de infraestrutura permitiu a instalação e o escoamento da produção de diversas companhias.
- ✓ **Transnacionalização das companhias:** com o aumento de produtividade, as empresas começam a procurar novos mercados, além de suas fronteiras.
- ✓ **Fusões e aquisições:** possibilitou a consolidação de diversos setores, permitindo a viabilização de grandes investimentos, além de aumentarem a importância das empresas.

Berle e Means (2007, p. 28-46) demonstram que por um lado houve o processo de concentração de poder econômico com o desenvolvimento de grandes corporações, por exemplo, na Bolsa de Nova Iorque apenas 130 das 573 empresas representavam mais de oitenta por cento dos ativos das empresas listadas em 1929.

Paralelamente, ocorreu o processo de dispersão do capital de controle das companhias, ocasionado pela forma de financiamento destas grandes empresas, por meio de sociedades anônimas e emissões de capital, ao que se soma os processos sucessórios desencadeados pelas mortes dos fundadores das companhias, bem como por fusões e aquisições que ampliaram o número de acionistas, ao mesmo tempo em que diminuíram a participação de cada um no capital total.

Berle e Means (2007, p. 47-65) demonstram que em menos de trinta anos, entre 1900 e 1928, o número de acionistas passou de quatro para dezoito milhões e, ao mesmo tempo em

que o número de acionistas aumentava, a participação de cada um no controle total da empresa diminuía, pulverizando o controle.

Além destes fatores com o aumento de investidores e o processo de diversificação de carteiras, o mercado secundário de capitais tornou mais volátil a figura do proprietário do capital e criou os chamados proprietários passivos, e este processo de grandes corporações com pulverização de controle estabeleceu o divórcio entre propriedade e controle.

Para Berle e Means (2007, p. 304-305), esses proprietários passivos, apesar de detentores do capital, possuem pouco poder sobre a administração da empresa, com o controle da empresa passando cada vez mais aos gestores da mesma.

Outro fator decorrente é a despersonalização da empresa com a saída ou perda de influência dos fundadores desta e por extensão dos valores estabelecidos por ele. Este fato também é observado por Hitt, Ireland e Hoskisson (2008, p. 278) que afirmam que as empresas americanas tradicionalmente eram administradas pelos fundadores e seus descendentes e esse controle foi transferido aos altos gerentes, enquanto a propriedade foi se dispersando entre milhares de acionistas desorganizados, que se tornaram, assim, proprietários passivos da empresa.

Estes proprietários passivos passam a ter outros interesses em relação à companhia: o usufruto de dividendos, o aumento de valor de mercado da companhia e, na venda ou liquidação da companhia, a preocupação em receber o valor por suas ações.

Como esses proprietários passivos não conseguem interferir na gestão, em caso de discordância com os rumos da gestão, a alternativa é a venda das ações, que precisam ter liquidez, ferindo, dessa forma, um dos conceitos clássicos da empresa, que é a maximização de retorno ao acionista.

Sem os sócios fundadores e com capital pulverizado, as companhias observam uma mudança na forma de organização da empresa com a ascendência dos executivos profissionais e conseqüentemente a divergência entre os interesses destes executivos e dos acionistas, chamado de conflito de agência.

2.2. O conflito de agência e governança corporativa

Essas novas relações levaram a novos dilemas, ou seja, os detentores do capital, em função da complexidade dos negócios, passaram a delegar o controle de suas operações para executivos profissionais, porém os interesses destes executivos seriam os mesmos dos

proprietários da empresa? O estudo desta questão ficou conhecido como conflito de agência, onde o agente, apesar de representar os interesses de seu contratante, também conhecido como principal, possui interesses próprios e por vezes conflitantes com o principal.

A transformação das companhias e a pulverização do capital, combinadas com a evolução da administração e o surgimento dos executivos profissionais, estabeleceram uma relação de agência que, segundo Jensen (2000, p. 136-149), fez os acionistas outorgarem aos gestores recursos para serem capitalizados em troca de uma remuneração pelos serviços, conforme observado na figura 1.

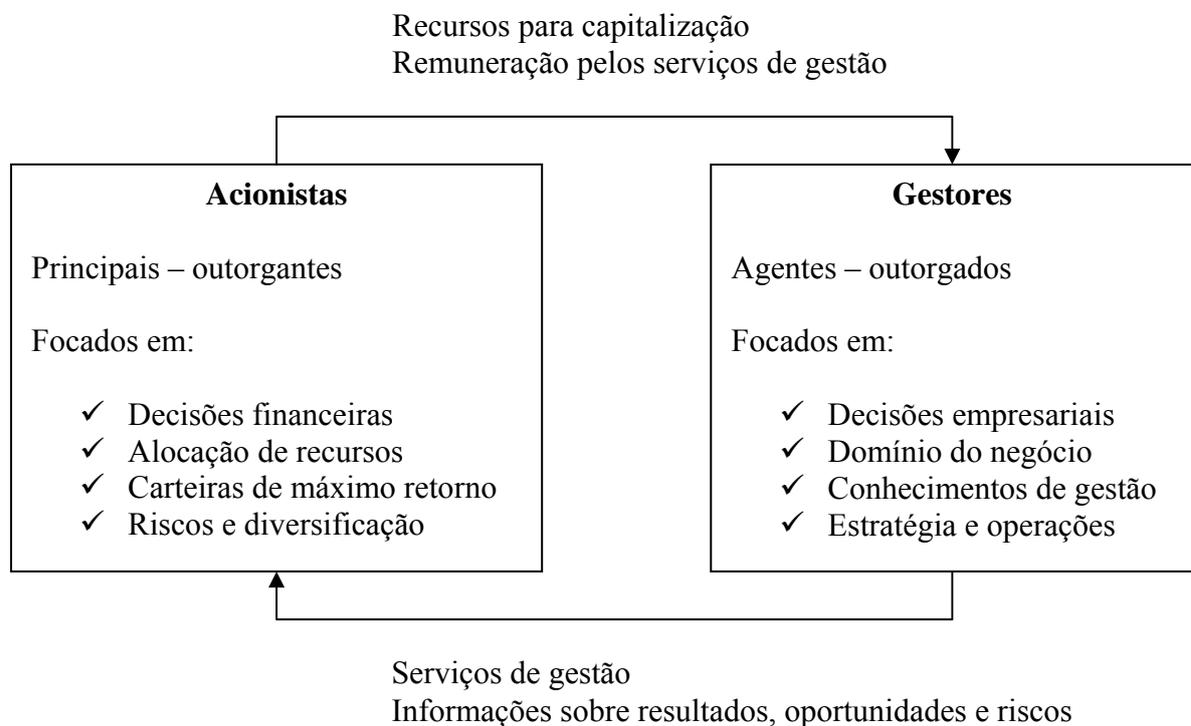


Figura 1 – Relações de agências
Fonte: Adaptado de Andrade e Rosseti (2006)

Dessa forma, cada grupo tomará decisões que maximizem seus próprios interesses, ou seja, existe uma busca por resultados máximos fundamentada em propósitos imperfeitamente simétricos, que levará ao conflito de agência.

Os conflitos de agência podem ser minimizados, porém dificilmente serão evitados por duas razões: a inexistência do contrato completo e a inexistência do agente perfeito.

Segundo Andrade e Rossetti (2006, p. 86-87), a inexistência do contrato completo, também conhecido por axioma de Klein, ressalta que as próprias características dos ambientes de negócios, cada vez mais imprevisíveis, tornam impossível a abrangência de todas as

contingências e respostas a essas contingências. Já a inexistência do agente perfeito, também conhecido por axioma de Jensen e Meckling, afirma que por mais que existam contratos e situações hierárquicas previamente definidas, o ser humano sempre procurará maximizar a função utilidade de seus próprios interesses.

A combinação dos dois axiomas demonstra a razão para a deterioração da relação de agência. Devido à estrutura de propriedade da empresa, não é possível para os acionistas administrarem-na sem os agentes, porém estes agentes têm interesses próprios que serão maximizados à custa dos acionistas, que não conseguem impedir este processo em função da imprevisibilidade do próprio negócio.

Rappaport (1998, p. 3) afirma ser importante reconhecer que os objetivos dos gestores (agentes) são diferentes dos objetivos dos acionistas (principais) e que os gestores atuarão na defesa de seus próprios interesses; contudo, existem fatores que devem ser utilizados pela empresa para que os gestores adotem uma postura mais orientada para a defesa dos interesses dos acionistas.

Machado Filho (2006, p. 81) aponta a assimetria da informação como um agravante nas relações de agência, pois contribui para o aumento no desalinhamento entre os interesses dos principais e os dos agentes.

Ainda em Andrade e Rossetti (2006, p. 92) são destacados quatro aspectos da gestão que demonstram claramente os conflitos de agência:

1. **Autobenefícios em escalas exageradas:** os executivos passam a gerar resultados excelentes no curto prazo e atrelar a estas remunerações e bônus, mesmo que tais resultados não sejam sustentáveis a longo prazo. Além disso, os resultados podem ocorrer por situações que saiam do controle do executivo como períodos de expansão da economia.
2. **Gestão mais focada no curto prazo:** a utilização de estratégias defensivas visando à proteção do capital e do emprego ao invés de buscar alternativas de investimento que maximizariam o lucro do acionista.
3. **Diretrizes impactantes não consensadas:** os gestores determinam quais diretrizes estratégicas serão utilizadas sem entrar em consenso com os acionistas.
4. **Manipulação de resultados:** prática crescente para justificar a tomada de algumas decisões que no futuro resultarão em situações desastrosas para as empresas. Não foram poucos casos de empresas que quebraram ao mesmo tempo em que seus executivos enriqueciam. Hitt, Ireland e Hoskisson (2008, p. 287) destacam que

empresas como Enron, WorldCom, Adelphia e Tyco foram exemplos de grandes empresas que quebraram por ações fraudulentas de seus executivos.

Além dos conflitos de agência estabelecidos entre administradores e gestores, existe outro conflito entre acionistas minoritários e majoritários no qual os acionistas minoritários não se sentem representados pelos majoritários e inclusive se consideram expropriados por eles. Como destaca Silva (2005, p. 20), este tipo de conflito de agência ocorre de maneira mais frequente em lugares onde a propriedade é mais concentrada, como nos países da Europa Continental, Japão, Coreia e América Latina.

Mesmo quando existiam conselhos de administração para representar os acionistas, frequentemente, tais conselhos eram acusados de não agir em favor dos acionistas, atuando de maneira *pro forma* e sem critérios na escolha de conselheiros, que permaneciam com mandatos irremovíveis mesmo sem o devido mérito e competência.

Como uma espécie de reação ao processo de degradação da relação de agência, surge o conceito de governança corporativa, baseado na retomada do controle do negócio por parte dos acionistas e a subordinação das decisões dos gestores ao principal objetivo da empresa, que é a geração de retorno aos proprietários ou, conforme definição de Hitt, Ireland e Hoskisson (2008, p. 276), “governança corporativa é o conjunto de estratégias utilizadas para administrar a relação entre os acionistas, que é utilizado para determinar e controlar a direção estratégica e o desempenho das organizações”.

De uma maneira mais direta o *Cadbury Committee* (1992, p. 14) define governança corporativa como “o sistema pelo qual as companhias são dirigidas e controladas”.

Para Lodi (2000, p. 9), “governança corporativa é um novo nome para o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderado pelo Conselho de Administração”.

Para Silva (2005, p. 17), “a governança corporativa pode ser definida como um sistema de práticas visando minimizar os conflitos de interesse entre os agentes da companhia, e, conseqüentemente, reduzir o custo de capital e aumentar o valor da empresa”.

Com o aumento na importância das organizações e o nível de interação entre elas, a relação de agência não pode se resumir somente à ligação entre proprietários e gestores. Dessa maneira, a governança corporativa deve atender todas as interfaces com os diversos agentes passíveis de demandas ou direitos em relação às organizações que podem ser definidos como *stakeholders*.

Monks e Minow (2004, p. 9) afirmam que “a empresa deve se relacionar com uma grande variedade de componentes, incluindo seus executivos, gestores, empregados,

acionistas, clientes, credores e fornecedores, bem como membros da comunidade e o governo”.

Hitt, Ireland e Hoskisson (2008, p. 19) definem *stakeholders* como “pessoas e/ou grupos que podem afetar e são afetados pelos resultados estratégicos obtidos e que tem reivindicações aplicáveis no tocante ao desempenho da empresa”.

Machado Filho (2006, p. 3) define *stakeholders* como “agentes que – direta ou indiretamente - afetam a empresa ou são por ela afetados”.

Andrade e Rosseti (2006, p. 108-113) classificam os *stakeholders* em quatro categorias distintas de acordo com sua ligação com a organização e, conseqüentemente, seus interesses e riscos que foram assumidos por cada um dos grupos:

- ✓ *Shareholders*: são os proprietários e investidores da empresa, buscam ganhos por meio da maximização do valor da empresa e o respectivo recebimento de dividendos ao longo do tempo.
- ✓ Internos: aqueles efetivamente ligados ao processo de geração e monitoramento de resultados, como conselho de administração, direção executiva e demais empregados; recebem remuneração fixa ou variável e também tem interesse em reconhecimento e oportunidades.
- ✓ Externos: aqueles integrados à cadeia de negócios, como fornecedores e clientes, que esperam regularidade, preços justos e confiabilidade.
- ✓ Entorno: a comunidade de maneira geral e governos, que procuram a geração de empregos e o desenvolvimento econômico de maneira sustentável.

O equilíbrio entre os interesses dos *stakeholders* é a base para a governança corporativa. Conforme destacam Monks e Minow (2004, p. 49): “executivos que falham ao considerar os interesses de clientes, empregados, fornecedores e comunidade, falham em suas obrigações com os acionistas; a empresa que negligenciar estes interesses certamente declinará”.

Rappaport (1998, p. 11) destaca que existe uma relação de interdependência entre os acionistas e os demais *stakeholders* e, em virtude desta relação, se torna imperativo uma parceira para criação de valor.

Dessa maneira, a empresa deve buscar o máximo de retorno para suas ações, recompensando os empregados pelo resultado obtido, desenvolvendo fornecedores e entregando produtos de qualidade a preços justos, bem como movimentando a economia local com geração de empregos e a arrecadação de impostos, utilizando adequadamente os recursos

naturais, em um círculo virtuoso que beneficia a todos os interessados e permite um novo salto empreendedor. Este círculo está representado adiante pela figura 2.

O sistema de governança corporativa funciona como uma corrente. O rompimento de um dos elos inviabiliza o pleno funcionamento. Quando a empresa não remunera seus empregados de maneira atrativa, eles buscarão oportunidades em outras empresas; sem profissionais capacitados, a empresa não consegue gerar o máximo de valor aos seus acionistas que, por sua vez, perdem o interesse em investir na empresa; ocorre, então, a perda de empregos e a diminuição da arrecadação de tributos.

Para seu correto funcionamento, a governança corporativa possui quatro pilares básicos, conforme propõe Andrade e Rosseti (2006, p. 140):



Figura 2 – Equilíbrio dos interesses dos stakeholders
Fonte: Autor

Fairness: senso de justiça, tratamento igual aos acionistas e respeito aos grupos minoritários.

Disclosure: transparência das informações, especialmente as informações relevantes em relação ao impacto nos negócios e que envolvem resultados, oportunidades e riscos.

Accountability: prestação de contas dos recursos utilizados pelas organizações, fundamentada pelas melhores práticas contábeis e de auditoria.

Compliance: conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas em diversos níveis, estatutários ou legais.

2.3. A disseminação da governança corporativa

A combinação do novo papel das corporações com diversos conflitos de agências resulta na necessidade de novas soluções e a ascensão da governança corporativa, que é um conceito multidimensional, profundo e permanente, que rapidamente tornou-se parte do cotidiano das organizações. Três grandes marcos históricos ajudam a entender como um conceito recente, surgido na década de 90, modificou de forma definitiva a relação entre a organização e seus *stakeholders*: o ativismo de Robert Monks, o relatório Cadbury e os princípios da OCDE.

Na visão de Oliveira (2006, p. 13), a governança corporativa está apoiada no tripé da criação do fundo Lens (Monks), no relatório Cadbury e pelos princípios da OCDE.

Quando se avaliam os três marcos de maneira conjunta, é possível perceber o motivo de eles serem tão importantes: enquanto Monks destaca fundamentalmente o papel do acionista, o relatório Cadbury enfatiza a atuação do conselho de administração e os princípios da OCDE utilizam a governança corporativa como instrumento para desenvolvimento das empresas, que servirá como base para o desenvolvimento das nações. Essas forças pressionam os gestores e a resposta a este processo é a governança corporativa. A figura 3 demonstra a importância dos marcos para a disseminação da governança corporativa:

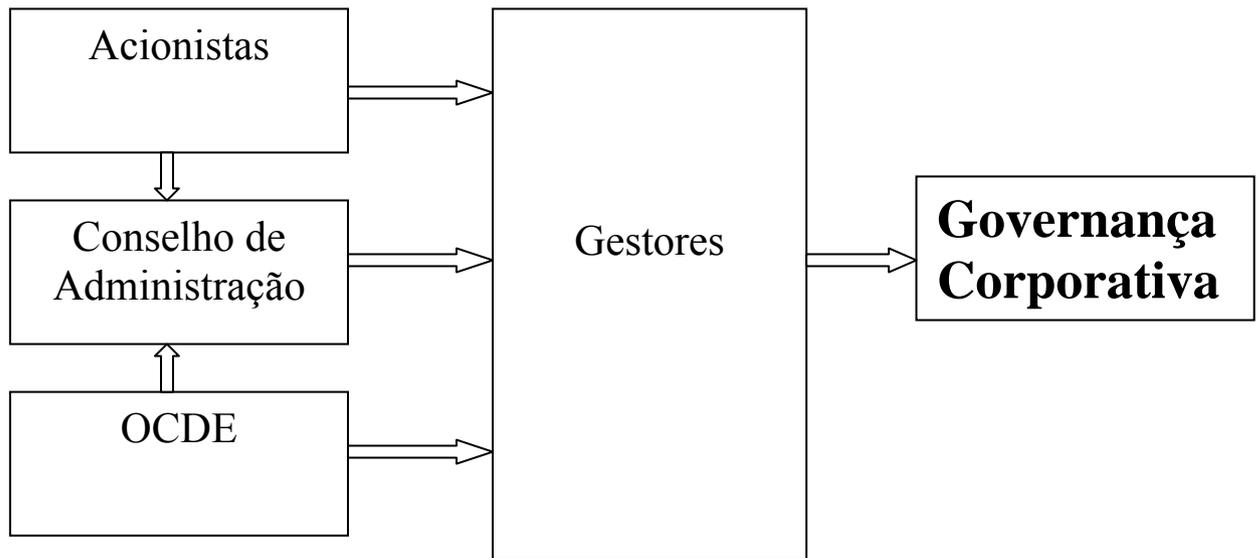


Figura 3 – Forças que impulsionaram a Governança Corporativa
Fonte: Autor

2.3.1. O ativismo de Robert Monks

Robert Monks pode ser considerado o pai da governança corporativa. A partir da visão de que empresas onde os acionistas monitoram a organização gera mais valor em relação às empresas que não possuem este monitoramento, ele escreveu diversos livros sobre o assunto, com especial destaque para *Corporate Governance*, de 1995, escrito em conjunto com Nell Minow, uma espécie de manual para a prática da governança corporativa.

Monks e Minow (2004) fundamentam a empresa em três partes: acionistas, conselho de administração e gestão, conceituando o papel de cada um e a forma de relacionamento entre si, gerando a boa governança corporativa. Esse mecanismo pode ser visualizado na figura 4.

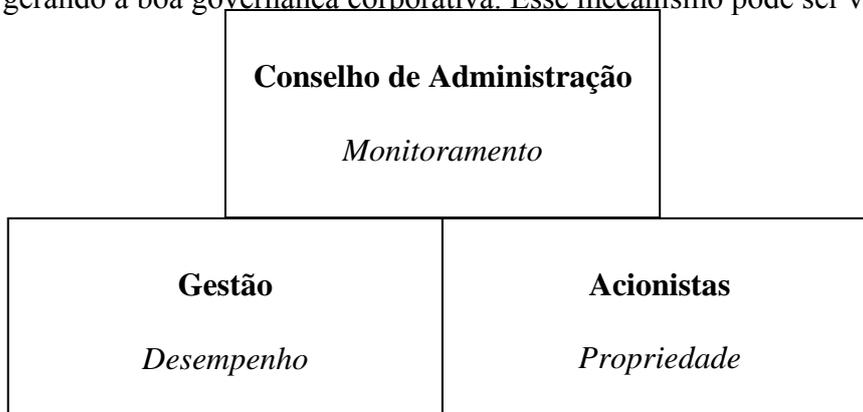


Figura 4 - A empresa na visão de Monks e Minow
Fonte: Adaptado de Monks e Minow (2004)

Acionistas: como detentores do capital, esperam participar dos lucros da empresa sem a necessidade de assumir a operação da empresa. Monks e Minow (2004, p. 98-187), cientes do divórcio entre propriedade e gestão, da dispersão de capital e do conflito de agência, cobram uma postura mais ativa por parte dos acionistas, especialmente os grandes acionistas como fundos de pensão, pressionando os gestores por melhores resultados, através do Conselho de Administração.

Gestores: assumem o comando da operação sem a necessidade de prover de maneira pessoal os recursos para a manutenção da empresa e, desta forma, está estabelecida a clássica relação de agência. Monks e Minow (2004, p. 254-292) demonstram a preocupação com os grandes poderes dados aos executivos, que em função do abuso destes poderes, derrubaram grandes empresas norte-americanas como Enron, Tyco, Global Crossing, Qwest, Aldephia e WorldCom. A questão do alinhamento entre os interesses dos executivos e dos acionistas passa pela remuneração destes executivos e por como atrelar a remuneração dos executivos ao desempenho da empresa.

Conselho de administração: deve funcionar como um intermediário desta relação monitorando o desempenho dos gestores na defesa dos interesses dos proprietários. Monks e Minow (2004, p. 245) destacam as principais atribuições do conselho de administração:

- ✓ Planejamento da mão de obra;
- ✓ Planejamento estratégico;
- ✓ Alocação de capital;
- ✓ Definição de objetivos de longo prazo;
- ✓ Escolha dos executivos;
- ✓ Definição da filosofia da empresa;
- ✓ Aprovação, avaliação e revisão de planos e resultados.

Para que o conselho cumpra de maneira adequada estas atribuições, Monks e Minow (2004, p. 239-247) fazem as seguintes recomendações:

1. Melhorar a remuneração do conselho, atrelando a remuneração ao desempenho, por meio de ações ou opção de ações.
2. Aumentar a autoridade dos conselheiros independentes, com o aumento de participação destes nos conselhos de administração.
3. A criação de um mercado de conselheiros independentes, profissionais especializados que atenderiam diversas empresas.
4. O *CEO* da empresa não deve acumular a função de presidente do conselho de administração, desta maneira o conselho teria mais independência.

5. Criação de comitês de auditoria, para acompanhamento dos trabalhos de auditoria.
6. Avaliação do conselho de administração, avaliando o desempenho de cada conselheiro, dos comitês específicos e do conselho como um todo.
7. Reuniões regulares dos conselheiros independentes, sem a participação dos executivos da empresa.
8. Maior envolvimento no planejamento sucessório e no planejamento estratégico.
9. Garantir a independência dos conselheiros independentes, alinhando os interesses destes aos dos acionistas, inclusive tornando-os acionistas.
10. Envolvimento do governo federal.
11. Envolvimento dos acionistas.

Além da difusão de suas ideias por meio das publicações, Rosenberg (2000, p. 107-330) demonstra que Monks teve participação em diversas iniciativas que fortaleceram o processo de governança corporativa:

- ✓ **Importância dos fundos de pensão:** a crescente importância dos fundos de pensão nas empresas não era respaldada com a participação nos conselhos e assembleias e, por meio de uma passagem no governo americano, propôs que os administradores dos fundos de pensão fossem responsáveis pela maximização do valor das corporações em que têm participação. Rosenberg (2000, p. 123) cita duas afirmações de Monks que dão a ideia do papel dos fundos de pensão: “as únicas pessoas em condições de alterar o contrato que regula o funcionamento das empresas são os proprietários. E cada vez mais os proprietários são os fundos de pensões” e “se os fundos de pensão utilizassem o poder de sua propriedade, seriam capazes de forçar as empresas a considerar também os valores sociais, além dos resultados financeiros”.
- ✓ **Criação do *Institutional Shareholder Services*,** Rosenberg (2000, p. 151): empresa de consultoria para os investidores institucionais, que ganhou relevância com a obrigatoriedade do voto dos investidores institucionais americanos em 1988. A ISS devia acender no investidor o senso de propriedade para em seguida motivá-lo a se comportar como proprietário.
- ✓ **Atuação como acionista,** Rosenberg (2000, p. 264): com o objetivo de mostrar as dificuldades em modificar a atuação de um conselho, mesmo em empresa com dificuldades, Monks se candidata ao conselho de uma grande rede de varejo (*Sears*); não consegue se eleger, porém comanda um movimento de intervenção dos acionistas nesta rede, que além de beneficiar a companhia serve como piloto para diversos outros exemplos.

- ✓ **Criação da *Lens Investment Management***, Rosenberg (2000, p. 330): com este fundo de investimento, Monks passou a atuar de maneira agressiva, no sentido de, como acionista, intervir no processo de gestão para melhorar o desempenho das empresas. No período em que participou deste fundo, conseguiu um desempenho superior ao índice S&P 500, provando sua tese, onde um acionista presente e ativo traz mais benefícios à empresa que um acionista ausente e passivo.

2.3.2. *O relatório Cadbury*

Segundo Lodi (2000, p. 55), no Reino Unido, em resposta a pressões de diversos setores da sociedade como acionistas minoritários e institucionais, além da mídia, que apontava uma série de escândalos, foi composto um comitê com representantes do Banco da Inglaterra, Bolsa de Valores de Londres e Instituto dos Contadores Certificados para elaborar um Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa.

Uma das principais críticas nas empresas britânicas era a atuação dos conselhos de administração, que eram constituídos por conselheiros que participavam em um grande número de empresas que cruzavam interesses e favores entre si, dificultando a ação de minoritários.

Como o comitê foi coordenado por Adrian Cadbury, que havia sido presidente da Cadbury Schweppes, o relatório publicado em 1992 levou seu nome e serviu de base para a publicação de códigos similares em países como Canadá, Estados Unidos, França e Austrália.

O relatório Cadbury (1992, p. 15) está baseado em três princípios, funcionando de maneira conjunta: abertura (*disclosure*), integridade e prestação de contas (*accountability*).

Abertura: a transparência das informações da empresa contribui para que o conselho de administração adote as devidas ações e permite que os demais interessados na empresa possam avaliá-la completamente.

Integridade: as informações devem ser honestas e demonstrar exatamente a realidade da empresa. Para que haja integridade dos relatórios, é necessário que haja integridade das pessoas que os confeccionam e os apresentam.

Prestação de contas: o conselho de administração deve prover os acionistas de informação e esta informação deve ser de alta qualidade para que os acionistas consigam, com base nessas informações, cumprir seu papel de donos da empresa.

Em seu código de boas práticas de governança, o relatório Cadbury (1992, p. 57-59) destaca fundamentalmente quatro pontos: conselho de administração, conselheiros independentes, diretores executivos e relatórios e controles.

1. Conselho de administração

O conselho de administração deve se reunir com regularidade, manter o controle da empresa e monitorar a diretoria executiva. Deve haver um equilíbrio entre poder e autoridade, onde nenhum conselheiro pode ter, sozinho, irrestrito poder de decisão. O conselho deve ter número suficiente de conselheiros independentes, para que possam contribuir nas decisões do mesmo. Também deve ter uma agenda formal de assuntos relevantes para manter a direção e o controle da empresa. Ainda deve concordar com a contratação de profissionais independentes, ter acesso para aconselhar o principal executivo da empresa e, em caso de remoção deste executivo, o conselho deve agir como um todo.

2. Conselheiros independentes

Devem trazer um julgamento independente sobre assuntos como estratégia, desempenho, recursos e padrões de conduta. Devem ser independentes da gestão da empresa e não estarem relacionados com qualquer negócio que possa interferir nos seus julgamentos. Seus honorários devem ser calculados com base no tempo de comprometimento com a empresa. Devem ser eleitos por processo formal, com mandatos de períodos determinados e sem reeleição automática.

3. Diretores executivos

Não devem ser contratados por um período superior a três anos sem a aprovação dos acionistas. Devem ter sua remuneração total divulgada, bem como os critérios para avaliação de seu desempenho. A remuneração dos diretores executivos deve ser definida por um comitê de remuneração composto, majoritariamente, por conselheiros independentes.

4. Relatórios e controles

Uma das obrigações do conselho é apresentar uma avaliação equilibrada e compreensível da situação da empresa. Deve garantir uma relação profissional e objetiva com os auditores. O conselho deve implantar um comitê de auditoria com pelo menos três conselheiros independentes, que devem, de maneira formal, ter descritos seus poderes e responsabilidades. Os conselheiros deverão explicitar suas responsabilidades na preparação do texto que acompanha os relatórios dos auditores. Do mesmo modo, devem informar que a empresa é um empreendimento em andamento (*going concern*).

2.3.3. *Os princípios da OCDE*

A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE, entidade que congrega os trinta países mais industrializados do mundo, além de se relacionar com outros setenta países, percebeu que o crescimento das corporações e do mercado de capitais estava fortemente ligado ao desenvolvimento das nações. Desta forma, a boa governança corporativa fortalece os países e isso atende ao propósito da OCDE.

A partir da publicação dos princípios da OCDE em 1999, diversos países passaram a adotar seus próprios códigos de governança corporativa. Até 2005 mais de 40 países tinham publicados seus códigos de governança corporativa, preocupação reforçada pelas grandes fraudes ocorridas especialmente nos Estados Unidos. Além disso, a harmonização dos critérios contábeis e as crises econômicas globais ocorridas a partir de 2008 enfatizaram a necessidade de uma conduta mais ética e responsável por parte dos agentes econômicos.

Os princípios da OCDE (2004, p. 17-25) estão divididos em seis pontos:

1. Enquadramento das empresas

As empresas devem agir de maneira correta, com transparência, buscando a autorregulamentação e participação na promoção integridade e eficiência do mercado de capitais.

2. Direitos dos acionistas

A governança corporativa deve proteger e facilitar o exercício de direito dos acionistas, como registro e transferência da participação acionária, acesso a informações relevantes de maneira regular, participação nas assembleias e em decisões relevantes como alteração de contrato social e emissões de ações, eleição e destituição de conselheiros e participação nos resultados da empresa.

3. Tratamento equitativo dos acionistas

A estrutura de governança deve garantir o mesmo tratamento a todos os acionistas, protegendo acionistas minoritários e estrangeiros de ações abusivas de controladores majoritários, bem como estabelecendo garantias de acesso igual aos fatos relevantes e evitando a prática de informações privilegiadas.

4. Direitos dos *shareholders*

A governança corporativa deve reconhecer direitos de outros interessados na empresa, como empregados e credores, especialmente no que se refere à criação de riqueza e ao crescimento sustentável. Além disso, a empresa deve garantir a estes interessados, de maneira tempestiva e regular, o acesso a informações relevantes, suficientes e confiáveis.

5. Divulgação e transparência

A governança corporativa deverá assegurar a divulgação oportuna e objetiva de todas as informações relevantes da empresa, notadamente, informações sobre a situação financeira, objetivos e desempenho, fatores de risco, estrutura, políticas de remuneração do conselho e dos principais executivos e políticas de governança. Todas essas informações devem ser preparadas segundo as melhores práticas contábeis e auditadas de maneira independente para garantir a veracidade das informações aos acionistas.

6. Responsabilidades do conselho de administração

A governança deverá garantir a gestão estratégica da empresa por meio do acompanhamento e fiscalização eficaz, de maneira a representar os acionistas perante a empresa. O conselho deve, dentro de elevados padrões éticos, estabelecer os objetivos e as métricas de desempenho, a maneira de selecionar, remunerar e substituir executivos, além de garantir a integridade dos sistemas contábil e financeiro.

2.4. Relatório oficial da OCDE para América Latina

A OCDE, por meio de um órgão chamado Centro de Cooperação com Países Não-Membros – CCMN promove esforços para o desenvolvimento da governança corporativa em países não membros, utilizando mesas redondas regionais. O CCMN publicou um relatório oficial (OCDE, 2004 p. 9-11) destacando as principais características do mercado econômico latino-americano com base nas maiores economias da região (Argentina, Brasil, Chile e México) que serve como base para o entendimento da implantação dos mecanismos de governança corporativa no Brasil. São destacados oito pontos:

2.4.1. Privatizações

A redução da participação estatal na economia como o principal agente no fornecimento de bens e serviços, ocasionada pela incapacidade da estatal em investir, fez com que na década de 90 houvesse um aumento expressivo dos investimentos privados em áreas de domínio do Estado.

2.4.2. Concentração patrimonial

As empresas latino-americanas possuem de maneira geral um alto grau de concentração patrimonial. Mesmo nas grandes sociedades de capital aberto, os controladores são grupos familiares, o que reforça o comprometimento com as empresas; entretanto, isso dificulta o acesso a capitais não exigíveis que demandam práticas mais abertas de governança.

Silva (2005, p. 23) reforça este ponto ao destacar que as empresas brasileiras podiam emitir ações preferenciais (sem direito a voto) no montante de até 2/3 do capital total, o que permitiria aos acionistas controladores manterem o controle com apenas 1/6 do capital total.

Silveira (2005, p. 57) afirma que a concentração não é benéfica para a empresa, pois o acionista controlador consegue indicar a maioria dos membros do conselho de administração, fato que reduz a independência do conselho. O mesmo autor ainda aponta a necessidade de qualificação dos conselheiros e as razões erradas para a escolha de conselheiros por grandes grupos no Brasil:

- ✓ **Empresas familiares:** os conselheiros não são profissionais, geralmente são indicados por laços familiares ou pessoais com o controlador, fato que prejudica a análise das questões estratégicas da empresa.
- ✓ **Empresas recém-privatizadas ou subsidiárias de multinacionais:** são indicados para o conselho executivos estrangeiros da matriz com pouca disponibilidade ou conhecimento das questões da empresa brasileira.
- ✓ **Estatais:** indicações políticas, com pouca disponibilidade ou conhecimento das questões corporativas.

2.4.3. *Grandes grupos*

São fundamentais para o desempenho das economias latino-americanas, caracterizadas pelo controle comum e pela operação de grandes empresas. Esses grupos conseguem financiar empreendimentos que necessitam de capital intensivo com o excesso de lucros derivados de outros negócios. Contudo, o alto grau de influência econômica e política destes grupos e a falta de transparência no funcionamento interno inviabilizam a obtenção de crédito de menor custo.

2.4.4. *Reestruturação dos sistemas financeiros*

Houve uma redução na participação estatal e na quantidade de bancos ligados aos grandes grupos com a ascensão de bancos internacionais e intermediários financeiros especializados que possibilitam um maior acesso a financiamento, desenvolvimento de mercados de capitais e maiores exigências de boas práticas de governança.

2.4.5. Regionalização e internacionalização

O processo de globalização trouxe investimentos de empresas da Europa, Ásia e Estados Unidos. As empresas multinacionais participaram de maneira fundamental no processo de desenvolvimento econômico da região, onde além de recursos financeiros, aceleraram os processos de fusões e transferência de controle acionário e as práticas de governança utilizadas nas matrizes. A participação dos países latino-americanos em blocos econômicos como MERCOSUL e NAFTA amplificou os efeitos da globalização por facilitar o fluxo de recursos entre os países participantes dos blocos.

2.4.6. Limitação dos mercados de capitais

Com a internacionalização das finanças, as empresas têm buscado mercados mais sólidos para a obtenção de recursos e, conseqüentemente, devem se adaptar a regras mais rígidas aplicadas por esses mercados, adotando, dessa maneira, melhores práticas de governança corporativa.

2.4.7. Fundos de pensão e de investimentos

São os mais importantes investidores institucionais da região; portanto, podem ser determinantes para o avanço das boas práticas de governança corporativa, de acordo com a própria governança dos fundos.

2.4.8. Tradições jurídicas

Os países latino-americanos possuem como base jurídica comum o Código Civil europeu e adotam o mesmo padrão no que se refere à interpretação e aplicação das leis em relação a contratos. Deste modo, a resolução de conflitos em âmbito privado, utilizando mecanismos como a arbitragem, ainda é muito recente.

De maneira geral, o relatório da OCDE para América Latina espelha em muito a realidade brasileira.

2.5. *Instituto Brasileiro de Governança Corporativa*

Na esteira das mudanças ocorridas no mundo, o Brasil também passa a sofrer pressões para modernizar a gestão de suas empresas. A combinação de privatizações de empresas com maior fluxo de entrada de investidores estrangeiros, desregulamentação da economia e maior participação dos investidores institucionais aumentou a demanda por práticas de governança corporativa e, em 1999, foi publicado o primeiro código de governança corporativa pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), órgão da sociedade civil criado em 1995, inicialmente voltado para a formação de conselhos de administração e que, em 1999, amplia seu escopo de atuação para a disseminação dos valores da governança corporativa, baseados em quatro princípios:

- ✓ **Transparência:** mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor.
- ✓ **Equidade:** caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas (*stakeholders*). Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis.
- ✓ **Prestação de Contas (*accountability*):** os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.
- ✓ **Responsabilidade Corporativa:** os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Dentro dos princípios citados, o IBGC criou o Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, abordando o papel de cada um dos integrantes do sistema de governança corporativa representado pela figura 5.

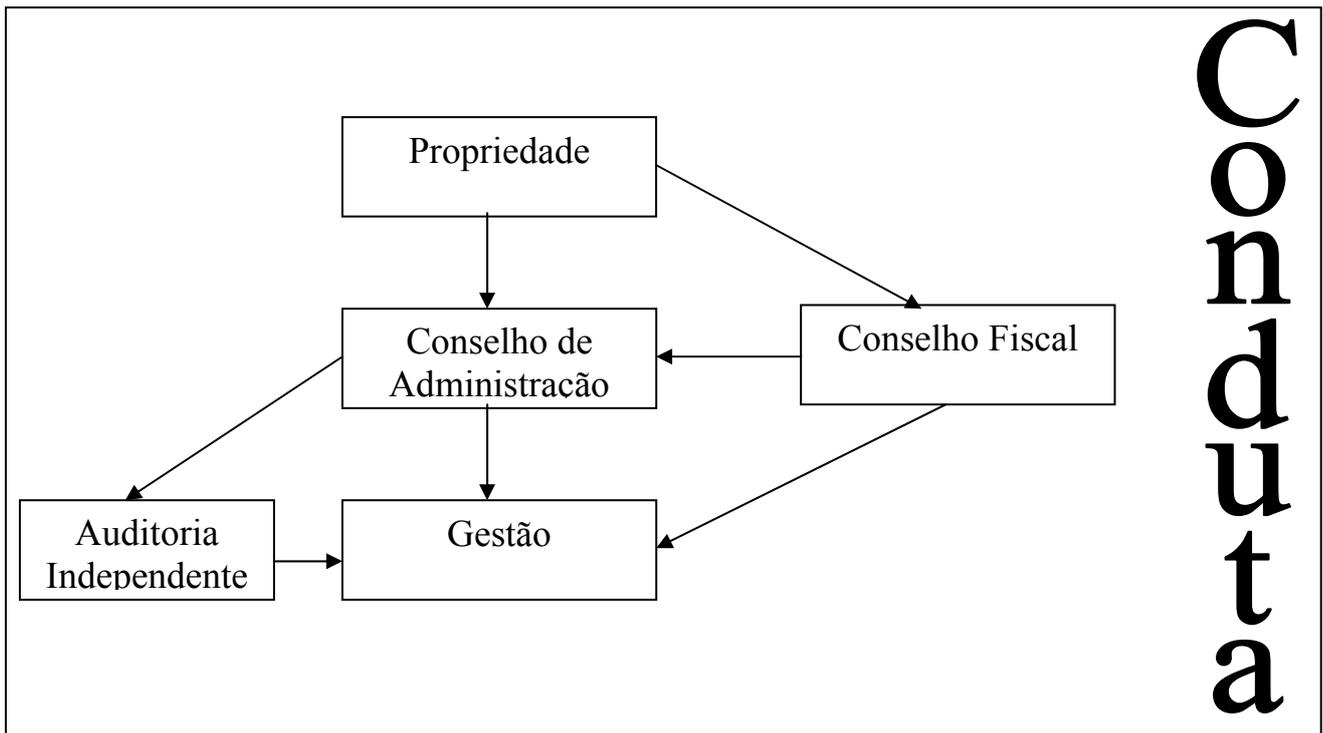


Figura 5 – Sistema de governança corporativa
Fonte: Autor

2.5.1. Propriedade

Cada sócio é um proprietário da organização, na proporção de sua participação no capital social e cada ação deve representar um voto. Quaisquer acordos entre sócios devem ser acessíveis a todos os acionistas.

A assembleia geral é o órgão soberano da organização e deve deliberar sobre mudanças no capital social ou no estatuto da organização, eleição ou destituição de conselheiros, transformações de qualquer natureza, além de aprovar as contas e a remuneração dos administradores.

A assembleia deve reunir o maior número possível de sócios para aumentar a representatividade. Portanto, as reuniões devem ser avisadas com antecedência e permitir mecanismos que possibilitem o maior acesso dos sócios. O registro das reuniões deve ser o mais detalhado possível e tornado público ou enviado para todos os sócios.

Em caso de mudança de controle, a oferta de compra deve seguir a todos os acionistas nas mesmas condições (*tag along*). Devem ser evitadas medidas de proteção à tomada de controle ou que possam perpetuar os administradores.

As condições de saídas dos sócios devem estar previstas no estatuto/contrato social e a resolução dos conflitos deve ser resolvida no âmbito privado, por mediação ou arbitragem.

A empresa deve manter a alta dispersão das ações em circulação (*free float*), de maneira a assegurar a liquidez de seus títulos, além de divulgar detalhadamente sua política de distribuição de dividendos.

2.5.2. Conselho de administração

O conselho de administração é o órgão central do sistema de governança, é o elo entre a propriedade e a gestão; portanto, o responsável por dirimir o conflito de agência representando os interesses dos sócios e direcionando o trabalho dos gestores por um lado e fiscalizando os gestores e prestando contas aos sócios por outro, conforme disposto na figura 6. Cabe ao conselho valorizar a empresa, otimizar o retorno e harmonizar os interesses dos *shareholders* e *stakeholders*.

O conselho de administração deve ser adotado por todas as empresas, e definirá a estratégia, a estrutura de capital, os gestores e sua respectiva remuneração, a auditoria independente, o nível de exposição aos riscos e a sustentabilidade do negócio em longo prazo.

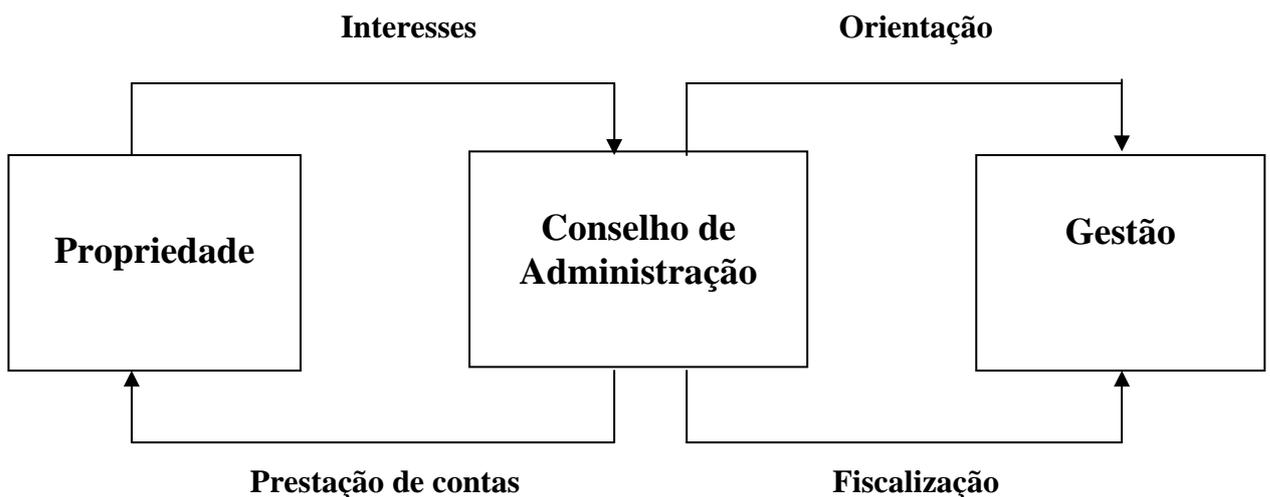


Figura 6 - Papel do conselho de administração
Fonte: Autor

De acordo com Hilb (2007, p. 67), cabe à empresa por meio do conselho de administração em conjunto com seus executivos desenvolver, ratificar, implementar e monitorar as estratégias e seus desenvolvimentos.

O conselho deve ser formado por membros independentes, pois sua função não representa interesses de facções e sim o interesse da organização como um todo. O perfil dos conselheiros deve ser abrangente e complementar com experiências em áreas e situações diferentes.

O conselho deve ser experiente e comprometido com a organização, porém devem existir critérios para a avaliação e renovação, como mandatos com prazos definidos, sem renovação automática e limite para reeleições.

Deve haver um cuidado para que os conselheiros possam efetivamente participar da empresa. Desta maneira, a empresa deve limitar a participação dos conselheiros em outras empresas e comitês, da mesma forma o cargo de presidente do conselho (*chairman*) não deve ser acumulado com a presidência da empresa (*CEO*), para evitar concentração de poder.

O tamanho do conselho deve ser de cinco a onze membros, sem a necessidade de membros suplentes, que certamente não estarão familiarizados com as situações da empresa.

2.5.3. *Gestão*

Os gestores são os responsáveis pela execução das ações deliberadas pelo conselho de administração, o diretor-presidente (*CEO*) é o principal responsável por este processo, devendo coordenar a diretoria e implantar todos os processos operacionais e financeiros para consecução destes objetivos.

O diretor-presidente também é responsável pelo relacionamento e comunicação transparente com os demais *stakeholders*, gerando o relatório anual com informações econômico-financeiras, sociais, ambientais e de governança corporativa.

Além dessas atribuições, o diretor-presidente deve estabelecer a política de controles internos e o código de conduta corporativo.

2.5.4. *Auditoria independente*

A auditoria externa independente deve ser obrigatória para verificar, de maneira isenta, se as demonstrações financeiras refletem a real situação da empresa. Além disso, cabe à

auditoria independente a avaliação dos controles internos da empresa. Os pareceres da auditoria devem ser encaminhados ao conselho de administração.

2.5.5. *Conselho fiscal*

Apesar de não ser obrigatório, trata-se de um componente importante do sistema de governança corporativa, pois é eleito pelos acionistas e atua de maneira fiscalizadora sobre quaisquer outros agentes, além de seu trabalho acabar complementando a auditoria independente.

2.5.6. *Conduta*

Todas as relações entre os integrantes do sistema de governança devem ser permeadas por padrões de conduta estabelecidos em um código elaborado pela diretoria e aprovado pelo conselho de administração. O código estabelece como a organização deve se relacionar com seus *stakeholders* e cobrir os seguintes assuntos:

- ✓ cumprimento das leis e pagamento de tributos;
- ✓ operações com partes relacionadas;
- ✓ uso de ativos da organização;
- ✓ conflito de interesses;
- ✓ informações privilegiadas;
- ✓ política de negociação das ações da empresa;
- ✓ processos judiciais e arbitragem;
- ✓ prevenção e tratamento de fraudes;
- ✓ pagamentos ou recebimentos questionáveis;
- ✓ recebimento de presentes e favorecimentos;
- ✓ doações;
- ✓ atividades políticas;
- ✓ direito à privacidade;
- ✓ nepotismo;
- ✓ meio ambiente;
- ✓ discriminação no ambiente de trabalho;

- ✓ assédio moral ou sexual;
- ✓ segurança no trabalho;
- ✓ exploração do trabalho adulto ou infantil;
- ✓ relações com a comunidade; e
- ✓ uso de álcool e drogas.

2.6. Mercado de Capitais - BMFBovespa

O mercado de capitais representa uma importante fonte de financiamento das empresas. Carvalho (2002, p. 29-30) apresenta os seguintes argumentos para que as empresas abram seu capital:

- ✓ **Maior facilidade para obtenção de fundos:** empresas com grande necessidade de capital enfrentam elevadas taxas de juros e restrições de crédito que podem ser substituídas pela emissão de ações.
- ✓ **Liquidez:** como as ações da empresa podem ser negociadas em bolsa, os acionistas se beneficiam da liquidez das ações, que pode proporcionar o aumento do valor da empresa e, conseqüentemente, o menor custo de capital.
- ✓ **Aumento do poder de barganha com bancos:** como os bancos possuem a informação privilegiada sobre a situação da empresa, eles podem cobrar juros altos das empresas; entretanto, quando a empresa torna públicas suas informações, pode atrair a competição de seus credores, obtendo maiores volumes de recursos a custos menores.
- ✓ **Troca de controle:** abrir o capital facilita o processo para uma eventual estratégia para a venda da empresa.

No Brasil, o principal lugar para as transações de ações é a Bolsa de Valores de São Paulo – BMFBovespa, que deu um passo importante na melhoria das práticas de governança corporativa ao instituir no ano 2000 níveis diferenciados de governança com o propósito de melhorar o ambiente para investimento na bolsa de valores e estimular que as empresas por iniciativa própria aderissem a regras de transparência e respeito aos acionistas. Conforme Carvalho (2002, p. 27), esta experiência foi importante, pois demonstra a liderança do setor privado no sentido de promover reformas. Inspirado no *Neuer Markt* da bolsa de valores alemã, onde as empresas, de maneira voluntária, adotam regras mais restritas, que promovem a transparência e a proteção aos acionistas minoritários.

Silva (2005, p. 33) ressalta uma diferença importante entre o *Neuer Markt* alemão e o Novo Mercado brasileiro: o modelo alemão foi utilizado para o objetivo específico de atrair empresas de setores de rápido crescimento e alta tecnologia, já o modelo brasileiro é mais amplo, sem restrição de setores ou empresas.

Desta maneira, além do mercado tradicional, de acordo com o comprometimento com as práticas de governança, as empresas brasileiras poderão se enquadrar em quatro níveis segundo critérios da BMFBovespa disponíveis no *website* www.bmfbovespa.com.br:

- ✓ Nível 1 de Governança Corporativa;
- ✓ Nível 2 de Governança Corporativa;
- ✓ Novo Mercado; e
- ✓ Bovespa Mais.

2.6.1. *Nível 1 de Governança Corporativa*

As Companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 1 tem como obrigações adicionais à legislação:

Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras trimestrais –, entre outras, demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa.

Melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais –, entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa.

Melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BM&FBOVESPA, disponibilizado ao público e que contém informações corporativas –, entre outras, a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições. Realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.

Apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc.

Divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas.

Divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores.

Manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando vinte e cinco por cento do capital social da companhia.

Quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

2.6.2. *Nível 2 de Governança Corporativa*

As companhias Nível 2 se comprometem a cumprir as regras aplicáveis ao Nível 1 e, adicionalmente, um conjunto mais amplo de práticas de governança relativas aos direitos societários dos acionistas minoritários. Por exemplo, a companhia aberta listada no Nível 2 tem como obrigações adicionais à legislação:

Divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.

Conselho de Administração com mínimo de cinco membros e mandato unificado de até dois anos, permitida a reeleição. No mínimo, vinte por cento dos membros deverão ser conselheiros independentes.

Direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, tais como, transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembleia geral.

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, oitenta por cento deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*).

Realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste nível;

Adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

2.6.3. *Novo Mercado*

As empresas do Novo Mercado basicamente são empresas que abriram o capital após a instituição dos níveis diferenciados de governança, possuem os mesmos requisitos do Nível 2 de governança acrescidos de dois pontos: devem emitir apenas ações ordinárias, com todos os acionistas com direito a voto e, em caso de transferência de controle, o comprador deverá estender a oferta de compra a todos os demais acionistas (*tag along*).

2.6.4. *Bovespa Mais*

Voltado para empresas que pretendem ingressar no mercado acionário de maneira gradual, porém comprometidas com as práticas de governança apresentadas no Nível 2 de Governança e no Novo Mercado.

2.7. Considerações sobre o capítulo

Como observado neste capítulo, o conceito de governança corporativa é um sistema para administrar a empresa, atendendo aos interesses de seus acionistas e, em uma perspectiva mais ampla, procurando conciliar os interesses de todos que possam ter ligação com a empresa. Os trabalhos de Robert Monks, Cadbury e da OCDE disseminaram o conceito de governança corporativa definindo o papel dos agentes deste sistema (gestores, conselho de administração e acionistas). No Brasil os principais impulsionadores do conceito de governança são o IBGC, entidade responsável pela criação do código de governança corporativa brasileiro e a BMFBovespa que criou segmentos de negociação específicos para empresas com níveis diferenciados de governança, o que funciona como um “selo de qualidade” para estas empresas.

3. OUTRAS CARACTERÍSTICAS LIGADAS ÀS PRÁTICAS DIFERENCIADAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

3.1. Estratégia

De acordo com Mintzberg *et al.* (2006, p. 24), estratégia é “um plano para lidar com uma situação” e que possui duas características essenciais: devem ser criadas antes das ações e desenvolvidas de maneira consciente e proposital.

Ainda em Mintzberg *et al.* (2006, p. 24) as estratégias militares-diplomáticas existem desde a pré-história. O autor cita inclusive que a função dos primeiros historiadores era coletar o conhecimento dessas estratégias e convertê-lo em orientação para o futuro.

Com a evolução do sistema capitalista descrita no capítulo anterior, o nível de competição entre as empresas aumentou exponencialmente e a disputa entre essas empresas se assemelha ao campo de batalha, de maneira que a partir de 1950, com a analogia entre um ambiente competitivo e um campo de batalha, a estratégia passa a ser formalmente incluída na literatura de negócios.

Wright, Kroll e Parnell (2000, p. 24) definem estratégia como: “planos da alta administração para alcançar resultados consistentes com a missão e os objetivos gerais da organização”.

Para Ohmae (1985, p. 35) estratégia “significa vantagem competitiva. O único objetivo do planejamento estratégico é capacitar a empresa a ganhar, da maneira mais eficiente possível, uma margem sustentável sobre seus concorrentes”.

Ansoff e McDonnel (1993, p. 71) ressaltam que a formulação da estratégia não resulta em ação imediata, mas opera como um direcionador das ações da empresa. Além disso, a empresa não é capaz de contemplar todas as alternativas possíveis para um projeto, trabalhando desta maneira com informações incompletas e incertas.

Apesar da conceituação ampla por parte de diversos autores, é possível sintetizar estratégia como o caminho para atingir determinado objetivo futuro, considerando que se trata de um processo dinâmico com variáveis internas e externas e que compreenderá diversas ações em diversas áreas diferentes, coesas e consistentes entre si, para perpetuar o sucesso da estratégia.

Percebe-se, desta forma, que se trata de um processo complexo e que requer uma ferramenta adequada para a implantação desta estratégia, denominada de planejamento estratégico que, de forma resumida, é a formalização da estratégia da empresa.

3.1.1. Linhas do pensamento sobre estratégia organizacional

As questões da estratégia e do planejamento estratégico sofrem por diversas evoluções acompanhando as mudanças acontecidas no ambiente de negócios. Gluck, Kaufmann e Walleck (1980, p. 1) agrupam essas evoluções em quatro estágios: planejamento financeiro, planejamento a longo prazo, planejamento estratégico e gestão estratégica.

1. Planejamento financeiro

Tavares (2000, pg. 23-24) destaca que o início da discussão sobre planejamento estratégico nas décadas de 1950 e 1960 enfatizava o planejamento financeiro, com o orçamento anual como seu principal instrumento. Como a velocidade das mudanças naquele período não era tão acelerada e a competição não era tão acirrada, a análise podia ser efetuada exclusivamente no ambiente interno da organização e o sucesso do planejamento era avaliado como o cumprimento do orçamento, sem levar em consideração distorções como falta de investimentos por ausência de dotação orçamentária por um lado e, por outro, gastos desnecessários para evitar redução do orçamento nos anos seguintes.

2. Planejamento a longo prazo

A próxima fase trouxe uma melhoria significativa na questão do planejamento: a ideia do planejamento a longo prazo. Ackoff (1981, p. 15) afirmava que “o futuro pode ser melhorado por uma intervenção ativa no presente”.

O ambiente externo passou a ser considerado como fator necessário à formulação das estratégias, Ghemawat (2000, p. 19) destaca que as escolas de administração passaram a combinar a competência distintiva das empresas com a situação de mercado. Essa combinação ficou conhecida como Modelo de Harvard ou modelo *SWOT* (*Strength - Força, Weakness - Fraqueza, Opportunity - Oportunidade, Threat - Ameaça*), onde as questões internas da

empresa (força e fraqueza) são analisadas em conjunto com o ambiente externo (oportunidades e ameaças).

Para Mintzberg *et al.* (2006, p. 39), “existe um ajuste essencial entre forças e fraquezas internas com as ameaças e oportunidades externas”.

Na visão de Ansoff e McDonnell (1993, p. 37), o planejamento em longo prazo possui um hiato na sua perspectiva de futuro, pois parte da premissa de um futuro como uma função do passado, de maneira muito mais previsível e estável.

Outro modelo muito difundido em relação ao ajuste da empresa ao ambiente externo é o modelo das cinco forças que dirigem a concorrência na indústria, desenvolvido por Porter (1986, p. 23) e demonstrado na figura 7.

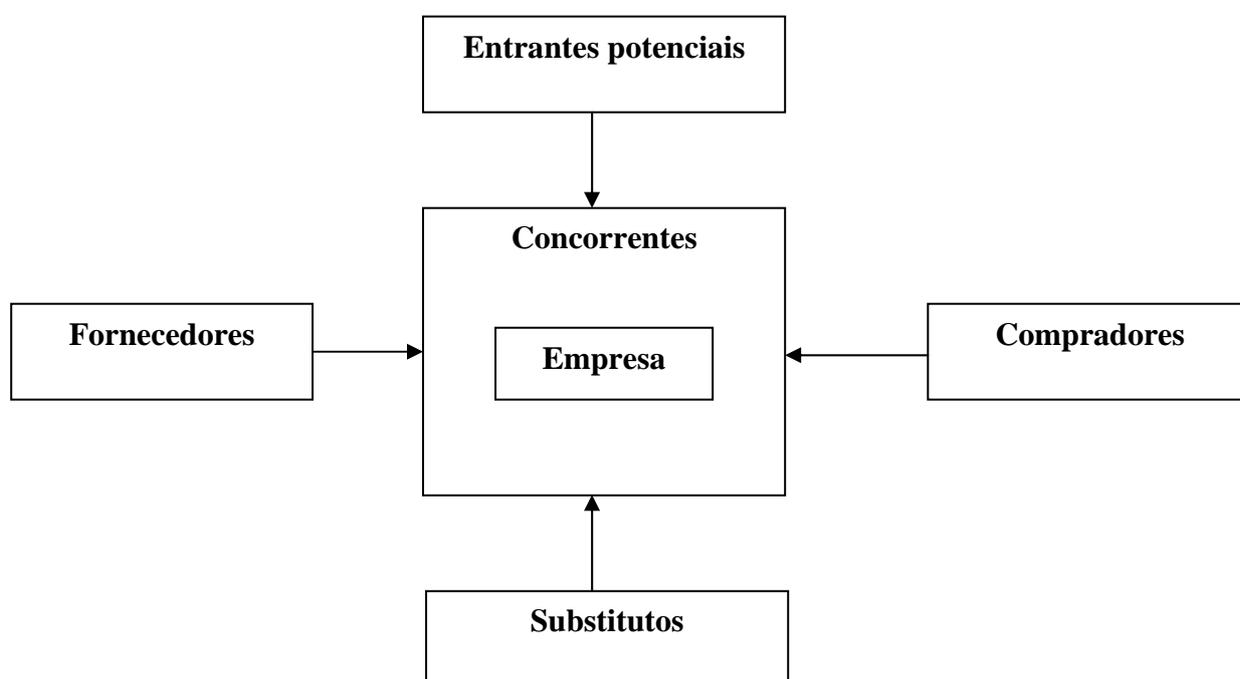


Figura 7 – Forças que dirigem a concorrência na indústria
Fonte: Adaptado de Porter (1986, p. 23)

Segundo Porter (1986, p. 22), “a essência da formulação da estratégia competitiva é relacionar uma companhia ao seu meio ambiente”. Desta maneira, a empresa precisa avaliar o quanto é influenciada por cada uma das forças seguintes:

a) Concorrentes: a quantidade de concorrentes, o equilíbrio de participação de mercado, a intensidade da rivalidade entre eles, o ritmo de crescimento do setor, a característica dos produtos, o nível de barreiras de saídas são fatores que irão aumentar ou diminuir a pressão da força dos concorrentes.

b) Entrantes potenciais: se a barreira de entrada para novos concorrentes for fraca, aumenta o nível de ameaça de novos concorrentes. Assim, a empresa precisa avaliar as seguintes características da barreira de entrada: o nível de economia de escala, a necessidade de diferenciação do produto, a quantidade de capital a ser investido, o acesso aos canais de distribuição, além do nível de retaliação dos concorrentes já estabelecidos.

c) Substitutos: a ameaça de novos produtos e tecnologias que possam tornar os produtos da empresa defasados. Dependendo da força que esta ameaça exerce, não apenas a empresa é modificada, mas o setor como um todo. A título de exemplo, temos o caso das indústrias de máquinas de escrever, máquinas fotográficas com filme e videocassetes, praticamente substituídas por computadores, máquinas fotográficas digitais e leitores de DVDs.

d) Compradores: os compradores sempre tentarão diminuir o seu custo para aquisição de produtos ou serviços, a questão é com que força os compradores conseguem pressionar a empresa. Por isso, a empresa precisa observar em relação ao comprador: o volume de compras, o impacto das compras no seu próprio processo produtivo, a padronização dos produtos, a capacidade do comprador em fazer uma integração para trás (nesse caso o comprador passa a fabricar o produto, ao invés de adquirir).

e) Fornecedores: os fornecedores exercem a pressão no outro sentido, tentando obter maiores ganhos em relação à empresa. Portanto, a empresa deve observar basicamente as mesmas questões em relação aos compradores. Por outro prisma, inclusive a capacidade do fornecedor de fazer a integração para frente (quando o fornecedor passa a vender o produto diretamente aos clientes finais, tornando-se um concorrente).

f) Governo: apesar de não aparecer no modelo das cinco forças, deve ser considerado pela empresa, pois o governo pode atuar como fornecedor ou cliente, além de regular as condições que favorecem ou dificultam as barreiras de entradas e o incentivo ou não ao desenvolvimento de produtos substitutos.

Wright, Kroll e Parnell (2000, p. 47-59) afirmam que o ambiente externo da empresa é afetado por outras quatro forças que compõem o macroambiente das empresas: político-legais, econômicas, tecnológicas e sociais.

- ✓ Forças políticos-legais: a regulamentação dos setores, a legislação tributária, ambiental, trabalhista e concorrencial.
- ✓ Forças econômicas: política monetária, taxa de desemprego, ciclo econômico, nível de renda das famílias, propensão marginal ao consumo ou poupança.

- ✓ Forças tecnológicas: gastos em pesquisa e desenvolvimento, taxa de introdução de novos produtos, automação e robótica.
- ✓ Forças sociais: taxas de natalidade, expectativa de vida, preocupação com qualidade de vida, estilo de vida e consumo.

3. Planejamento estratégico

O terceiro estágio da evolução do planejamento, marca a criação de diversas ferramentas desenvolvidas por empresas de consultoria de estratégia, como o Boston Consulting Group e a McKinsey, conforme Ghemawat (2000, p. 21) e Tavares (2000, p. 27-31).

Para Ansoff e McDonnel, (1993, p. 38), uma diferença importante no planejamento estratégico é que o futuro não é uma mera extrapolação do passado; portanto, o histórico deve ser combinado com as perspectivas da empresa, que serão influenciadas por fatores como ameaças, oportunidades e tendências.

Porter (1986, p. 17) demonstra o contexto para formulação da estratégia na figura 8.

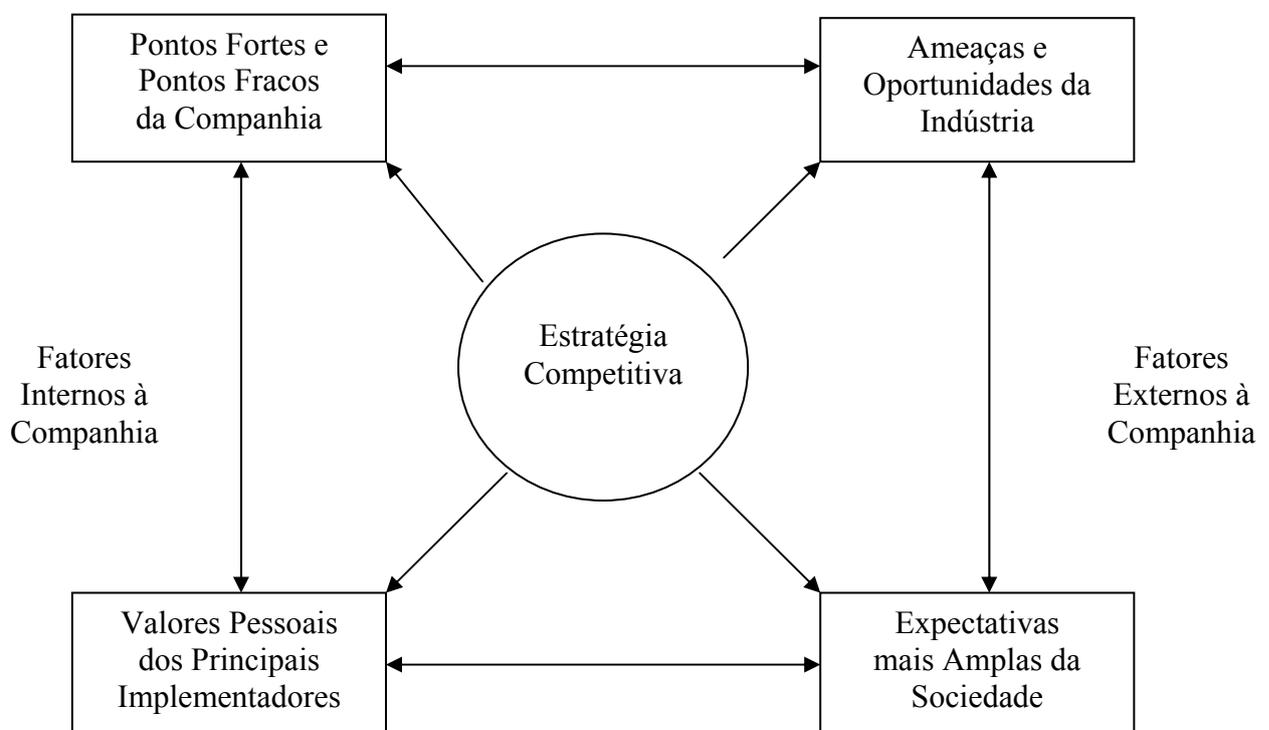


Figura 8 – Contexto para formulação da estratégia
Fonte: Adaptado de Porter (1986)

As principais ferramentas desenvolvidas neste período foram:

- ✓ a matriz de crescimento e de participação de mercado;
- ✓ a curva de experiência;
- ✓ as unidades estratégicas de negócios; e
- ✓ a matriz de atratividade do mercado e posição de negócios.

A principal crítica a estes modelos era que sua conceituação era fácil, porém de implantação complicada como a matriz de crescimento e participação de mercado que determinava o ciclo do produto e as unidades estratégicas de negócios, com a UEN ficando responsável pela gestão de produtos relacionados entre si para um mercado definido.

3.1.2. Gestão estratégica

A gestão estratégica aborda a questão da implementação da estratégia, ou seja, compreender a organização e assegurar a mudança organizacional. Certo e Peter (1993, p. 6) definem gestão estratégica como: “um processo contínuo e iterativo que visa manter uma organização como um conjunto apropriadamente integrado a seu ambiente”. Ferramentas como a estrutura dos 7S é um exemplo de gestão estratégica.

3.1.3. Os problemas da implementação e gestão da estratégia empresarial

A implementação da estratégia é um dos grandes desafios da empresa, os problemas encontrados nesta fase são muitos. Desta forma, para um melhor entendimento é possível agrupá-los em três categorias:

1. Ambiente

Os problemas ambientais são aqueles decorrentes da cultura organizacional da empresa, bem como das resistências de grupos ou indivíduos. De acordo com Certo e Peter (1993, p. 14): “o ambiente organizacional encerra todos os fatores, tanto internos como externos à organização que podem influenciar o progresso obtido através da realização de objetivos da organização”.

Não se pode esquecer que um processo de implantação de estratégia envolve mudanças e naturalmente as pessoas são avessas às mudanças, pois apresentam riscos; além disso, a mudança exige novos conhecimentos, de modo que as pessoas são obrigadas a sair das “zonas de conforto” estabelecidas.

Ansoff e McDonnell (1993, p. 463-464) destacam que as empresas assumem premissas que podem ser consideradas lógicas, entretanto se tornam problemas:

a) Pessoas razoáveis farão coisas razoáveis: a empresa parte do ponto que todos os funcionários receberão as novidades estratégicas e automaticamente assumirão que o que é bom para a empresa é bom para eles. Conforme descrito no capítulo anterior, cada agente irá maximizar a sua própria função utilidade e não será por imposição da alta administração que essa mentalidade mudará.

b) Se a empresa adotar as decisões corretas, a estratégia será transformada em ações. Somente a formulação da estratégia não gera as ações, de maneira que a empresa precisa criar mecanismos para a implantação da estratégia.

c) A formulação e a implantação da estratégia são vistas como dois processos sequenciais e independentes, enquanto que, na verdade, um interfere continuamente no outro, o que torna ainda mais difícil a implantação do planejamento estratégico.

2. Componentes de Apoio

Os problemas relacionados aos componentes de apoio correspondem à falta de aprendizado organizacional e à falta de informações apropriadas para tomada de decisão. Sem uma prática de aprendizado organizacional não existe um trabalho voltado para a capacitação dos indivíduos, e aqueles que estão capacitados não possuem espaço para apresentar suas ideias, o que leva a uma crise de criatividade e inovação e faz com que as pessoas se acomodem e assumam uma posição passiva quanto aos desafios.

Para agravar esta situação, as informações que deveriam nortear o processo muitas vezes são inadequadas para uma tomada de decisão, por serem insuficientes, excessivas ou defasadas.

Se os componentes de apoio não estiverem integrados ao processo de implantação da estratégia, Ansoff e McDonnell (1993, p. 465) descrevem que podem ocorrer os seguintes fatos:

- a) atrasos e demoras no início do processo de mudança;
- b) esses atrasos aumentam os custos da mudança;

- c) como a mudança ainda não está consolidada, ela pode perder espaço para as outras prioridades, ficando relegada ao segundo plano;
- d) queda de desempenho e demora na produção dos resultados desejados; e
- e) tentativas de anular os efeitos da mudança e continuar com o antigo padrão.

3. Processo

Os problemas do processo mais comuns estão ligados ao dimensionamento de recursos (humanos, financeiros ou tecnológicos) para a implantação correta da gestão estratégica. Desta forma, o processo fica sempre em último plano nas listas de prioridades, e como as pessoas não estão devidamente preparadas, muitas vezes, não conseguem distinguir corretamente as relações de causa e efeito, tratando os sintomas ao invés da doença.

Ansoff e McDonnell (1993, p. 480) denominam os problemas de processo como resistência sistêmica devida à sobrecarga estratégica, ou seja, quando o trabalho operacional e o estratégico concorrerem pelos mesmos recursos, será dada a prioridade ao operacional e por mais que se invistam recursos financeiros na parte estratégica, se não houver um aumento correspondente na capacidade de gestão, ocorrerão problemas na implantação da estratégia.

3.1.4. As propostas de solução para os problemas de implementação da estratégia

Para solucionar os problemas de implementação de estratégia é necessário em primeiro lugar identificar em qual grupo ocorre o problema. A partir deste passo podemos apresentar as seguintes alternativas:

1. Ambiente

Para Ansoff e McDonnell (1993, p. 61), a empresa precisa elaborar um diagnóstico estratégico para ajustar o seu ambiente interno às suas necessidades externas, ou seja, a capacidade de reação e a agressividade necessária para enfrentar as turbulências.

Ao tratar do ambiente é necessário abordar a questão da resistência como questão central e de acordo com o grau de resistência adotar um tipo de política:

Grau 1 – Indiferença: neste nível não existe oposição direta, mas também não existe comprometimento com a implantação da estratégia. Neste caso a ideia é envolver os colaboradores da empresa e incentivar a participação no processo. Desta forma, os grupos passam a se identificar com a estratégia e começa a se desenvolver no caminho da autogestão. Este é um trabalho de longo prazo com efeitos duradouros.

Grau 2 – Desinformação: neste nível ocorre uma oposição pelo desconhecimento do processo, e este desconhecimento leva à insatisfação. A solução, neste caso, passa pelo investimento em comunicação, ou seja, transmitir aos colaboradores de forma clara e transparente o que é e como será a implantação do processo de gestão estratégica e como isso afeta cada um, despertando a necessidade da mudança e o interesse em participar do processo.

Grau 3 – Medo: neste nível a oposição ocorre pela sensação de perda de estabilidade, que leva à insegurança. Para resolver isto, o foco deve ser a capacitação dos colaboradores em desenvolvimento de novas habilidades.

Grau 4 – Perda: neste nível existe a perda efetiva para os colaboradores, que leva à desmotivação. Para recuperar este grupo o ideal seria adotar compensações para reduzir os impactos negativos.

Grau 5 – Confronto: neste nível, as pessoas só participarão do processo se forem coagidas, ou seja, as punições devem ser maiores que os benefícios da não participação. Esta é a forma mais rápida de implantação, porém pode deixar sequelas, impedindo um processo participativo em longo prazo.

Ansoff e McDonnel, (1993, p. 475) afirmam que a empresa precisa criar um clima de apoio para a mudança organizacional, utilizando as seguintes medidas:

- a) Informação: para reduzir erros de percepção ou temores causados pela mudança, a empresa deve, da maneira mais clara, informar os impactos positivos e negativos desta mudança.
- b) Recompensas: aqueles que derem sustentação e apoio às mudanças devem ser recompensados, aumentando a base favorável às mudanças.
- c) Envolvimento: os funcionários deverão tomar parte no processo de tomada de decisão das mudanças. Desta maneira, além das contribuições técnicas do processo, a mudança passa a ser participativa e não imposta, o que facilita sua aceitação.
- d) Consistência: a mudança tem que ser um processo evolutivo, para uma nova cultura organizacional e não mudanças pontuais para atingir um objetivo.

A empresa precisa entender que se trata de um processo lento, gradual e complexo, porém, quando bem conduzido, a mudança organizacional é uma ferramenta poderosa para melhorar o ambiente da empresa.

2. Componentes de Apoio

Para resolver o problema do aprendizado organizacional, é preciso definir as competências necessárias para que os colaboradores consigam implementar a estratégia. Este tratamento deve abranger todos os níveis da empresa e deve ser efetuado um levantamento de necessidades de treinamento considerando os seguintes aspectos:

- ✓ **Habilitação Técnica:** conhecimento específico de determinada área da organização e seu relacionamento com as demais áreas.
- ✓ **Habilitação Humana:** interação com a equipe e capacidade de tomar decisões.
- ✓ **Habilitação Conceitual:** capacidade de considerar a organização como um todo, tanto internamente quanto as relações com o ambiente.

Com relação ao problema de informação, uma solução é adotar um Sistema de Informações Gerenciais.

3. Processo

Para resolver os problemas de processo, é necessária a adoção de dois procedimentos: a priorização do processo de gestão estratégica, com a comunicação clara de que este processo não deve ser mais uma atividade, e sim que deve ser a atividade, que deve receber toda a atenção de cada uma das áreas, pois a perpetuação do negócio está em jogo. O segundo procedimento é a designação de um responsável pela implantação estratégica que verificará as questões de recursos e trabalhará com as áreas para evitar desvios de foco ou falhas de interpretação, além de fazer a ponte com a direção da empresa.

As empresas definem estratégias para alcançar seus objetivos que, em última instância, é aumentar a riqueza dos acionistas.

Para realizar as estratégias são utilizadas diversas ferramentas gerenciais, porém como é feita a comunicação destas práticas gerenciais?

Partindo da premissa de que a estratégia é um dos principais pontos para a obtenção de resultados por parte das empresas, e que estas empresas demandam recursos para desenvolver, implantar e monitorar suas estratégias, questiona-se, então, como se realiza a prestação de

contas destes recursos, ou seja, como as empresas demonstram a ligação entre o desempenho na implantação da estratégia e o próprio desempenho da empresa. Conforme Ansoff e McDonnell (1993, p. 71), a formulação da estratégia é: “um processo dispendioso, tanto em termos de dinheiro quanto do tempo dos administradores”.

As empresas conseguem transmitir aos investidores seus preceitos gerenciais, demonstrando a ligação entre ferramentas gerenciais e resultados sustentáveis? Resultados sustentáveis, além da conotação ambiental, significam garantir resultados da empresa em longo prazo. Com uma estratégia clara para atingir este objetivo e para garantir a execução da estratégia, as empresas investem em técnicas gerenciais que visam resolver os problemas da empresa.

3.2. Dividendos

Os dividendos são a parte do lucro que é distribuída aos acionistas como contrapartida dos investimentos feitos por estes ao adquirirem ações da empresa. O volume do lucro a ser distribuído, a forma de distribuição e a periodicidade dos pagamentos devem ser parte da política de dividendos da empresa.

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 637-662) ressaltam que o objetivo da empresa deve ser maximizar o valor para o acionista; portanto, se a empresa distribuir todo o lucro aos acionistas, agradará aos acionistas em um primeiro momento, porém, sem recursos para reinvestir na empresa, a taxa de crescimento desta empresa cairia e, conseqüentemente, aconteceria o mesmo com o valor da empresa. Por outro lado, se a empresa reinvestir todo o lucro manterá o crescimento, porém afastará acionistas que pretendem utilizar o rendimento dos dividendos, e a eventual saída destes acionistas causará a queda nos preços das ações e novamente a redução do valor da empresa. Desta forma, a empresa deve buscar o difícil equilíbrio de uma política de dividendos ótima, remunerando os acionistas de maneira atrativa e, ao mesmo tempo, mantendo condições para que a empresa continue em crescimento.

No Brasil, Sanvicente (1997, p. 108) destaca que 75% dos recursos próprios da empresa provêm da retenção de lucros, o que demonstra a importância do reinvestimento do lucro como fonte de financiamento das empresas.

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 637-662) colocam outra questão importante, que é a estabilidade dos dividendos. Na visão da empresa, seriam maiores em períodos mais lucrativos e menores em períodos menos lucrativos; contudo, essa variação não interessa aos

acionistas, que entendem que redução de dividendos significa uma sinalização de perspectiva de queda nos lucros futuros, o que os levaria a vender suas ações em busca de alternativas mais rentáveis.

Desta maneira, a empresa deve evitar mudanças constantes em sua política de dividendos, mesmo considerando a existência de vários fatores que influenciam a decisão de dividendos. Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 637-662), agrupam estes fatores em algumas categorias:

- ✓ **Restrições sobre o pagamento:** contratos de dívida de longo prazo podem limitar a distribuição de dividendos se os índices de liquidez ficarem abaixo de patamares estabelecidos. Além disso, os acionistas ordinários podem não receber dividendos em função do pagamento aos acionistas preferenciais. Outra possibilidade de restrição de pagamentos é a falta de recursos disponíveis no caixa das empresas.
- ✓ **Oportunidades de investimento:** se a empresa possui grande número de oportunidades de investimentos lucrativos, procurará diminuir os dividendos a serem distribuídos, bem como a possibilidade de acelerar os projetos.
- ✓ **Fontes alternativas de capital:** a empresa pode utilizar o excesso de lucros para ajustar o seu nível de endividamento. Sanvicente (1997, p. 113), entretanto, alerta que esta alternativa deve ser utilizada somente quando a empresa estiver em um nível alto de endividamento, pois, na medida do possível, a empresa deve utilizar recursos de terceiros em função do alto custo do capital próprio, decorrente do custo de oportunidade.

3.3. Risco

Oliveira (2009, p. 226) define risco como “a consequência da decisão de buscar a realização de um projeto sem que se tenha domínio de todos os eventos ou das suas consequências que ocorrerão durante as atividades desempenhadas para sua concretização”.

Oliveira (2009, p. 227), além de destacar o papel da informação como agente redutor do risco, apresenta também os elementos determinantes da perda:

- ✓ impossibilidade de dominar as forças da natureza;
- ✓ comportamento humano;
- ✓ recursos limitados;
- ✓ informação incompleta.

Desta maneira, a empresa deve apresentar aos tomadores da decisão seus principais fatores de risco, de forma a fazer com que este tomador de decisão, além de aceitar conscientemente a decisão de correr ou não aquele risco, possa estipular o retorno a ser recebido em caso de se expor ao risco.

De acordo Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 176), “nenhum investimento será empreendido a menos que taxa esperada de retorno seja suficientemente alta para compensar o investidor pelo risco percebido no investimento”.

Este capítulo destaca conceitos importantes para as empresas como estratégia, planejamento estratégico, remuneração dos acionistas e riscos, fatores que serão utilizados para a construção do modelo de práticas diferenciadas de governança corporativa.

4. INDICADORES DE DESEMPENHO

Conforme destaca Pereira (2005, p. 29-30), como decorrência do processo de separação entre propriedade e controle descrito no capítulo 2, as empresas passaram a adotar critérios formais de avaliação de empresas para avaliarem seus gestores. Bancos e credores também utilizavam as demonstrações financeiras das empresas para avaliar a concessão de créditos e, com o surgimento da *Securit and Exchange Comission* – SEC, órgão responsável pelo pela fiscalização do mercado de capitais nos Estados Unidos, as demonstrações financeiras passaram a ser mais detalhadas e confiáveis.

A análise destas demonstrações financeiras, segundo Iudícibus (1998, p. 19), tornou-se popular em função da utilização de quocientes, também conhecidos como índices, onde se combinam itens das demonstrações financeiras.

Oliveira (2009, p. 214) ressalta que os índices “por serem facilmente compreensíveis e espelharem os aspectos básicos da decisão, possibilitam uma maior eficácia no planejamento e controle, facilitando o estabelecimento de metas, acompanhamento e ajustes”.

Como os índices para avaliar uma empresa são obtidos por meio da relação entre itens das demonstrações financeiras, a gama de possibilidades de índices torna-se muito ampla, o que inviabiliza a comparação destes. Contudo, alguns índices se tornaram mais comuns e aceitos por analistas e autores de maneira geral. Analisando diversos autores, Morante (2007, p. 27) apresenta um agrupamento destes índices:

- ✓ Relação indicando a capacidade de pagamento: são chamados índices de liquidez que avaliam a capacidade de pagamento das empresas em diversas situações, considerando dívidas de curto e/ou longo prazo, bem como a disponibilidade dos recursos para o pagamento.
- ✓ Relação indicando a composição das dívidas: também conhecidos como índices de estrutura de capital ou índices de endividamento, têm como objetivo avaliar como a empresa financia suas operações.
- ✓ Relação indicando giros e rotações: também chamados de índices de atividade, são ligados ao ciclo operacional da empresa, ou seja, qual o prazo médio em que a empresa costuma pagar seus fornecedores ou o prazo médio em que recebe as vendas a prazo?
- ✓ Relação indicando os resultados: são os índices que demonstram o desempenho da empresa, a rentabilidade de suas operações.

Para efeitos deste estudo serão apresentados os índices deste último grupo, os que indicam resultado.

4.1. Principais indicadores de desempenho

4.1.1. EBITDA

O EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization) equivalente em inglês ao LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização). Conforme Pereira (2005, p. 221-222), o EBITDA “é uma medida de performance operacional, que considera as receitas operacionais líquidas, menos os custos e as despesas operacionais, exceto as depreciações e amortizações”.

Segundo Frezatti e Aguiar (2007, p. 13), é um indicador apurado a partir da Demonstração de Resultados do Exercício da empresa, com o expurgo das despesas financeiras, impostos sobre a renda, depreciação e amortização, se aproximando do conceito financeiro do fluxo de caixa das operações.

Dessa maneira, o EBITDA representa o desempenho operacional da empresa, sem considerar o impacto de investimentos em imobilizado, nem da estrutura de capitais, nem da carga tributária, ou seja, a interferência de distorções contábeis decorrentes das depreciações, resultado financeiro e impostos.

O cálculo do EBITDA é feito da seguinte maneira, conforme Frezatti e Aguiar (2007, p. 13):

Lucro Líquido do Período
(+) Depreciação e Amortização
(+) Despesas Financeiras
(+) Impostos Sobre Renda
(=) EBITDA

Verona (2006, p. 37) ressalta que o EBITDA ganhou notoriedade na década de 1970, nos Estados Unidos, quando os analistas avaliavam em quanto tempo uma empresa com grandes investimentos em infraestrutura, obteria o retorno decorrente das atividades operacionais, excluindo os grandes impactos da remuneração do capital investido, sob a forma de juros, bem como o impacto da depreciação destes ativos.

Assaf Neto (2010, p. 196-197) destaca que o EBITDA equivale ao conceito de fluxo de caixa operacional, desta maneira pode ser utilizado como indicador do potencial de geração de caixa decorrente dos ativos operacionais, o que revela a efetiva capacidade da empresa em obter recursos em função de suas atividades.

O mesmo autor ainda ressalta o caráter comparativo do EBITDA, inclusive em relação a empresas de países diferentes, já que, sem variações decorrentes de legislação tributária ou critérios diferentes para depreciação dos ativos, é possível comparar o desempenho entre empresas de maneira mais objetiva.

Verona (2006, p. 39) menciona que ao excluir o resultado financeiro, o EBITDA se torna uma ferramenta de análise que elimina os efeitos da desvalorização da moeda.

Orefice (2010, p. 61) justifica a utilização do EBITDA como um indicador da eficiência do empreendimento, se somente com os ativos operacionais, sem interferência da estrutura de ativos e passivos da empresa e dos efeitos fiscais, é possível gerar recursos para investir, remunerar terceiros, pagar obrigações com o governo e remunerar os acionistas.

O EBITDA é um indicador do desempenho operacional, daquilo que representa a atividade principal da empresa, sem se propor a analisar os impactos decorrentes do desgaste do ativo (depreciação), da remuneração da estrutura de capital (juros) e do pagamento de impostos, que são fatores que podem distorcer a análise.

Outro ponto favorável do EBITDA, sob o ponto de vista das empresas, é que normalmente este indicador representa um valor superior ao lucro líquido, tornando-se um índice mais atrativo para ser divulgado, inclusive desviando o foco de eventuais questionamentos sobre a estrutura de capitais da empresa. Conforme destaca Orefice (2010, p. 59), é possível que a empresa possua um EBITDA positivo e ao mesmo tempo tenha uma situação de prejuízo no período.

A utilização do EBITDA em conjunto com a receita operacional líquida, produz o índice chamado de Margem EBITDA, que reforça os aspectos positivos do EBITDA em relação à análise e comparabilidade do indicador, pois se torna uma medida relativa de desempenho, que permite a comparação com empresas de portes diferentes.

4.1.2. EVA

Criado pela consultoria Stern Stewart & Company, o Economic Value Added – EVA, sigla em inglês para Valor Econômico Agregado, busca avaliar quanto a empresa adicionou de valor ao acionista. De acordo com Pereira (2005, p. 222), a principal contribuição do índice

é considerar o custo do capital, ou seja, a empresa somente gera valor aos acionistas se seus lucros forem superiores ao custo de capital.

Para o cálculo do EVA, é utilizado o NOPAT – Net Operating After Taxes, sigla em inglês para Lucro Operacional Líquido Após os Impostos Sobre a Renda. As principais diferenças entre EBITDA e NOPAT, segundo Pereira (2005, p. 222), é que o NOPAT considera o custo com depreciações e impostos sobre renda.

Após a empresa calcular o NOPAT, são subtraídos os custos de capital, o que consiste uma das dificuldades da aplicação do EVA, que é estimar o custo do capital próprio, ou seja, a taxa requerida pelos acionistas para investir na empresa.

Conforme Schmidt e Santos (2006, p. 208), quando a empresa passa a ser orientada na geração de valor ao acionista, a gestão da empresa muda, com os gestores submetendo suas decisões às ações que agreguem valor ao acionista.

4.1.3. ROA

De acordo com Assaf Neto (2009, p. 91), o Return on Assets – ROA, sigla em inglês para Retorno Sobre Ativos, representa “o retorno produzido pelo total das aplicações realizadas por uma empresa em seus ativos”.

Noreen e Garrison (2001, p. 396-397) destacam que o ROA foi desenvolvido pela empresa DuPont e estabeleceu uma relação entre giro de ativo e margem líquida para avaliar o desempenho de um gestor. Basicamente, o gestor pode aumentar o ROA de três maneiras: aumentando as vendas, reduzindo as despesas ou reduzindo os ativos. Essa relação e a fórmula de cálculo do ROA estão descritas na figura 9:

$$\begin{array}{ccc}
 \boxed{\text{Giro de Ativo} = \frac{\text{Vendas Operacionais}}{\text{Ativo Médio}}} & & \\
 & \times & \\
 \boxed{\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Operacional Líquido}}{\text{Vendas}}} & = & \boxed{\text{Retorno Sobre Ativos - ROA}}
 \end{array}$$

Figura 9 – Fórmula de cálculo do ROA

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2001, p. 107) apresentam seu cálculo como a razão entre o lucro líquido da empresa e o ativo. Gitman e Madura (2005, p. 202) ressaltam que frequentemente o ROA também é chamado de Retorno Sobre Investimento (ROI), tendo em vista que diversos autores consideram o ativo como investimento.

4.1.4. ROI

Assaf Neto (2009, p. 92) destaca que o investimento deve ser diferenciado do ativo, e caracteriza o investimento como os recursos captados pela empresa junto a credores (passivo oneroso) e acionistas (patrimônio líquido). Na mesma linha, Horngren, Sundem e Stratton (2004, p. 347) adotam como investimento o capital investido.

O retorno deve remunerar os dois grupos. Portanto, é necessário utilizar o resultado sem a remuneração do passivo oneroso, ou seja, as despesas financeiras.

Desta maneira, o lucro operacional ou lucro antes do resultado financeiro é o mais adequado para esta medida e, a partir destas premissas, é possível deduzir a fórmula do ROI: lucro operacional sobre o somatório de passivo oneroso e patrimônio líquido.

4.1.5. ROE

O Return on Equity – ROE, sigla em inglês para Retorno Sobre Patrimônio Líquido, é um índice muito próximo do ROI, entretanto, ao invés de considerar o investimento feito pela empresa como um todo, concentra sua avaliação na rentabilidade dos acionistas. Desta maneira, o cálculo será a razão entre o lucro líquido da empresa (retorno) sobre o patrimônio líquido (investimento efetuado pelos acionistas).

Noreen e Garrison (2001, p. 588) ressaltam que a empresa deve gerar riqueza ao acionista e este índice demonstra a capacidade da empresa em gerar resultados em favor do acionista.

De acordo com Morante (2007, p. 43), o ROE é capaz de “indicar a lucratividade em relação aos capitais próprios, posicionando esses capitais diante de investimentos alternativos”.

Todos os índices possuem pontos a serem criticados, principalmente quando utilizados isoladamente, fato que inviabiliza a busca por um índice ideal que atenda todos os interesses de quem analisa a empresa.

Outro problema de atribuir uma importância demasiada aos índices consiste no fato de que os gestores passam a adotar ações que contemplem os índices ao invés de buscar o melhor para a empresa, especialmente quando a remuneração dos gestores está atrelada a estes índices.

4.2. Painéis de indicadores

Além das questões financeiras e contábeis, outra questão precisava ser discutida: A organização deveria ser conduzida apenas por indicadores financeiros? Com o desenvolvimento dos indicadores financeiros para mensurar o desempenho, as empresas estavam se tornando reféns destes indicadores e, ao invés de a empresa desenvolver ações e estas ações serem avaliadas em termos financeiros, o resultado financeiro passou a determinar quais ações as empresas deveriam tomar.

A idéia de um painel de indicadores surge da necessidade de quantificar os esforços da empresa, não somente no aspecto financeiro, mas com uma visão mais ampla do processo.

4.2.1. *O Tableau de Bord francês*

O termo Tableau de Bord surge na França e foi utilizado pela literatura em 1932, por Satet e Voraz, porém o conceito data do final do século anterior e a ideia central era melhorar o desempenho da empresa por meio da compreensão das relações de causa e efeito. Para controlar este desempenho, a empresa teria uma série de indicadores que auxiliariam na gestão da empresa como um piloto de avião utiliza diversos instrumentos.

O processo do Tableau de Bord ocorre em vários níveis com derivados Tableau de Bord sendo efetuados por cada unidade de negócios. Estes derivados são chamados tableaux de bord.

O painel deveria ser sucinto para não sobrecarregar o gestor com informações, e estas devem trazer o passado recente, o momento atual e o benchmarking externo.

Apesar de largamente aplicado em empresas francesas, o Tableau de Bord não alcançou a mesma notoriedade de outro painel de indicadores: o Balanced Scorecard.

4.2.2. O *Balanced Scorecard*

O conceito do *Balanced Scorecard* surge em 1992 com um artigo publicado na *Harvard Business Review*, escrito por Robert S. Kaplan e David P. Norton, que pretendia vincular controle operacional (curto prazo) à estratégia do negócio (longo prazo) por meio de quatro perspectivas. Assim, o *Balanced Scorecard* surgiu como um conjunto de indicadores multidimensional para medir o desempenho da empresa de forma equilibrada, ou seja, se efetuarmos a analogia entre uma empresa e uma pessoa, não somente veríamos uma pessoa saudável somente se ela for magra, mas também se ela se alimenta corretamente, dorme bem, pratica exercícios de forma regular, não fuma, entre outros hábitos. Desta forma, a medida correta para avaliar a saúde desta pessoa se torna um conjunto de outros indicadores. No caso da empresa é o mesmo conceito, não basta possuir indicadores financeiros bons, eles têm que somar com outros indicadores que levem a empresa a atingir sua estratégia de “viver melhor”.

O *Balanced Scorecard* está dividido em quatro perspectivas escolhidas a partir da “agenda competitiva das empresas”:

- ✓ **Perspectiva Financeira:** os indicadores financeiros são importantes, pois mensuram o resultado econômico das ações adotadas. Desta forma, o *Balanced Scorecard* incorpora os indicadores financeiros e os vincula à estratégia da empresa. São exemplos de indicadores a lucratividade, o crescimento de receita e a geração de fluxo de caixa.
- ✓ **Perspectiva do Cliente:** a empresa deve definir onde e como competirá e traçar medidas de desempenho adequadas, além de definir atributos significativos aos seus clientes de forma a fidelizar e aumentar o número de clientes. Exemplo de indicadores são o nível de satisfação de clientes, o *market-share* e o índice de retenção de clientes.
- ✓ **Perspectiva dos Processos Internos:** para conseguir uma melhoria nos indicadores financeiros ou aumentar a satisfação dos clientes, a empresa deve ser capaz de melhorar os seus processos e desenvolver novos processos, identificando as necessidades dos clientes que serão traduzidos em novos produtos ou serviços. Entre os exemplos de indicadores estão as melhorias de produção, o lançamento de novos produtos e as vendas de novos produtos.

- ✓ **Perspectiva de Aprendizado e Crescimento:** para atingir plenamente o resultado de sua estratégia a empresa precisa ter uma estrutura adequada, ou seja, seus recursos humanos, tecnológicos e seus procedimentos devem estar alinhados com as necessidades da empresa. São indicadores desta perspectiva o nível de habilidade dos funcionários, o nível de disponibilidade de informação e a melhoria de procedimentos críticos.

Talvez a maior contribuição teórica do Balanced Scorecard é a vinculação dos indicadores à estratégia da empresa. Por meio do Balanced Scorecard, a empresa efetuará a comunicação da estratégia numa abordagem do tipo top-down, onde todos os níveis teriam metas claras para nortear suas ações. A adoção das perspectivas funciona como âncoras, disciplinando os gestores e evitando a utilização de indicadores não atrelados à estratégia.

Além disso, o cenário econômico mais competitivo passa a exigir das empresas mais informações, mais planejamento e capacidade de visão de longo prazo para garantir a própria sobrevivência. Desta forma, surge um casamento quase perfeito entre a necessidade da empresa em implantar estratégias e um sistema capaz de medir e comunicar esta estratégia, exigindo dos gestores foco, alinhamento das unidades de negócio e envolvimento de todos os níveis da empresa de maneira equilibrada e sustentável.

Neste capítulo foram apresentadas maneiras de avaliar o desempenho da empresa que serão utilizadas para testar a hipótese colocada neste estudo.

5. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O procedimento metodológico adotado é a pesquisa documental, definida por Severino (2007, p. 122-123) como a utilização de documentos sem tratamento analítico como livros, artigos, entre outros.

Gil (1991, p. 52) afirma que a pesquisa documental tem como uma de suas vantagens: “a de não exigir contato com os sujeitos da pesquisa. É sabido que em muitos casos o contato com os sujeitos da pesquisa é difícil ou até mesmo impossível. Em outros, a informação proporcionada pelos sujeitos é prejudicada pelas circunstâncias que envolvem o contato”.

Conforme Diehl e Tatim (2004, p. 52-54), é possível classificar a pesquisa como qualitativa, pois “pode descrever a complexidade de determinado problema e a interação de certas variáveis” e o tipo de pesquisa é a descritiva, onde serão demonstradas as características de uma determinada população em relação ao tema estudado.

Foram utilizados documentos secundários disponibilizados pelos websites das próprias empresas listadas no Novo Mercado da BMFBovespa como demonstrações financeiras, relatórios anuais das empresas, também disponíveis no website da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

5.1. Coleta de dados

A coleta de dados para a pesquisa foi efetuada da seguinte forma:

A partir da listagem das empresas brasileiras que negociam suas ações em bolsa, disponível no website: www.bmfbovespa.com.br, foram destacadas as 123 empresas participantes do Novo Mercado, detalhadas no anexo 1. Essa pesquisa foi efetuada durante o ano de 2011 com a última atualização em 29 de julho de 2011.

Dessa maneira, as empresas participantes do estudo deveriam apresentar em seus websites, sem a necessidade de cadastros prévios, senhas de acesso ou quaisquer mecanismos que impedisse o acesso às informações sobre suas demonstrações financeiras, práticas de governança, estratégia e controle da estratégia. A maior parte das empresas inclusive destina uma área chamada “relação com investidores” e disponibilizam um “kit investidor” com as principais informações da empresa para consulta ou download. A partir da disponibilidade de tais dados, é possível admitir que as empresas consideram importante a divulgação de seus

resultados e que o website torna-se uma ferramenta que possibilita o acesso às informações referidas por qualquer interessado.

Para a avaliação de desempenho foi considerada a média da Margem EBITDA dos anos de 2008, 2009 e 2010. Com a utilização da média dos três últimos anos, é possível minimizar a ocorrência de resultados extraordinários em um determinado período. Portanto, as empresas que ingressaram no Novo Mercado após 2007 foram excluídas da amostra, restando oitenta e duas empresas.

Também foram excluídas quatro empresas que não utilizam o EBITDA como medida de desempenho: Banco do Brasil, MPX Energia, Porto Seguro e Spring Global.

Além da avaliação pela Margem EBITDA, foram efetuados os mesmos testes com os indicadores ROA, ROE e ROI.

Após o ajuste do critério de corte, sobraram setenta e oito empresas descritas na tabela 2.

TABELA 2. Relação das empresas participantes do estudo

| Razão Social | Nome de Pregão | Setor Econômico |
|--|----------------|---------------------------------|
| AMIL PARTICIPAÇÕES S.A. | AMIL | Consumo não Cíclico |
| ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A | ANHANGUERA | Consumo Cíclico |
| B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | B2W VAREJO | Consumo Cíclico |
| BEMATECH S.A. | BEMATECH | Tecnologia da Informação |
| BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP | BHG | Consumo Cíclico |
| BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT | BMFBOVESPA | Financeiro e Outros |
| BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A. | BR MALLS PAR | Financeiro e Outros |
| BR PROPERTIES S.A. | BR PROPERT | Financeiro e Outros |
| BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A. | BR BROKERS | Construção e Transporte |
| BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A. | ECODIESEL | Petróleo, Gás e Biocombustíveis |
| BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS | BRASILAGRO | Financeiro e Outros |
| BRF - BRASIL FOODS S.A. | BRF FOODS | Consumo não Cíclico |
| BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A. | BROOKFIELD | Construção e Transporte |
| CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A. | CC DES IMOB | Construção e Transporte |
| CIA CONCESSÕES RODOVIÁRIAS | CCR RODOVIAS | Construção e Transporte |
| CIA HERING | CIA HERING | Consumo Cíclico |
| CIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO | PROVIDENCIA | Materiais Básicos |
| CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO | SABESP | Utilidade Pública |
| CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | COPASA | Utilidade Pública |
| COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO | COSAN | Consumo não Cíclico |
| CPFL ENERGIA S.A. | CPFL ENERGIA | Utilidade Pública |
| CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A. | CR2 | Construção e Transporte |
| CREMER S.A. | CREMER | Consumo não Cíclico |
| CSU CARDSYSTEM S.A. | CSU CARDSYST | Bens Industriais |
| CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART | CYRELA REALT | Construção e Transporte |

| Razão Social | Nome de Pregão | Setor Econômico |
|--|----------------|--------------------------|
| CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART | CYRE COM-CCP | Financeiro e Outros |
| DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. | DASA | Consumo não Cíclico |
| DROGASIL S.A. | DROGASIL | Consumo não Cíclico |
| EDP – ENERGIAS DO BRASIL S.A. | ENERGIAS BR | Utilidade Pública |
| EMBRAER S.A. | EMBRAER | Bens Industriais |
| EQUATORIAL ENERGIA S.A. | EQUATORIAL | Utilidade Pública |
| ETERNIT S.A. | ETERNIT | Construção e Transporte |
| EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | EVEN | Construção e Transporte |
| EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A. | EZTEC | Construção e Transporte |
| FERTILIZANTES HERINGER S.A. | FER HERINGER | Materiais Básicos |
| GAFISA S.A. | GAFISA | Construção e Transporte |
| GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. | GENERALSHOPP | Financeiro e Outros |
| GRENDENE S.A. | GRENDENE | Consumo Cíclico |
| HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | HELBOR | Construção e Transporte |
| IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A | IGUATEMI | Financeiro e Outros |
| INDÚSTRIAS ROMI S.A. | INDS ROMI | Bens Industriais |
| JBS S.A. | JBS | Consumo não Cíclico |
| JHSF PARTICIPAÇÕES S.A. | JHSF PART | Construção e Transporte |
| LIGHT S.A. | LIGHT S/A | Utilidade Pública |
| LOCALIZA RENT A CAR S.A. | LOCALIZA | Consumo Cíclico |
| LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A. | LOG-IN | Construção e Transporte |
| LOJAS RENNER S.A. | LOJAS RENNER | Consumo Cíclico |
| LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A. | LOPES BRASIL | Construção e Transporte |
| LUPATECH S.A. | LUPATECH | Bens Industriais |
| M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS | M.DIASBRANCO | Consumo não Cíclico |
| MARFRIG ALIMENTOS S/A | MARFRIG | Consumo não Cíclico |
| METALFRIO SOLUTIONS S.A. | METALFRIO | Bens Industriais |
| MINERVA S.A. | MINERVA | Consumo não Cíclico |
| MMX MINERAÇÃO E METALICOS S.A. | MMX MINER | Materiais Básicos |
| MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A. | MRV | Construção e Transporte |
| NATURA COSMÉTICOS S.A. | NATURA | Consumo não Cíclico |
| OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. | OHL BRASIL | Construção e Transporte |
| ODONTOPREV S.A. | ODONTOPREV | Consumo não Cíclico |
| PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPAÇÕES | PDG REALT | Construção e Transporte |
| POSITIVO INFORMÁTICA S.A. | POSITIVO INF | Tecnologia da Informação |
| PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A. | PROFARMA | Consumo não Cíclico |
| REDECARD S.A. | REDECARD | Financeiro e Outros |
| RENAR MACAS S.A. | RENAR | Consumo não Cíclico |
| RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A. | RODOBENSIMOB | Construção e Transporte |
| ROSSI RESIDENCIAL S.A. | ROSSI RESID | Construção e Transporte |
| SÃO CARLOS EMPREEND E PARTICIPAÇÕES S.A. | SAO CARLOS | Financeiro e Outros |
| SÃO MARTINHO S.A. | SAO MARTINHO | Consumo não Cíclico |
| SLC AGRÍCOLA S.A. | SLC AGRICOLA | Consumo não Cíclico |
| TECNISA S.A. | TECNISA | Construção e Transporte |
| TEGMA GESTAO LOGÍSTICA S.A. | TEGMA | Construção e Transporte |

| Razão Social | Nome de Pregão | Setor Econômico |
|--|----------------|--------------------------|
| TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A. | TEMPO PART | Consumo não Cíclico |
| TOTVS S.A. | TOTVS | Tecnologia da Informação |
| TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A. | TRIUNFO PART | Construção e Transporte |
| TRACTEBEL ENERGIA S.A. | TRACTEBEL | Utilidade Pública |
| TRISUL S.A. | TRISUL | Construção e Transporte |
| VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A. | VALID | Bens Industriais |
| VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A. | VIVER | Construção e Transporte |
| WEG S.A. | WEG | Bens Industriais |

5.2. Escolha dos indicadores

As empresas que fazem parte do Novo Mercado da Bovespa comprometem-se com uma série de práticas diferenciadas de governança corporativa, porém existem recomendações elaboradas por órgãos ligados ao desenvolvimento da governança corporativa como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE, a Comissões de Valores Mobiliários - CMV que, se forem cumpridas, colocam a empresa em outro patamar de governança corporativa, principalmente nos aspectos de *disclosure e accountability*, já que essas empresas ao serem certificadas como Novo Mercado, atenderam aos requisitos obrigatórios, de acordo com a premissa de *compliance*.

Assim, o presente estudo propõe constatar a utilização das práticas não obrigatórias de governança corporativa para as empresas do Novo Mercado, que serão chamadas neste trabalho de práticas diferenciadas de governança corporativa, bem como pretende verificar se existe relação entre as práticas referidas e o desempenho da empresa.

A busca pela evolução das práticas de governança deve fazer parte do cotidiano das empresas, pois, conforme afirma a Comissão de Valores Mobiliários (2002, p.1): “companhias com um sistema de governança que proteja todos os seus investidores tendem a ser mais valorizadas, porque os investidores reconhecem que o retorno dos investimentos será usufruído igualmente por todos”.

Além disso, a criação de *ranking* para avaliar as práticas de governança corporativa das empresas vem ao encontro das considerações para o futuro da governança corporativa descritas por Tricker (2009), onde os códigos de boas práticas serão substituídos por dados

quantificáveis, *ratings* e *rankings*, e estas informações estarão disponíveis para investidores, analistas e autoridades.

Foram escolhidos os seguintes indicadores para integrar o modelo de práticas de governança corporativa diferenciadas:

5.2.1. Informações sobre práticas de governança

Indica a importância de a empresa estar inserida em um dos níveis de governança. Segundo a Comissão de Valores Mobiliários (2002, p.1): “para os investidores, a análise das práticas de governança auxilia na decisão de investimento, pois a governança determina o nível e as formas de atuação que estes podem ter na companhia, possibilitando-lhes exercer influência no desempenho da mesma”.

5.2.2. Informações sobre estratégias

Conforme descrito pelo IBGC (2010, p. 19), a informação “não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à criação de valor”.

A estratégia foi escolhida, pois contempla exatamente este tipo de informação. Trata-se de informação relevante, além do aspecto econômico-financeiro, que norteia a ação gerencial e conduz à criação de valor.

5.2.3. Informações sobre o monitoramento da estratégia

Para a Corporação Financeira Internacional (2010, p. 118), “as empresas devem apresentar informações detalhadas sobre como chegaram aos resultados e os tipos de práticas que adotaram para tal”.

As informações sobre o monitoramento da estratégia indicam se a empresa presta contas da adoção de suas estratégias em relação aos seus resultados, por meio de ferramentas de monitoramento da estratégia.

5.2.4. Informações quantitativas sobre metas

Este indicador completa o tripé de informações sobre estratégia, que é a divulgação das metas ou resultados obtidos em relação à estratégia previamente definida.

Traçando um paralelo com o trabalho desenvolvido por Marcondes e Fama (2003, p. 355), onde a remuneração dos executivos não deveria somente levar em consideração o resultado obtido, mas ajustar o resultado ao grau de risco da empresa, denominado beta, concluímos que o bom executivo seria aquele que obtivesse um bom resultado para a empresa sem elevar a exposição desta ao risco.

Da mesma forma, o resultado da empresa deve ser consequência de uma estratégia bem definida, implantada e monitorada, e a divulgação desta relação evidenciaria a atuação dos gestores como uma prestação de contas dos recursos empregados no planejamento estratégico.

5.2.5. Política de dividendos

De acordo com o IBGC (2009, p. 28), a empresa deve divulgar sua Política de Distribuição de Dividendos com informações sobre a periodicidade dos pagamentos e os parâmetros para definição dos valores e fatores que possam afetar sua distribuição.

5.2.6. Segregação das funções de presidente do Conselho e diretor-presidente

Conforme o IBGC (2009, p. 35), o presidente do Conselho de Administração (*Chairman*) não deve exercer a função de diretor-presidente (*CEO*), para evitar a concentração de poder e prejuízo na supervisão do conselho na gestão da empresa.

A CVM (2002, p. 5) destaca que essa segregação evita possíveis conflitos de interesses, já que o conselho fiscaliza a atuação dos gestores.

5.2.7. *Conselheiros suplentes*

Segundo o IBGC (2009, p. 36), não devem existir conselheiros suplentes, pois estes não estão familiarizados com os problemas da organização.

Além desse ponto, existe a possibilidade de manipulação do conselho com a utilização de suplentes.

5.2.8. *Conselheiros independentes*

Segundo o IBGC (2009, p. 36), devem compor a maioria do conselho, por representar os interesses da organização como um todo, e não de uma parcela específica, como os controladores ou minoritários.

Algumas características que definem a independência do conselheiro são:

- ✓ não ter qualquer vínculo com a organização, exceto participação não relevante no capital;
- ✓ não ter sido empregado ou diretor da organização há pelo menos 3 anos;
- ✓ não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da organização;
- ✓ não receber outra remuneração da organização, além dos honorários de conselheiro;
- ✓ não depender financeiramente da remuneração da organização.

5.2.9. *Comitê de Auditoria*

Segundo o IBGC (2009, p. 45), o Comitê de Auditoria deve analisar as demonstrações financeiras, supervisionar a área financeira da empresa, melhorar os controles internos e garantir que a auditoria interna e a auditoria independente cumpram seus respectivos papéis a contento.

De acordo com a OCDE (2004, p. 58), o Comitê de Auditoria deve supervisionar as auditorias internas e externas e garantir a independência de seus trabalhos.

Assaf Neto (2010, p. 20) exemplifica a importância do Comitê de Auditoria ao citar que nos Estados Unidos “as empresas são obrigadas a manterem um Comitê de Auditoria com

o intuito de atribuir maior transparência aos acionistas das companhias e aprimorar os trabalhos de seus Conselhos”.

5.2.10. Conselho Fiscal

De acordo com o IBGC (2009, p. 62), o Conselho Fiscal “deve ser visto como um controle independente para os sócios que visa agregar valor para a organização”.

O Conselho Fiscal exerce um papel importante no sistema de governança, pois representa o controle exercido pelos acionistas.

5.2.11. Código de conduta

Conforme o IBGC (2009, p. 66), o Código de Conduta deve “refletir adequadamente a cultura da empresa e enunciar, com total clareza, os princípios em que está fundamentado”.

Para a OCDE (2004, p. 63): “o código de ética deve, pelo menos, estabelecer limites claros à persecução de interesses privados, incluindo a negociação de ações da empresa. Um enquadramento geral da conduta ética vai além do cumprimento da lei, que deve ser sempre um requisito fundamental”.

Para a Corporação Financeira Internacional (2010, p. 118), “a comunicação estende-se além da dimensão econômica. Ela cobre os aspectos sociais e ambientais, práticas de governança corporativa, regras para ética e conduta e muito mais”.

Não se deve esquecer que questões de conduta versam sobre vários assuntos com linhas tênues de aceitação ou tolerância e que envolvem o comportamento da empresa com diversos agentes, de maneira que todos os envolvidos devem seguir a mesma orientação.

5.2.12. Fatores de Risco

De acordo com a OCDE (2004, p. 55), a empresa precisa divulgar informações sobre fatores de risco razoavelmente previsíveis:

- ✓ riscos específicos do setor ou das áreas geográficas em que a empresa opera;
- ✓ dependência de mercadorias;

- ✓ riscos do mercado financeiro, incluindo as taxas de juro ou os riscos cambiais;
- ✓ riscos relacionados com instrumentos derivados e transações fora do balanço;
- ✓ riscos relacionados com responsabilidades ambientais.

5.2.13. Nível de Ações em Circulação

O nível de ações em circulação, também conhecido como *free float*, é um instrumento importante para a liquidez dos títulos e para dispersão do capital. O Novo Mercado estabelece um nível mínimo de *free float* de 25% das ações. Para este estudo será considerado uma prática diferenciada as empresas que mantiverem a maioria das suas ações em circulação.

5.2.14. Concentração Patrimonial

A OCDE (2004, p. 9), em seu relatório para a América Latina, afirma que a concentração patrimonial não é benéfica para as empresas em virtude da insuficiência de recursos para o crescimento destas. Nesse caso, a dispersão do capital funcionaria como uma alavanca para melhorar as práticas de governança corporativa.

Dessa maneira, foram consideradas empresas com práticas diferenciadas aquelas em que o principal controlador não possua a maioria das ações.

5.3. Índice de Práticas de Governança Corporativa Diferenciadas

Os 14 indicadores foram agrupados na tabela 3 e transformados em questões binárias, onde para a resposta positiva foi atribuído 1 ponto e para a resposta negativa foi atribuído 0 ponto, sem distinção entre os indicadores. Foi considerada a possibilidade de aplicação de pesos para cada indicador, por meio de pesquisas qualitativas; entretanto, além desse tipo de pesquisa exigir uma grande quantidade de especialistas no assunto, ele sempre traria um grande caráter subjetivo, pois cada amostra, invariavelmente, traria a possibilidade de um modelo diferente, que seria inviável para este estudo.

TABELA 3. Questões para criação do índice de práticas de governança corporativa diferenciadas

| | |
|----|--|
| 1 | A empresa divulga suas práticas de governança? |
| 2 | A empresa divulga sua estratégia? |
| 3 | A empresa divulga como monitora sua estratégia? |
| 4 | A empresa divulga informações quantitativas sobre metas? |
| 5 | A empresa divulga sua política de dividendos? |
| 6 | Pessoas diferentes nas funções de presidente do Conselho e diretor-presidente? |
| 7 | Todos os conselheiros são titulares? |
| 8 | A maioria dos conselheiros é independente? |
| 9 | Existe comitê de auditoria? |
| 10 | Existe conselho fiscal instalado? |
| 11 | A empresa divulga os fatores de risco? |
| 12 | Existe código de ética/conduita? |
| 13 | A maioria das ações está em circulação? |
| 14 | O principal controlador não possui a maioria das ações? |

A partir das respostas dessas questões, as empresas foram classificadas em três grupos, de acordo com a tabela 4:

TABELA 4. Conceituação das empresas pesquisadas

| Grupo | Pontuação | Conceito | Significado |
|-------|----------------------|----------|--|
| 1 | Entre 0 a 4 pontos | Fraco | Pouca diferenciação entre o obrigatório e o recomendado |
| 2 | Entre 5 e 9 pontos | Regular | Média diferenciação entre o obrigatório e o recomendado |
| 3 | Entre 10 e 14 pontos | Bom | Grande diferenciação entre o obrigatório e o recomendado |

Após a classificação das empresas, estas foram testadas por meio da correlação entre a pontuação que alcançaram segundo a tabela acima e os indicadores de desempenho escolhidos: as médias de Margem EBITDA, ROA, ROE e ROI.

6. CONSTATAÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DIFERENCIADAS

6.1. Resultados obtidos

Tal como estipulado no capítulo anterior, foram acessados os *websites* das setenta e oito empresas selecionadas para amostra, bem como informações disponíveis nos *websites* da BMFBovespa e da Comissão de Valores Mobiliários – CVM e obtidas as seguintes respostas:

Pergunta 1 - A empresa divulga suas práticas de governança?

Todas as empresas pesquisadas disponibilizam suas práticas de governança corporativa basicamente destacando uma visão geral do conceito, a composição acionária da empresa, a composição dos conselhos e diretoria e suas políticas como dividendos e código de conduta.

O alto índice de respostas positivas reflete a importância do conceito de governança corporativa e como as empresas que obtiveram o grau diferenciado de governança corporativa consideram essencial a divulgação de suas práticas.

Pergunta 2 - A empresa divulga sua estratégia?

Das 78 empresas, 66 divulgam suas estratégias. Com mais de 84% de respostas positivas, as empresas demonstram de maneira explícita sua estratégia. Por essa forma a empresa indica seus objetivos e a maneira como pretende alcançá-los. Ao divulgar sua estratégia ela reconhece a importância de estender o assunto aos interessados e oferece ao investidor uma proposta, informando como pretende utilizar seus recursos para melhorar seu desempenho e aumentar seu valor aos acionistas.

Pergunta 3 - A empresa divulga como monitora sua estratégia?

Apenas 14,1% das empresas divulgam a maneira como monitoram sua estratégia. Este índice apresenta um paradoxo entre o nível de transparência da informação destacado na

pergunta anterior e o nível de prestação de contas, ou seja, como a estratégia definida de fato contribui para o desempenho da empresa.

As 11 empresas que divulgam como monitoram suas estratégias adotam as seguintes ferramentas dispostas na tabela 5:

TABELA 5. Ferramentas de monitoramento de estratégias utilizadas

| Ferramentas | Quantidade de empresas |
|---|-------------------------------|
| <i>Balanced Scorecard</i> | 4 |
| Planejamento Estratégico | 3 |
| Plano de Ação | 1 |
| Modelo de acompanhamento estratégico | 1 |
| Programa Estruturado de Expansão e Diversificação | 1 |
| Orçamento Base Zero | 1 |

Nenhuma das empresas apresentou dados quantitativos em relação ao monitoramento da estratégia ou a como a variação de indicadores do planejamento influenciou o desempenho da empresa.

A indicação do *Balanced Scorecard* como a ferramenta mais utilizada demonstra a possibilidade de uma padronização na utilização de uma ferramenta de acompanhamento estratégico, que traria um grande avanço na forma de analisar e comparar as empresas. Além disso, como se trata de um painel múltiplo de indicadores que contempla várias perspectivas, demonstra a preocupação das empresas em apresentar resultados além da ótica econômico-financeira.

Pergunta 4 - A empresa divulga informações quantitativas sobre metas?

Menos da metade das empresas, exatamente 36, indicam suas metas ou projeções de maneira quantitativa, o que possibilitaria um melhor acompanhamento da empresa e se suas ações estão de acordo com o planejamento. Combinando essa informação ao número de empresas que divulgam suas estratégias e à ausência da divulgação sobre as ferramentas de monitoramento, é possível afirmar que a estratégia divulgada pelas empresas são informações genéricas como “ampliar participação de mercado” ou “reduzir custos”, sem demonstrar as metas atingidas nem como este resultado influenciaria no desempenho da empresa.

Pergunta 5 - A empresa divulga sua política de dividendos?

Todas as empresas divulgam suas políticas de dividendos, índice que evidencia o nível de transparência, principalmente pela instituição do formulário de referência, instituído pela Instrução CVM 480/09, que determina que os emissores de ações divulguem uma série de informações como a política de dividendos.

Pergunta 6 - Pessoas diferentes nas funções de presidente do Conselho e diretor-presidente?

Mais de 76% das empresas tem pessoas diferentes nas funções de presidente do Conselho e diretor-presidente, índice positivo para evitar acúmulo de poder e falta de fiscalização do conselho sobre a gestão.

Pergunta 7 - Todos os conselheiros são titulares?

Em 88% das empresas todos os conselheiros são titulares. Assim, a grande maioria das empresas adota o procedimento recomendado para as melhores práticas de governança. Apenas 9 empresas adotam suplentes em seus conselhos.

Pergunta 8 - A maioria dos conselheiros é independente?

Neste caso a maioria dos conselhos não é formada por conselheiros independentes, ou seja, tem algum vínculo com o controlador. A independência dos conselheiros é importante para garantir que a empresa como um todo seja representada e não o grupo pelo qual o conselheiro foi indicado.

Somente 13% das empresas pesquisadas, ou seja, 10 empresas possuem a maioria do conselho independente e, em outros 6 casos, o número de independentes é igual ao número de indicados.

Na média, o tamanho do conselho é de 7 integrantes, sendo 2 independentes; portanto, 30% do conselho é independente, número que supera a exigência do Novo Mercado que é de 20%.

Outra constatação em relação ao conselho é que todas as empresas estão dentro do limite do número de conselheiros recomendado pelo IBGC, entre 5 e 11 conselheiros, conforme evidenciado na tabela 6:

TABELA 6. Tamanho do Conselho

| Empresas | Número de Conselheiros | Média de Conselheiros Independentes | Grau médio de independência do Conselho |
|----------|------------------------|-------------------------------------|---|
| 15 | 5 | 1,33 | 26,7% |
| 11 | 6 | 2,36 | 39,4% |
| 30 | 7 | 2,67 | 38,1% |
| 11 | 8 | 2,18 | 36,4% |
| 4 | 9 | 1,75 | 19,4% |
| 3 | 10 | 3,33 | 33,3% |
| 4 | 11 | 5,25 | 47,7% |

Pergunta 9 - Existe comitê de auditoria?

30 empresas, ou 38%, possuem comitê de auditoria, número baixo pela importância da auditoria no processo de governança corporativa.

Pergunta 10 - Existe conselho fiscal instalado?

42 empresas, portanto 54% delas, têm conselho fiscal instalado. Novamente um número baixo para um órgão que desempenha um papel importante na fiscalização da empresa.

Outro fator de destaque é que apenas 15 empresas possuem comitê de auditoria e conselho fiscal instalado em conjunto, já em 21 não existem nem comitê de auditoria nem conselho fiscal instalado.

Pergunta 11 - A empresa divulga os fatores de risco?

Esta foi a terceira pergunta com 100% de respostas positivas, destacando novamente o papel da CVM com a instituição do formulário de referência onde a maior parte das empresas descreveu seus fatores de risco.

Pergunta 12 - Existe código de ética/conduita?

65% das empresas pesquisadas adotam um código de ética /conduita para nortear as relações entre os diversos agentes envolvidos.

Pergunta 13 - A maioria das ações está em circulação?

As empresas devem favorecer a dispersão de capital, de maneira a evitar a concentração de propriedade e falta de liquidez das ações no mercado. Para o padrão do Novo Mercado, o nível de *free float* é de 25%. Para caracterizar prática diferenciada, a empresa deveria ter a maioria das ações em circulação, ou seja, mais de 50%.

Apenas 26 empresas atingiram este grau de dispersão acionária, o que representa 33% das empresas. O nível médio de *free float* das empresas é de 46,70%, valor muito superior ao padrão do Novo Mercado.

A tabela 7 demonstra o nível de ações em circulação de cada empresa em ordem decrescente.

TABELA 7. Classificação das empresas por nível de ações em circulação

| Nome | Nível de ações em circulação em % |
|--|-----------------------------------|
| GAFISA S.A. | 99,86 |
| LOJAS RENNER S.A. | 99,76 |
| PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPAÇÕES | 99,27 |
| BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT | 92,84 |
| ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A | 81,55 |
| EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | 73,20 |
| BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A. | 72,90 |
| CIA HERING | 71,72 |
| BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A. | 70,78 |
| BR PROPERTIES S.A. | 70,32 |
| TOTVS S.A. | 68,21 |
| BRF - BRASIL FOODS S.A. | 65,97 |
| VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A. | 64,60 |
| ETERNIT S.A. | 64,18 |
| LOCALIZA RENT A CAR S.A. | 63,62 |
| MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A. | 63,20 |
| BEMATECH S.A. | 63,09 |
| ROSSI RESIDENCIAL S.A. | 62,40 |
| EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONÁUTICA S.A. | 60,73 |
| LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A. | 58,00 |

| Nome | Nível de ações em circulação em % |
|---|-----------------------------------|
| BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS | 57,92 |
| CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART | 54,50 |
| METALFRIO SOLUTIONS S.A. | 53,50 |
| INDUSTRIAS ROMI S.A. | 52,60 |
| TECNISA S.A. | 51,50 |
| BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A. | 50,40 |
| REDECARD S.A. | 50,00 |
| VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A. | 49,80 |
| CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO | 49,74 |
| CIA CONCESSÕES RODOVIARIAS | 48,78 |
| ODONTOPREV S.A. | 47,97 |
| RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 47,35 |
| BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A. | 44,80 |
| LUPATECH S.A. | 43,95 |
| CSU CARDSYSTEM S.A. | 43,50 |
| BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP | 43,35 |
| DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. | 43,08 |
| SLC AGRÍCOLA S.A. | 42,93 |
| PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A. | 42,90 |
| JBS S.A. | 42,23 |
| HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | 42,20 |
| B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | 42,17 |
| CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | 41,59 |
| RENAR MACAS S.A. | 41,20 |
| TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A. | 41,00 |
| GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. | 40,57 |
| OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. | 40,00 |
| NATURA COSMÉTICOS S.A. | 39,55 |
| LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A. | 37,00 |
| EQUATORIAL ENERGIA S.A. | 36,10 |
| DROGASIL S.A. | 35,81 |
| IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A | 35,80 |
| SÃO MARTINHO S.A. | 35,44 |
| EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A. | 35,20 |
| TRISUL S.A. | 35,00 |
| TEGMA GESTAO LOGÍSTICA S.A. | 34,45 |
| WEG S.A. | 33,99 |
| CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A. | 33,90 |
| LIGHT S.A. | 32,85 |
| MINERVA S.A. | 32,50 |
| FERTILIZANTES HERINGER S.A. | 32,24 |
| MMX MINERAÇÃO E METALICOS S.A. | 32,07 |

| Nome | Nível de ações em circulação em % |
|--|-----------------------------------|
| TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A. | 31,70 |
| CPFL ENERGIA S.A. | 30,70 |
| AMIL PARTICIPAÇÕES S.A. | 30,60 |
| CIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO | 27,50 |
| POSITIVO INFORMÁTICA S.A. | 27,31 |
| CREMER S.A. | 27,00 |
| EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A. | 26,80 |
| COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO | 26,59 |
| MARFRIG ALIMENTOS S/A | 26,43 |
| GRENDENE S.A. | 25,10 |
| M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS | 25,00 |
| SÃO CARLOS EMPREEND E PARTICIPAÇÕES S.A. | 22,94 |
| CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART | 22,30 |
| TRACTEBEL ENERGIA S.A. | 21,29 |
| JHSF PARTICIPAÇÕES S.A. | 18,70 |
| CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 15,24 |

Pergunta 14 - O principal controlador não possui a maioria das ações?

Pergunta também voltada à questão da concentração de propriedade. Neste caso, em 60% das empresas o principal controlador não possui a maioria das ações, prática que favorece os acionistas minoritários.

6.2. Classificação das empresas

A tabela 8 demonstra a classificação das empresas pelo índice de práticas de governança corporativa diferenciadas.

TABELA 8. Classificação das empresas pelo índice de práticas de governança corporativa diferenciadas

| Nome de Pregão | 1 Gov | 2 Est | 3 Monit | 4 Metas | 5 Divid | 6 Segreg | 7 Titul | 8 Indep | 9 Audit | 10 Fiscal | 11 Risco | 12 Ética | 13 Circ | 14 Control | Pontuação |
|----------------|-------|-------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|-----------|----------|----------|---------|------------|-----------|
| ETERNIT | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 13 |
| GAFISA | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 13 |
| EMBRAER | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 13 |
| BRF FOODS | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 13 |
| CPFL ENERGIA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 12 |
| LOJAS RENNER | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 |
| ECODIESEL | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 12 |
| BMFBOVESPA | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 |
| SABESP | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 11 |
| TOTVS | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 |
| ANHANGUERA | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 |
| BEMATECH | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 |
| ROSSI RESID | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 11 |
| BR MALLS PAR | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 |
| COPASA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 10 |
| ENERGIAS BR | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 10 |
| PROVIDENCIA | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 10 |
| DASA | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 10 |
| BROOKFIELD | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 |
| RODOBENSIMOB | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 10 |
| TECNISA | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 |
| INDS ROMI | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 |
| LOG-IN | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 10 |
| MARFRIG | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 10 |
| BRASILAGRO | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 10 |
| CYRE COM-CCP | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 9 |

| Nome de Pregão | 1 Gov | 2 Est | 3 Monit | 4 Metas | 5 Divid | 6 Segreg | 7 Titul | 8 Indep | 9 Audit | 10 Fiscal | 11 Risco | 12 Ética | 13 Circ | 14 Control | Pontuação |
|----------------|-------|-------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|-----------|----------|----------|---------|------------|-----------|
| BR PROPERT | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 |
| IGUATEMI | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 9 |
| TRIUNFO PART | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 9 |
| CCR RODOVIAS | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 9 |
| LOCALIZA | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 |
| EQUATORIAL | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 9 |
| LIGHT S/A | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 9 |
| JHSF PART | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 9 |
| MRV | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 9 |
| PDG REALT | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 9 |
| NATURA | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 9 |
| CIA HERING | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 |
| VALID | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 9 |
| CSU CARDSYST | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 9 |
| CC DES IMOB | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 9 |
| CREMER | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 9 |
| JBS | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 9 |
| REDECARD | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 8 |
| TRACTEBEL | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 8 |
| SLC AGRICOLA | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 8 |
| ODONTOPREV | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 8 |
| EVEN | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 8 |
| LUPATECH | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 8 |
| CYRELA REALT | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 8 |
| B2W VAREJO | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 8 |
| TRISUL | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 8 |
| COSAN | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 8 |
| METALFRIO | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 8 |

| Nome de Pregão | 1 Gov | 2 Est | 3 Monit | 4 Metas | 5 Divid | 6 Segreg | 7 Titul | 8 Indep | 9 Audit | 10 Fiscal | 11 Risco | 12 Ética | 13 Circ | 14 Control | Pontuação |
|----------------|-------|-------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|---------|-----------|----------|----------|---------|------------|-----------|
| VIVER | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 8 |
| DROGASIL | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 8 |
| FER HERINGER | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 8 |
| RENAR | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 8 |
| GENERALSHOPP | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 7 |
| OHL BRASIL | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 7 |
| LOPES BRASIL | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 7 |
| EZTEC | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 7 |
| SÃO MARTINHO | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 7 |
| WEG | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 7 |
| CR2 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 7 |
| AMIL | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 7 |
| POSITIVO INF | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 7 |
| MMX MINER | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 7 |
| BR BROKERS | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 6 |
| M.DIASBRANCO | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 6 |
| TEGMA | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 6 |
| GRENDENE | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 6 |
| MINERVA | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 6 |
| TEMPO PART | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 6 |
| SÃO CARLOS | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 1 | 5 |
| HELBOR | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 5 |
| PROFARMA | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 5 |
| BHG | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 5 |

Legenda das questões

| | |
|----|--|
| 1 | A empresa divulga suas práticas de governança? |
| 2 | A empresa divulga sua estratégia? |
| 3 | A empresa divulga como monitora sua estratégia? |
| 4 | A empresa divulga informações quantitativas sobre metas? |
| 5 | A empresa divulga sua política de dividendos? |
| 6 | Pessoas diferentes nas funções de presidente do Conselho e diretor-presidente? |
| 7 | Todos os conselheiros são titulares? |
| 8 | A maioria dos conselheiros é independente? |
| 9 | Existe comitê de auditoria? |
| 10 | Existe conselho fiscal instalado? |
| 11 | A empresa divulga os fatores de risco? |
| 12 | Existe código de ética/conduita? |
| 13 | A maioria das ações está em circulação? |
| 14 | O principal controlador não possui a maioria das ações? |

Com base na classificação obtida na tabela 8, é possível observar que nenhuma empresa atingiu a pontuação máxima, bem como nenhuma ficou abaixo da pontuação 5, o que sugere uma tendência das empresas em não limitar suas práticas de governança somente ao que é exigido pelo regulamento do Novo Mercado da BMFBovespa.

Se para a demonstração dos resultados obtidos fosse criada uma empresa fictícia apresentaria a situação disposta abaixo:

Uma empresa que divulga suas práticas de governança, sua política de dividendos, fatores de risco, código de conduta e estratégia, porém que não divulga como monitora esta estratégia e nem as metas definidas.

Esta empresa possui um conselho de administração com 7 componentes, sendo 2 independentes, não utiliza suplentes e o presidente do conselho não ocupa a mesma função do diretor-presidente.

O principal controlador não detém a maioria das ações da empresa; entretanto, a maioria das ações não está em circulação, o que leva a crer que a maioria das ações está concentrada em poucos acionistas majoritários.

O principal órgão de fiscalização desta empresa é o Conselho Fiscal, sem utilizar o comitê de auditoria.

Tal empresa teria uma pontuação de 8,74, estando assim classificada como uma empresa com nível regular de práticas diferenciadas.

Outro ponto a ser avaliado com a classificação em um índice de práticas de governança diferenciadas é a utilização deste tipo de informação como ferramenta de

divulgação para melhoria de imagem institucional e como estratégia de negócios. A adoção dessas práticas diferenciaria a empresa que as adotasse caracterizando-a como uma instituição transparente, justa, comprometida com seus acionistas e também com os demais agentes de sua comunidade, desde seus empregados, clientes, fornecedores até a comunidade no sentido mais amplo como o governo e demais organizações da sociedade civil.

Além disso, o Relatório Setorial do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES (2000, p. 7), sobre a responsabilidade corporativa das empresas, destaca que as empresas que se comprometem com esses aspectos atingem os seguintes ganhos: “melhoria da imagem institucional, criação de um ambiente interno e externo favorável, estímulos adicionais para melhoria e inovações nos processos de produção, incremento na demanda por produtos, serviços e marcas, ganhos de participação de mercados e diminuição de instabilidade institucional e política locais, dentre outros”.

Desta forma, as empresas listadas na tabela 9 conseguem, independente de seu desempenho econômico-financeiro, um destaque positivo, tornando-se *benchmarking* para as demais empresas.

TABELA 9. Empresas com maior índice de práticas diferenciadas de governança

| Empresa | Pontuação |
|--|-----------|
| BRF – BRASIL FOODS S.A. | 13 |
| EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONÁUTICA S.A. | 13 |
| ETERNIT S.A. | 13 |
| GAFISA S.A. | 13 |
| BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A. | 12 |
| CPFL ENERGIA S.A. | 12 |
| LOJAS RENNER S.A. | 12 |
| ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A | 11 |
| BEMATECH S.A. | 11 |
| BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT | 11 |
| CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO | 11 |
| ROSSI RESIDENCIAL S.A. | 11 |
| TOTVS S.A. | 11 |

6.3. Avaliação de Desempenho

Para efetuar a avaliação de desempenho e testar a questão de pesquisa deste estudo, foi adotado, em primeiro lugar, o indicador Margem EBITDA. Todos os indicadores apresentam vantagens e desvantagens na sua utilização e a escolha pela Margem EBITDA foi motivada

pela comparabilidade, pela facilidade na obtenção dos dados e pela aceitação do indicador por parte das empresas pesquisadas.

O EBITDA (*Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization*), equivalente em inglês ao LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), é considerado uma medida de desempenho não contábil e amplamente disseminada no mercado. Todas as empresas pesquisadas divulgam seus índices EBITDA, o que facilita a obtenção e comparabilidade dos dados.

Momose (2009, p. 107) destaca que a “comparabilidade é a principal característica com relação à qualidade da informação do EBITDA, principalmente pela fácil elaboração e utilização, isenção de controvérsias contábeis”.

Segundo Iço e Braga (2001, p. 9), “o EBITDA representa o lucro especificamente gerado pelos ativos operacionais, portanto, excluindo-se as despesas e receitas financeiras e antes de considerar as despesas de depreciação, amortização e exaustão, bem assim, a incidência dos impostos sobre o lucro”.

Como o Novo Mercado da BMFBovespa não faz nenhuma distinção setorial ou de porte de empresas foi adotado a Margem EBITDA (EBITDA dividido pela receita líquida, multiplicado por 100) para utilizar uma medida relativa em vez de uma medida absoluta.

Para minimizar eventuais distorções decorrentes de desempenhos extraordinários, foi obtida a média dos três últimos exercícios (2008, 2009 e 2010).

Com relação à escolha do indicador margem EBITDA, as justificativas das empresas para a utilização deste indicador vêm ao encontro do que foi apresentado neste estudo, ou seja, um indicador de fácil aceitação e cálculo, que reflete a realidade operacional da empresa, sem levar em consideração possíveis distorções contábeis. Seguem algumas citações das empresas pesquisadas extraídas de seus formulários de referência:

“O EBITDA é uma conta muito importante para que se faça uma análise financeira de uma Companhia, pois é um indicador que demonstra a geração de caixa da empresa através de suas atividades operacionais.” – Amil Participações

“O EBITDA funciona como ferramenta de medida de desempenho pela administração, permitindo uma melhor compreensão não só do desempenho financeiro, como também da capacidade de cumprir com as obrigações passivas e de obter recursos para investimento em capital fixo ou de giro”. – Cia Hering

“A nossa administração acredita que o EBITDA fornece uma medida útil de seu desempenho, que é amplamente utilizada por investidores e analistas

para avaliar desempenho e comparar empresas”. – Iguatemi Empresa de Shopping Centers

“Ainda que o EBITDA não forneça, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil, IFRS (conforme definidos neste Formulário de Referência) ou os princípios geralmente aceitos nos Estados Unidos da América (USGAAP) uma medida de fluxo de caixa, a administração o utiliza para mensurar o desempenho operacional da Companhia, adicionalmente, entendemos que determinados investidores e analistas financeiros utilizam o EBITDA como indicador do desempenho operacional de uma companhia e/ou fluxo de caixa”. – Natura Cosméticos

“A nossa administração acredita que o EBITDA é medida prática para aferir nosso desempenho operacional e permitir uma comparação com outras companhias do mesmo segmento”. – Brasilagro

A tabela 10 demonstra a classificação das empresas pesquisadas pela média da Margem EBITDA nos anos de 2008 a 2010

TABELA 10. Classificação das empresas pela média da Margem EBITDA

| Nome | Margem Ebitda % 2008 | Margem Ebitda % 2009 | Margem Ebitda % 2010 | Média da Margem Ebitda % |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------------|
| CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART | 82,30 | 84,00 | 84,40 | 83,57 |
| SÃO CARLOS EMPREEND E PARTICIPAÇÕES S.A. | 83,90 | 84,30 | 78,10 | 82,10 |
| BR PROPERTIES S.A. | 75,00 | 83,00 | 87,00 | 81,67 |
| BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A. | 75,30 | 81,40 | 78,90 | 78,53 |
| GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. | 73,60 | 73,40 | 70,40 | 72,47 |
| IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A | 69,60 | 69,70 | 76,90 | 72,07 |
| REDECARD S.A. | 68,27 | 71,46 | 65,20 | 68,31 |
| BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT | 57,00 | 64,90 | 69,60 | 63,83 |
| TRACTEBEL ENERGIA S.A. | 63,30 | 63,00 | 63,70 | 63,33 |
| TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A. | 58,10 | 48,70 | 48,20 | 51,67 |
| OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. | 72,30 | 35,30 | 38,20 | 48,60 |
| CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | 39,40 | 39,58 | 45,56 | 41,51 |
| LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A. | 32,00 | 40,00 | 50,00 | 40,67 |
| CIA CONCESSÕES RODOVIARIAS | 63,30 | 62,10 | 59,80 | 40,63 |
| LOCALIZA RENT A CAR S.A. | 38,40 | 35,60 | 41,60 | 38,53 |
| CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO | 44,70 | 31,80 | 34,90 | 37,13 |
| BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A. | 31,90 | 35,70 | 38,30 | 35,30 |
| EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A. | 28,80 | 31,10 | 35,60 | 31,83 |
| EQUATORIAL ENERGIA S.A. | 33,40 | 29,60 | 28,40 | 30,47 |
| EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A. | 29,60 | 30,50 | 30,80 | 30,30 |
| CPFL ENERGIA S.A. | 28,99 | 30,40 | 27,86 | 29,08 |
| LIGHT S.A. | 27,90 | 24,30 | 26,60 | 26,27 |
| JHSF PARTICIPAÇÕES S.A. | 35,60 | 12,90 | 29,50 | 26,00 |
| MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A. | 24,70 | 26,80 | 26,30 | 25,93 |
| PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPAÇÕES | 26,30 | 23,80 | 25,40 | 25,17 |
| CIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO | 23,40 | 28,20 | 23,40 | 25,00 |
| SÃO MARTINHO S.A. | 18,10 | 24,50 | 30,70 | 24,43 |
| SLC AGRÍCOLA S.A. | 37,60 | 12,00 | 23,00 | 24,20 |

| Nome | Margem Ebitda % 2008 | Margem Ebitda % 2009 | Margem Ebitda % 2010 | Média da Margem Ebitda % |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------------|
| NATURA COSMÉTICOS S.A. | 24,10 | 23,80 | 24,50 | 24,13 |
| DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. | 21,70 | 23,00 | 26,70 | 23,80 |
| TOTVS S.A. | 20,60 | 25,20 | 25,60 | 23,80 |
| BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A. | 27,50 | 21,10 | 22,70 | 23,77 |
| CIA HERING | 20,50 | 21,40 | 27,30 | 23,07 |
| VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A. | 24,50 | 20,60 | 22,90 | 22,67 |
| ODONTOPREV S.A. | 23,90 | 21,10 | 22,40 | 22,47 |
| ETERNIT S.A. | 24,50 | 21,20 | 19,00 | 21,57 |
| ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A. | 20,00 | 20,50 | 24,00 | 21,50 |
| HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | 19,73 | 19,73 | 23,20 | 20,89 |
| WEG S.A. | 22,80 | 19,90 | 18,00 | 20,23 |
| CSU CARDSYSTEM S.A. | 17,70 | 20,00 | 20,40 | 19,37 |
| BEMATECH S.A. | 22,70 | 15,70 | 19,10 | 19,17 |
| EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | 16,10 | 19,70 | 21,00 | 18,93 |
| M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS | 17,00 | 20,00 | 19,00 | 18,67 |
| LUPATECH S.A. | 29,80 | 13,90 | 11,70 | 18,47 |
| CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART | 16,50 | 22,30 | 16,50 | 18,43 |
| RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 21,50 | 13,50 | 19,40 | 18,13 |
| ROSSI RESIDENCIAL S.A. | 12,00 | 21,00 | 21,40 | 18,13 |
| LOJAS RENNER S.A. | 15,90 | 17,70 | 20,50 | 18,03 |
| TECNISA S.A. | 12,70 | 18,10 | 19,30 | 16,70 |
| CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A. | 9,30 | 19,70 | 19,10 | 16,03 |
| GAFISA S.A. | 12,70 | 15,10 | 19,20 | 15,67 |
| TEGMA GESTAO LOGÍSTICA S.A. | 16,00 | 14,00 | 16,00 | 15,33 |
| CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 14,60 | 10,90 | 19,10 | 14,87 |
| CREMER S.A. | 13,20 | 15,40 | 14,80 | 14,47 |
| GRENDENE S.A. | 15,00 | 12,20 | 15,00 | 14,07 |
| B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | 14,90 | 13,40 | 13,40 | 13,90 |
| INDUSTRIAS ROMI S.A. | 17,60 | 6,10 | 15,00 | 12,90 |

| Nome | Margem Ebitda % 2008 | Margem Ebitda % 2009 | Margem Ebitda % 2010 | Média da Margem Ebitda % |
|--|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------------|
| LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A. | 21,60 | 4,40 | 11,90 | 12,63 |
| TRISUL S.A. | 6,20 | 16,40 | 15,20 | 12,60 |
| EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONÁUTICA S.A. | 12,80 | 11,20 | 11,40 | 11,80 |
| MARFRIG ALIMENTOS S/A | 14,30 | 7,50 | 9,50 | 10,43 |
| COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO | 6,70 | 11,50 | 11,30 | 9,83 |
| METALFRIO SOLUTIONS S.A. | 5,40 | 10,50 | 12,50 | 9,47 |
| BRF - BRASIL FOODS S.A. | 10,20 | 5,80 | 11,60 | 9,20 |
| VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A. | - 2,40 | 9,30 | 18,00 | 8,30 |
| AMIL PARTICIPAÇÕES S.A. | 9,20 | 7,40 | 7,70 | 8,10 |
| POSITIVO INFORMÁTICA S.A. | 10,10 | 8,10 | 6,10 | 8,10 |
| MINERVA S.A. | 7,20 | 7,20 | 7,80 | 7,40 |
| TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A. | 9,20 | 3,00 | 6,90 | 6,37 |
| DROGASIL S.A. | 5,20 | 6,60 | 6,90 | 6,23 |
| JBS S.A. | 3,80 | 5,50 | 6,80 | 5,37 |
| PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A. | 3,10 | 4,30 | 3,00 | 3,47 |
| FERTILIZANTES HERINGER S.A. | 2,60 | 1,40 | 6,00 | 3,33 |
| RENAR MACAS S.A. | 8,30 | - 8,60 | - 3,90 | - 1,40 |
| BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A. | - 16,70 | 8,21 | 0,70 | - 2,60 |
| BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP | - 9,60 | - 14,20 | 8,60 | - 5,07 |
| MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A. | - 4,47 | - 137,00 | 15,36 | - 42,04 |
| BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS | - 2,93 | - 59,13 | - 89,01 | - 60,36 |

6.4. Avaliação da relação entre utilização de práticas diferenciadas e desempenho obtido

O primeiro teste para avaliar se existe relação entre práticas diferenciadas de governança e desempenho da empresa é estabelecer o nível de correlação entre as duas variáveis.

Segundo Smailes e McGrane (2006, pg. 116-125), a análise da correlação indica a força de associação entre duas variáveis, e o coeficiente de correlação produto-momento de Pearson mensura a força dessa relação. O coeficiente é denominado “r” e pode assumir valores entre -1 e 1, onde -1 indica uma forte correlação negativa entre as variáveis e 1 indica uma forte correlação positiva, enquanto números mais próximos a 0 indicam que não existe uma forte correlação entre as variáveis.

A fórmula para cálculo da correlação está descrita abaixo:

$$r = \frac{n \sum xy - \sum x \sum y}{\sqrt{[n \sum x^2 - (\sum x)^2][n \sum y^2 - (\sum y)^2]}}$$

Onde

x = pontuação da empresa descrita na tabela 8

y = Margem EBITDA média descrita na tabela 10

Na simples correlação entre a pontuação obtida pelas empresas e o EBITDA médio destas empresas, o coeficiente r foi de -0,000464, o que indica a ausência de correlação entre as duas variáveis, desta maneira, práticas diferenciadas de governança não interferem no desempenho da empresa.

Um segundo teste para avaliar a relação entre nível de práticas de governança e desempenho das empresas foi efetuado a partir do agrupamento das empresas de acordo com a seguinte pontuação obtida na tabela 8 e destacada na tabela 11:

TABELA 11. Agrupamento das empresas pelo nível de práticas de governança corporativa diferenciadas

| Pontos | Quantidade de Empresas | Média de Margem EBITDA média |
|--------|------------------------|------------------------------|
| 13 | 4 | 14,56 |
| 12 | 3 | 14,84 |
| 11 | 6 | 30,59 |
| 10 | 12 | 19,45 |
| 9 | 18 | 34,84 |
| 8 | 15 | 19,76 |
| 7 | 10 | 22,73 |
| 6 | 6 | 16,19 |
| 5 | 4 | 25,35 |

Neste segundo teste, o coeficiente r foi de $-0,20468$, o que indica uma correlação fraca porém negativa, ou seja, empresas com melhores pontuações obtiveram médias inferiores em margens EBITDA. No entanto, as maiores médias de margem EBITDA foram obtidas por empresas com pontuação 9 e 11. Este aparente paradoxo acontece pela pequena quantidade de empresas nas notas extremas onde o desempenho de uma única empresa tem um peso grande na média.

O terceiro teste para validar a hipótese foi o agrupamento pelos critérios apresentados na tabela 4. O resultado deste agrupamento está descrito na tabela 12.

TABELA 12. Agrupamento das empresas pelo critério da tabela 4

| Conceito | Quantidade de empresas | Pontuação média | Média de Margem EBITDA |
|----------|------------------------|-----------------|------------------------|
| Bom | 25 | 10,96 | 20,79 |
| Regular | 53 | 7,70 | 25,46 |
| Fraco | 0 | não aplicável | não aplicável |

Com base nesta classificação, é possível observar que nenhuma das empresas está com conceito “fraco”, o que reforça a observação de que as empresas estão além da questão de *compliance*, ou seja, procuram tratar suas práticas de governança acima do requerido pela legislação ou regulamentos.

Novamente podemos observar uma correlação negativa entre a pontuação das empresas e a média da margem EBITDA; entretanto, a distribuição das empresas prejudicou bastante esta avaliação.

Em função dos resultados obtidos anteriormente, foi efetuada uma nova classificação para validar ou não a relação entre práticas de governança diferenciada e desempenho. Desta forma, o intervalo definido para avaliação foi a pontuação mínima obtida e a pontuação máxima obtida, e a classificação foi demonstrada na tabela 13.

TABELA 13. Nova conceituação das empresas

| Grupo | Pontuação | Conceito | Significado |
|-------|----------------------|----------|--|
| 1 | Entre 5 e 7 pontos | Fraco | Pouca diferenciação entre o obrigatório e o recomendado |
| 2 | Entre 8 e 9 pontos | Regular | Média diferenciação entre o obrigatório e o recomendado |
| 3 | Entre 10 e 13 pontos | Bom | Grande diferenciação entre o obrigatório e o recomendado |

A divisão entre os intervalos foi efetuada de maneira a distribuir de forma mais equitativa o número de empresas em cada grupo.

Sob este novo critério o agrupamento foi definido da forma destacada na tabela 14.

TABELA 14. Reenquadramento das empresas pelo critério da tabela 13

| Conceito | Quantidade de empresas | Pontuação média | Média de Margem <i>EBITDA</i> |
|----------|------------------------|-----------------|-------------------------------|
| Bom | 25 | 10,96 | 20,79 |
| Regular | 33 | 8,55 | 27,98 |
| Fraco | 20 | 6,30 | 21,29 |

Novamente as empresas consideradas regulares foram as que obtiveram o melhor desempenho na média da Margem *EBITDA* e as empresas com conceito bom obtiveram o pior desempenho na média da Margem *EBITDA*.

Para ampliar a base de verificação deste estudo, foram efetuados os mesmos testes para os seguintes indicadores de desempenho: ROA, ROE e ROI.

A tabela 15 demonstra a classificação das empresas pela média do ROA

TABELA 15. Classificação das empresas pela média do ROA

| Nome | ROA % 2008 | ROA% 2009 | ROA % 2010 | Média ROA % |
|--|------------|-----------|------------|-------------|
| NATURA COSMÉTICOS S.A. | 23,10 | 24,95 | 23,09 | 23,71 |
| CIA HERING | 5,45 | 20,37 | 23,75 | 16,52 |
| ODONTOPREV S.A. | 16,27 | 6,89 | 23,99 | 15,72 |
| ETERNIT S.A. | 18,59 | 12,79 | 15,44 | 15,61 |
| GRENDENE S.A. | 14,51 | 15,43 | 15,63 | 15,19 |
| EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A. | 11,15 | 14,38 | 17,64 | 14,39 |
| TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A. | 8,99 | 13,24 | 18,69 | 13,64 |
| M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS | 9,06 | 15,26 | 14,89 | 13,07 |
| LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A. | 14,36 | 5,07 | 13,40 | 10,95 |
| TRACTEBEL ENERGIA S.A. | 13,37 | 9,98 | 9,43 | 10,92 |
| LOJAS RENNER S.A. | 9,99 | 9,87 | 12,54 | 10,80 |
| VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A. | 8,00 | 10,35 | 11,64 | 10,00 |
| BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A. | 5,95 | 9,46 | 13,58 | 9,66 |
| DROGASIL S.A. | 8,59 | 10,20 | 9,65 | 9,48 |
| JHSF PARTICIPAÇÕES S.A. | 9,31 | 8,59 | 9,94 | 9,28 |
| BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A. | 8,53 | 12,95 | 6,00 | 9,16 |
| MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A. | 8,61 | 8,58 | 9,94 | 9,04 |
| POSITIVO INFORMÁTICA S.A. | 11,72 | 9,50 | 5,47 | 8,90 |
| WEG S.A. | 9,71 | 8,36 | 6,92 | 8,33 |
| CPFL ENERGIA S.A. | 7,85 | 9,13 | 7,78 | 8,26 |
| BR PROPERTIES S.A. | - | 8,40 | 15,93 | 8,07 |
| CIA CONCESSÕES RODOVIÁRIAS | 11,38 | 6,91 | 5,26 | 7,85 |
| TOTVS S.A. | 4,63 | 8,91 | 9,74 | 7,76 |
| BEMATECH S.A. | 10,64 | 5,54 | 6,59 | 7,59 |
| REDECARD S.A. | 8,17 | 7,99 | 6,09 | 7,42 |
| LIGHT S.A. | 9,76 | 5,98 | 5,99 | 7,24 |
| CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | 4,31 | 7,59 | 9,29 | 7,06 |

| Nome | ROA % 2008 | ROA% 2009 | ROA % 2010 | Média ROA % |
|---|------------|-----------|------------|-------------|
| HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | 5,16 | 6,77 | 8,67 | 6,87 |
| CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART | 4,64 | 8,24 | 7,62 | 6,83 |
| CREMER S.A. | 7,70 | 6,57 | 6,06 | 6,77 |
| CSU CARDSYSTEM S.A. | 3,12 | 6,09 | 10,56 | 6,59 |
| SÃO CARLOS EMPREENDE E PARTICIPAÇÕES S.A. | 2,92 | 10,84 | 5,77 | 6,51 |
| EQUATORIAL ENERGIA S.A. | 5,94 | 7,38 | 6,16 | 6,49 |
| CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO | 4,61 | 7,45 | 6,98 | 6,35 |
| PDG REALTY S.A. EMPREENDE E PARTICIPAÇÕES | 7,78 | 5,57 | 5,13 | 6,16 |
| LOCALIZA RENT A CAR S.A. | 6,64 | 3,99 | 7,63 | 6,09 |
| OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. | 4,12 | 6,56 | 6,31 | 5,66 |
| EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | 3,36 | 5,48 | 7,85 | 5,56 |
| EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A. | 3,71 | 7,20 | 5,75 | 5,56 |
| TECNISA S.A. | 5,17 | 4,92 | 6,38 | 5,49 |
| IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A | 5,35 | 4,40 | 6,61 | 5,45 |
| CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREENDE E PART | 3,67 | 6,91 | 4,98 | 5,19 |
| ROSSI RESIDENCIAL S.A. | 4,10 | 4,65 | 6,14 | 4,96 |
| AMIL PARTICIPAÇÕES S.A. | 8,83 | 2,70 | 2,88 | 4,80 |
| RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 8,00 | 1,90 | 3,30 | 4,40 |
| CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 4,79 | 2,01 | 5,77 | 4,19 |
| BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT | 3,16 | 4,23 | 5,06 | 4,15 |
| EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONÁUTICA S.A. | 1,99 | 6,06 | 4,29 | 4,11 |
| INDÚSTRIAS ROMI S.A. | 7,53 | 0,74 | 3,69 | 3,99 |
| PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A. | 3,46 | 5,25 | 3,21 | 3,97 |
| LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A. | 10,47 | - 0,44 | 1,60 | 3,88 |
| CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A. | 2,86 | 2,68 | 5,59 | 3,71 |
| BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A. | 2,37 | 3,60 | 4,89 | 3,62 |
| DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. | - 0,69 | 5,93 | 5,04 | 3,42 |
| CIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO | 2,98 | 3,21 | 1,78 | 2,66 |
| TRISUL S.A. | 0,97 | 4,75 | 2,18 | 2,63 |

| Nome | ROA % 2008 | ROA% 2009 | ROA % 2010 | Média ROA % |
|--|------------|-----------|------------|-------------|
| GAFISA S.A. | 1,98 | 1,32 | 4,36 | 2,55 |
| ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A | - 1,70 | 3,40 | 4,20 | 1,96 |
| B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | 2,62 | 2,05 | 1,05 | 1,90 |
| SLC AGRÍCOLA S.A. | 2,89 | 0,31 | 1,88 | 1,69 |
| MARFRIG ALIMENTOS S/A | - 0,39 | 4,36 | 0,65 | 1,54 |
| BRF - BRASIL FOODS S.A. | 0,48 | 0,42 | 2,90 | 1,27 |
| METALFRIO SOLUTIONS S.A. | - 10,23 | 4,81 | 7,52 | 0,70 |
| COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO | - 0,65 | - 4,45 | 7,04 | 0,65 |
| GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. | - 0,77 | 2,91 | - 0,97 | 0,39 |
| JBS S.A. | 0,16 | 0,50 | - 0,59 | 0,02 |
| SÃO MARTINHO S.A. | - 1,67 | - 2,12 | 2,81 | - 0,33 |
| VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A. | - 4,50 | 0,67 | 2,67 | - 0,39 |
| BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS | 0,79 | 0,14 | - 2,16 | - 0,41 |
| TPI – TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A. | - 4,97 | 1,58 | 1,13 | - 0,75 |
| LUPATECH S.A. | - 1,70 | 1,06 | - 5,06 | - 1,90 |
| MINERVA S.A. | - 11,07 | 3,49 | 0,87 | - 2,23 |
| FERTILIZANTES HERINGER S.A. | - 13,38 | 3,41 | 3,06 | - 2,31 |
| TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A. | - 26,88 | 0,65 | 4,99 | - 7,08 |
| BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP | - 27,47 | 0,35 | - 0,77 | - 9,30 |
| RENAR MACAS S.A. | - 3,11 | - 13,76 | - 17,42 | - 11,43 |
| BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A. | - 39,45 | - 6,73 | - 1,70 | - 15,96 |
| MMX MINERAÇÃO E METALICOS S.A. | - 41,80 | - 13,49 | 0,98 | - 18,10 |

No teste de correlação entre a pontuação da empresa e a média do ROA, o coeficiente r foi de 0,02055, o que indica a ausência de correlação entre as duas variáveis. Dessa maneira, práticas diferenciadas de governança não interferem no desempenho da empresa.

Um segundo teste para avaliar a relação entre nível de práticas de governança e desempenho das empresas foi efetuado a partir do agrupamento das empresas de acordo com a seguinte pontuação obtida na tabela 8 e destacada na tabela 16:

TABELA 16. Agrupamento das empresas pelo nível de práticas de governança corporativa diferenciadas

| Pontos | Quantidade de Empresas | Média de ROA % |
|--------|------------------------|----------------|
| 13 | 4 | 5,89 |
| 12 | 3 | 1,03 |
| 11 | 6 | 5,46 |
| 10 | 12 | 4,20 |
| 9 | 18 | 7,64 |
| 8 | 15 | 3,17 |
| 7 | 10 | 3,92 |
| 6 | 6 | 7,04 |
| 5 | 4 | 2,01 |

Neste segundo teste, o coeficiente r foi de 0,03282, o que indica ausência de correlação entre as variáveis.

O terceiro teste para validar a hipótese foi o agrupamento pelos critérios apresentados na tabela 13. O resultado deste agrupamento está descrito na tabela 17.

TABELA 17 – Reenquadramento das empresas pelo critério da tabela 13

| Conceito | Quantidade de empresas | Pontuação média | Média ROA% |
|----------|------------------------|-----------------|------------|
| Bom | 25 | 10,96 | 5,34 |
| Regular | 33 | 8,55 | 5,60 |
| Fraco | 20 | 6,30 | 4,47 |

As empresas classificadas como regulares tiveram novamente um desempenho superior aos demais grupos.

O terceiro indicador utilizado foi o ROE, demonstrado na tabela 18:

TABELA 18. Classificação das empresas pela média do ROE

| Nome | ROE % 2008 | ROE % 2009 | ROE % 2010 | Média ROE % |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|
| LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A. | 625,94 | 184,23 | 39,48 | 283,22 |
| REDECARD S.A. | 165,45 | 97,71 | 99,96 | 121,04 |
| NATURA COSMÉTICOS S.A. | 51,07 | 60,00 | 59,17 | 56,75 |
| CIA HERING | 15,54 | 37,23 | 40,14 | 30,97 |
| CIA CONCESSÕES RODOVIÁRIAS | 45,21 | 21,47 | 21,39 | 29,36 |
| TRACTEBEL ENERGIA S.A. | 35,17 | 24,52 | 23,89 | 27,86 |
| LOJAS RENNER S.A. | 22,83 | 21,88 | 30,16 | 24,96 |
| CPFL ENERGIA S.A. | 25,42 | 25,84 | 23,11 | 24,79 |
| ETERNIT S.A. | 30,54 | 18,71 | 24,75 | 24,67 |
| LOCALIZA RENT A CAR S.A. | 25,41 | 15,42 | 28,47 | 23,10 |
| OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. | 12,95 | 26,71 | 28,00 | 22,55 |
| EQUATORIAL ENERGIA S.A. | 27,27 | 19,21 | 18,28 | 21,59 |
| B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | 29,75 | 19,28 | 14,87 | 21,30 |
| TEGMA GESTÃO LOGÍSTICA S.A. | 16,38 | 20,67 | 26,74 | 21,27 |
| ODONTOPREV S.A. | 22,57 | 9,63 | 30,49 | 20,89 |
| LIGHT S.A. | 28,12 | 16,57 | 17,27 | 20,65 |
| M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS | 17,74 | 23,56 | 19,97 | 20,43 |
| HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | 13,27 | 18,69 | 25,97 | 19,31 |
| WEG S.A. | 25,72 | 16,68 | 15,05 | 19,15 |
| POSITIVO INFORMÁTICA S.A. | 23,87 | 20,05 | 13,00 | 18,97 |
| GRENDENE S.A. | 18,16 | 18,59 | 18,64 | 18,46 |
| VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A. | 15,58 | 18,86 | 20,64 | 18,36 |
| TOTVS S.A. | 10,63 | 22,19 | 21,83 | 18,22 |
| JHSF PARTICIPAÇÕES S.A. | 17,28 | 17,02 | 19,79 | 18,03 |
| EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A. | 12,93 | 17,85 | 22,19 | 17,66 |
| MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A. | 14,89 | 14,82 | 22,12 | 17,28 |
| BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A. | 15,13 | 21,63 | 10,96 | 15,90 |
| DROGASIL S.A. | 14,18 | 18,12 | 14,87 | 15,72 |
| CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO | 11,78 | 17,87 | 16,84 | 15,50 |
| CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART | 9,94 | 15,57 | 19,99 | 15,17 |
| BR PROPERTIES S.A. | - 0,23 | 14,06 | 30,02 | 14,62 |
| SÃO CARLOS EMPREEND E PARTICIPAÇÕES S.A. | 6,45 | 22,12 | 13,76 | 14,11 |
| CSU CARDSYSTEM S.A. | 7,45 | 13,00 | 21,66 | 14,04 |
| CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART | 11,52 | 17,77 | 12,82 | 14,04 |
| TECNISA S.A. | 9,47 | 12,55 | 19,28 | 13,77 |
| EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | 7,27 | 13,56 | 17,91 | 12,91 |
| CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | 8,10 | 14,08 | 16,18 | 12,79 |
| PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPAÇÕES | 12,36 | 11,61 | 13,41 | 12,46 |

| Nome | ROE % 2008 | ROE % 2009 | ROE % 2010 | Média ROE % |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|
| EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONÁUTICA S.A. | 7,18 | 18,67 | 11,50 | 12,45 |
| EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A. | 10,97 | 13,80 | 11,41 | 12,06 |
| CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A. | 8,33 | 8,46 | 18,41 | 11,73 |
| BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A. | 7,17 | 11,55 | 16,12 | 11,61 |
| AMIL PARTICIPAÇÕES S.A. | 18,12 | 5,88 | 9,57 | 11,19 |
| ROSSI RESIDENCIAL S.A. | 9,58 | 9,04 | 13,87 | 10,83 |
| CREMER S.A. | 9,13 | 11,40 | 11,27 | 10,60 |
| DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. | - 2,71 | 17,74 | 15,93 | 10,32 |
| INDÚSTRIAS ROMI S.A. | 18,00 | 1,87 | 9,79 | 9,89 |
| BEMATECH S.A. | 13,63 | 7,21 | 8,55 | 9,80 |
| RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 13,78 | 4,46 | 10,58 | 9,61 |
| BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A. | 6,79 | 8,35 | 13,46 | 9,53 |
| IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A | 8,12 | 6,26 | 10,18 | 8,19 |
| PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A. | 6,77 | 10,95 | 6,63 | 8,12 |
| CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 7,15 | 3,97 | 11,75 | 7,62 |
| GAFISA S.A. | 6,82 | 4,27 | 11,00 | 7,36 |
| TRISUL S.A. | 2,09 | 11,13 | 7,70 | 6,97 |
| LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A. | 14,08 | - 0,69 | 2,99 | 5,46 |
| CIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO | 5,98 | 5,87 | 3,42 | 5,09 |
| MARFRIG ALIMENTOS S/A | - 1,30 | 14,12 | 2,25 | 5,02 |
| BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT | 3,35 | 4,56 | 5,89 | 4,60 |
| SLC AGRÍCOLA S.A. | 6,23 | 0,50 | 3,13 | 3,29 |
| ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A | - 2,63 | 6,11 | 6,13 | 3,20 |
| BRF - BRASIL FOODS S.A. | 1,32 | 0,91 | 5,90 | 2,71 |
| COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO | - 1,44 | - 14,08 | 19,31 | 1,26 |
| METALFRIO SOLUTIONS S.A. | - 31,56 | 12,81 | 22,17 | 1,14 |
| GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. | - 2,07 | 6,14 | - 3,06 | 0,34 |
| JBS S.A. | 0,42 | 1,26 | - 1,50 | 0,06 |
| BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS | 0,96 | 0,16 | - 2,82 | - 0,56 |
| SÃO MARTINHO S.A. | - 2,96 | - 4,56 | 5,52 | - 0,67 |
| VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A. | - 12,13 | 1,63 | 6,01 | - 1,49 |
| TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A. | - 12,97 | 3,26 | 2,41 | - 2,43 |
| BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP | - 29,60 | 0,41 | - 0,96 | - 10,05 |
| TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A. | - 47,97 | 1,11 | 9,68 | - 12,39 |
| LUPATECH S.A. | - 9,33 | 5,82 | - 39,69 | - 14,40 |
| MINERVA S.A. | - 72,18 | 13,87 | 4,24 | - 18,02 |
| FERTILIZANTES HERINGER S.A. | - 106,70 | 17,73 | 15,08 | - 24,63 |
| RENAR MACAS S.A. | - 6,41 | - 27,68 | - 59,69 | - 31,26 |
| BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A. | - 188,91 | - 8,97 | - 3,33 | - 67,07 |
| MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A. | - 640,51 | - 61,78 | 1,63 | - 233,55 |

No teste de correlação entre a pontuação da empresa e a média do ROE, o coeficiente r foi de $-0,01639$, o que indica a ausência de correlação entre as duas variáveis. Dessa maneira, práticas diferenciadas de governança não interferem no desempenho da empresa.

O segundo teste para avaliar a relação entre nível de práticas de governança e desempenho das empresas foi efetuado a partir do agrupamento das mesmas de acordo com a seguinte pontuação obtida na tabela 8 e destacada na tabela 19:

TABELA 19. Agrupamento das empresas pelo nível de práticas de governança corporativa diferenciadas

| Pontos | Quantidade de Empresas | Média de ROE % |
|--------|------------------------|----------------|
| 13 | 4 | 11,80 |
| 12 | 3 | -5,77 |
| 11 | 6 | 10,36 |
| 10 | 12 | 9,07 |
| 9 | 18 | 17,74 |
| 8 | 15 | 11,72 |
| 7 | 10 | 14,65 |
| 6 | 6 | 6,89 |
| 5 | 4 | 7,87 |

Neste segundo teste, o coeficiente r foi de $-0,23175$, o que indica uma correlação fraca porém negativa, ou seja, empresas com melhores pontuações obtiveram médias de ROE inferiores, como aconteceu com a margem EBITDA média.

O terceiro teste para validar a hipótese foi o agrupamento pelos critérios apresentados na tabela 13. O resultado deste agrupamento está descrito na tabela 20.

TABELA 20. Reenquadramento das empresas pelo critério da tabela 13

| Conceito | Quantidade de empresas | Pontuação média | Média ROE% |
|----------|------------------------|-----------------|------------|
| Bom | 25 | 10,96 | 8,04 |
| Regular | 33 | 8,55 | 15,00 |
| Fraco | 20 | 6,30 | 10,97 |

Novamente as empresas consideradas regulares tiveram o melhor desempenho, enquanto as empresas consideradas boas obtiveram o pior desempenho.

O último indicador a ser avaliado foi o ROI, e a tabela 21 demonstra a classificação das empresas por este indicador.

TABELA 21. Classificação das empresas pela média do ROI

| Nome | ROI % 2008 | ROI % 2009 | ROI % 2010 | Média ROI % |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|
| LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMÓVEIS S.A. | 920,06 | 618,06 | 43,82 | 527,31 |
| REDECARD S.A. | 91,20 | 91,36 | 61,99 | 81,52 |
| NATURA COSMÉTICOS S.A. | 51,54 | 49,67 | 59,92 | 53,71 |
| CIA HERING | 21,89 | 30,17 | 43,52 | 31,86 |

| Nome | ROI % 2008 | ROI % 2009 | ROI % 2010 | Média ROI % |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|
| ETERNIT S.A. | 37,88 | 24,97 | 28,34 | 30,40 |
| TEGMA GESTAO LOGÍSTICA S.A. | 17,82 | 26,50 | 35,72 | 26,68 |
| TRACTEBEL ENERGIA S.A. | 27,77 | 22,60 | 22,59 | 24,32 |
| B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | 26,14 | 23,30 | 17,83 | 22,42 |
| LOJAS RENNER S.A. | 19,62 | 20,11 | 24,11 | 21,28 |
| BR PROPERTIES S.A. | 0,10 | 16,10 | 45,94 | 20,71 |
| POSITIVO INFORMÁTICA S.A. | 29,06 | 22,07 | 10,60 | 20,58 |
| VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A. | 21,38 | 20,18 | 19,32 | 20,29 |
| BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A. | 19,99 | 23,78 | 13,17 | 18,98 |
| LIGHT S.A. | 17,71 | 17,38 | 21,40 | 18,83 |
| CSU CARDSYSTEM S.A. | 11,38 | 19,08 | 25,84 | 18,77 |
| M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS | 13,23 | 21,06 | 20,26 | 18,18 |
| ODONTOPREV S.A. | 30,04 | 7,71 | 16,10 | 17,95 |
| BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A. | 9,80 | 18,55 | 24,82 | 17,72 |
| EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A. | 15,74 | 16,09 | 19,35 | 17,06 |
| DROGASIL S.A. | 11,89 | 21,56 | 17,34 | 16,93 |
| CIA CONCESSÕES RODOVIARIAS | 13,06 | 18,28 | 17,27 | 16,20 |
| CPFL ENERGIA S.A. | 11,40 | 19,28 | 16,96 | 15,88 |
| TOTVS S.A. | 7,58 | 18,24 | 20,16 | 15,33 |
| LOCALIZA RENT A CAR S.A. | 14,73 | 11,81 | 18,89 | 15,14 |
| EQUATORIAL ENERGIA S.A. | 9,62 | 18,28 | 17,09 | 15,00 |
| OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. | 8,05 | 19,25 | 16,84 | 14,71 |
| CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO | 14,95 | 14,14 | 14,89 | 14,66 |
| JHSF PARTICIPAÇÕES S.A. | 15,54 | 13,49 | 13,38 | 14,14 |
| CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART | 11,93 | 15,25 | 13,62 | 13,60 |
| DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. | 4,37 | 13,02 | 20,64 | 12,68 |
| PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A. | 10,97 | 15,89 | 10,79 | 12,55 |
| MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A. | 12,34 | 11,58 | 13,42 | 12,45 |
| SÃO CARLOS EMPREEND E PARTICIPAÇÕES S.A. | 9,20 | 16,65 | 10,95 | 12,26 |
| HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | 8,46 | 12,84 | 15,48 | 12,26 |
| CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART | 10,02 | 14,20 | 9,23 | 11,15 |
| CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | 6,33 | 11,46 | 15,00 | 10,93 |
| CREMER S.A. | 12,87 | 8,58 | 11,00 | 10,82 |
| GRENDENE S.A. | 10,76 | 9,54 | 11,24 | 10,51 |
| EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A. | 6,78 | 12,63 | 11,82 | 10,41 |
| EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | 7,65 | 10,39 | 13,01 | 10,35 |
| BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A. | 7,48 | 9,33 | 12,51 | 9,77 |
| BEMATECH S.A. | 8,68 | 9,65 | 10,67 | 9,67 |
| CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A. | 8,50 | 7,82 | 12,60 | 9,64 |
| WEG S.A. | 6,37 | 11,97 | 10,11 | 9,48 |
| MINERVA S.A. | 9,76 | 8,20 | 10,07 | 9,34 |
| AMIL PARTICIPAÇÕES S.A. | 14,29 | 2,89 | 10,07 | 9,08 |
| LUPATECH S.A. | 20,59 | 3,62 | 2,49 | 8,90 |
| EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONÁUTICA S.A. | 9,00 | 7,33 | 9,00 | 8,44 |
| GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. | 0,03 | 13,79 | 10,00 | 7,94 |
| PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPAÇÕES | 8,09 | 7,14 | 7,90 | 7,71 |
| IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A | 7,42 | 6,94 | 8,28 | 7,55 |

| Nome | ROI % 2008 | ROI % 2009 | ROI % 2010 | Média ROI % |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|
| GAFISA S.A. | 9,01 | 5,30 | 7,93 | 7,41 |
| CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 8,65 | 3,21 | 9,65 | 7,17 |
| RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A. | 9,61 | 3,99 | 6,54 | 6,71 |
| ROSSI RESIDENCIAL S.A. | 6,41 | 6,07 | 7,67 | 6,71 |
| TECNISA S.A. | 4,87 | 5,82 | 8,54 | 6,41 |
| COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO | 0,67 | 8,54 | 9,57 | 6,26 |
| FERTILIZANTES HERINGER S.A. | 7,35 | - 3,33 | 14,22 | 6,08 |
| TRISUL S.A. | 3,98 | 8,45 | 5,55 | 5,99 |
| CIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO | 5,14 | 7,11 | 4,80 | 5,69 |
| ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A | - 0,01 | 7,65 | 7,17 | 4,93 |
| JBS S.A. | 5,53 | 2,65 | 6,06 | 4,75 |
| BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT | 2,91 | 4,82 | 6,33 | 4,69 |
| INDÚSTRIAS ROMI S.A. | 8,29 | 0,57 | 4,53 | 4,46 |
| SÃO MARTINHO S.A. | - 1,04 | 4,51 | 8,85 | 4,11 |
| LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A. | 8,62 | - 0,99 | 3,98 | 3,87 |
| BRF - BRASIL FOODS S.A. | 3,64 | 0,35 | 7,12 | 3,71 |
| MARFRIG ALIMENTOS S/A | 1,21 | 4,37 | 5,45 | 3,68 |
| SLC AGRÍCOLA S.A. | 5,06 | 0,51 | 5,42 | 3,66 |
| METALFRIO SOLUTIONS S.A. | - 7,47 | 8,08 | 10,02 | 3,55 |
| TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A. | - 0,84 | 4,54 | 6,15 | 3,28 |
| BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS | 3,27 | 1,19 | - 3,37 | 0,36 |
| VIVER S.A. | - 5,08 | - 0,84 | 4,63 | - 0,43 |
| RENAR MACAS S.A. | 5,15 | - 14,01 | - 13,11 | - 7,32 |
| MMX MINERAÇÃO E METÁLICOS S.A. | - 10,36 | - 24,24 | 3,47 | - 10,37 |
| TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A. | - 45,53 | - 0,02 | 13,91 | - 10,55 |
| BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP | - 27,21 | - 5,38 | - 1,05 | - 1,22 |
| BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A. | - 36,70 | - 0,70 | - 2,06 | - 3,15 |

No teste de correlação entre a pontuação da empresa e a média do ROI, o coeficiente r foi de -0,1001 o que indica a ausência de correlação entre as duas variáveis. Dessa maneira, práticas diferenciadas de governança não interferem no desempenho da empresa.

O segundo teste para avaliar a relação entre nível de práticas de governança e desempenho das empresas foi efetuado a partir do agrupamento das empresas de acordo com a seguinte pontuação obtida na tabela 8 e destacada na tabela 22:

TABELA 22. Agrupamento das empresas pelo nível de práticas de governança corporativa diferenciadas

| Pontos | Quantidade de Empresas | Média de ROI % |
|--------|------------------------|----------------|
| 13 | 4 | 12,49 |
| 12 | 3 | 8,00 |
| 11 | 6 | 9,33 |
| 10 | 12 | 7,83 |
| 9 | 18 | 16,22 |
| 8 | 15 | 14,25 |
| 7 | 10 | 60,71 |
| 6 | 6 | 11,98 |
| 5 | 4 | 6,47 |

Neste teste o coeficiente r foi de -0,26148, o que indica uma correlação fraca porém negativa, ou seja, empresas com melhores pontuações obtiveram médias de ROI inferiores, como aconteceu com a margem EBITDA média e o ROE.

O terceiro teste para validar a hipótese foi o agrupamento pelos critérios apresentados na tabela 13. O resultado deste agrupamento está descrito na tabela 23.

TABELA 23. Reenquadramento das empresas pelo critério da tabela 13

| Conceito | Quantidade de empresas | Pontuação média | Média ROI% |
|----------|------------------------|-----------------|------------|
| Bom | 25 | 10,96 | 8,96 |
| Regular | 33 | 8,55 | 15,33 |
| Fraco | 20 | 6,30 | 35,24 |

Neste caso houve uma relação inversa entre a pontuação e o desempenho da empresa, onde as empresas com a pior pontuação obtiveram uma média de ROI superior.

Um último teste para relacionar práticas diferenciadas de governança e indicadores de desempenho foi utilizar a classificação setorial definida pela BMFBovespa, conforme descrito na tabela 24.

TABELA 24. Reenquadramento das empresas pela classificação setorial da BMFBovespa

| Setor econômico | Quantidade de empresas | Pontuação média | Média Margem EBITDA % | Média ROA % | Média ROE % | Média ROI % |
|---------------------------------|------------------------|-----------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|
| Petróleo, Gás e Biocombustíveis | 1 | 12,00 | -2,60 | - 15,96 | - 67,07 | -13,15 |
| Utilidade Pública | 7 | 9,86 | 36,87 | 7,41 | 19,32 | 15,72 |
| Tecnologia da Informação | 3 | 9,67 | 17,02 | 8,08 | 15,66 | 15,19 |
| Bens Industriais | 7 | 9,14 | 16,41 | 4,55 | 8,66 | 10,56 |
| Construção e Transporte | 24 | 8,71 | 26,79 | 6,42 | 24,30 | 32,70 |
| Consumo Cíclico | 7 | 8,57 | 17,72 | 6,17 | 15,99 | 13,56 |
| Financeiros e Outros | 9 | 8,57 | 53,01 | 5,29 | 21,49 | 18,62 |
| Materiais Básicos | 3 | 8,33 | -4,57 | -5,92 | -84,37 | 0,46 |
| Consumo Não Cíclico | 17 | 8,06 | 12,77 | 3,83 | 6,12 | 9,97 |

Por esta tabela também não foi possível estabelecer nenhuma ligação entre práticas diferenciadas de governança corporativa e indicadores de desempenho.

Com base nestes resultados, não foi possível estabelecer uma ligação significativa entre práticas diferenciadas de governança corporativa e desempenho da empresa, porém, o melhor desempenho das empresas na categoria regular chama a atenção, especialmente as empresas com pontuação 9, que obtiveram o melhor resultado em três indicadores.

O melhor desempenho das empresas no grupo regular indica que pode haver um limite para as práticas de governança corporativa diferenciadas. Dessa forma, após um determinado nível, a empresa passa a ter perda de desempenho ao invés de ganho, situação que pode ser objeto de análise de um novo estudo.

Outro ponto que merece destaque e não foi levado em consideração por este estudo são os aspectos setoriais das empresas pesquisadas que podem influenciar no desempenho.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As empresas que aderiram ao Novo Mercado da BMFBovespa alcançaram um novo nível de boas práticas de governança corporativa. No entanto, existe uma grande diferença entre o que é exigido pelo Novo Mercado e o conjunto de práticas recomendadas por organizações interessadas em promover o conceito de governança corporativa, como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE e a Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

Neste estudo foram selecionadas empresas que já estão em um patamar mais elevado em práticas de governança corporativa de acordo com o Novo Mercado da BMFBovespa. Sobre este grau de governança foram avaliadas práticas diferenciadas de governança, e estas práticas diferenciadas não apresentaram diferenciais de resultado.

Não foi possível estabelecer neste estudo a ligação entre melhores práticas de governança e melhor desempenho das empresas; entretanto, a melhoria das práticas de governança é um processo irreversível pela relevância do conceito e sua aceitação pelo mercado.

Pelo que foi apresentado neste estudo, as empresas analisadas já possuem melhores práticas que o exigido pelo Novo Mercado, porém existe uma grande margem para melhoria destas práticas, sempre visando reforçar conceitos como transparência, prestação de contas, respeito e justiça.

Dentro deste estágio, identificam-se os principais pontos de governança corporativa, que podem ser aperfeiçoados nos seguintes aspectos:

Transparência (*disclosure*) – as empresas podem melhorar a divulgação referente à monitoração de suas estratégias e ao impacto de suas projeções e metas nos resultados obtidos. Este estudo apresentou o *Balanced Scorecard* como uma alternativa neste sentido, por se tratar de uma ferramenta padronizada e que contempla várias dimensões da empresa, e não apenas a dimensão financeira.

Prestação de contas (*accountability*) – as empresas podem utilizar mais o Comitê de Auditoria como maneira de melhorar o funcionamento do sistema de auditoria, com a interface entre o trabalho das auditorias interna e externa com as áreas de gestão e o Conselho de Administração. Na ausência deste comitê, os sócios deveriam exigir a instalação do Conselho Fiscal para exercer o controle dos mecanismos de fiscalização, embora a combinação dos dois fosse o melhor para a empresa em termos de fiscalização e prestação de contas, por serem demandados por agentes diferentes.

Senso de justiça e igualdade (*fairness*) – um ponto importante a ser observado é em relação aos conselheiros independentes. Apesar de o Novo Mercado exigir que 20% dos conselheiros sejam independentes, um conselho formado pela maioria de independentes assegura a representatividade dos interesses da empresa como um todo e não de grupos pelos quais aquele conselheiro foi indicado. Além disso, se os conselheiros forem indicados pelos controladores, os grupos minoritários serão prejudicados, mesmo que tenham representantes no conselho, pois sua participação se dará em menor número.

Cumprimento das normas (*compliance*) – as empresas devem investir na divulgação de suas normas e princípios por meio de um código de conduta, para não deixar dúvidas sobre o comportamento que deve ser adotado pelos integrantes da empresa em relação aos *stakeholders* no maior número de situações possíveis.

Como neste estudo as empresas consideradas regulares em relação às práticas diferenciadas de governança corporativa foram as que obtiveram um desempenho melhor, deve-se atentar à possibilidade de que o excesso de boas práticas de governança pode afetar negativamente o desempenho da empresa.

Dentro dessa linha de raciocínio, a partir de um determinado ponto a governança corporativa começa a prejudicar a empresa ao invés de melhorar seu desempenho. Os seguintes fatores podem corroborar este ponto de vista:

- ✓ A estrutura de governança corporativa é dispendiosa, cada comitê instalado ou conselheiro a mais representa custos para a organização.
- ✓ O excesso de transparência pode fornecer informações estratégicas que podem ser utilizadas por concorrentes e diminuir o efeito de suas ações.
- ✓ A governança corporativa pode estar associada a outros fatores como reputação e imagem e não ter ligação tão significativa com o desempenho da empresa.
- ✓ A concentração de propriedade diminui o conflito de agência e fortalece o proprietário da empresa, que consegue exercer maior pressão sobre os gestores.

Dentre as limitações deste estudo é possível destacar:

- a) Poderiam ser utilizadas outras medidas de desempenho para avaliar as empresas.
- b) Poderiam ser utilizados outros tratamentos estatísticos para validar as hipóteses.
- c) O estudo se limitou apenas às empresas do Novo Mercado, podendo ser ampliado para todas as companhias abertas.
- d) O modelo apresentado poderia ter pesos diferenciados para os indicadores, apresentando um modelo ponderado com a utilização de pesquisas qualitativas para definição dos pesos.

A partir dessas limitações, ficam possíveis sugestões para o aprofundamento e aperfeiçoamento do assunto que, segundo o demonstrado, será cada vez mais relevante para o posicionamento das empresas, em função do papel que as empresas exercem na sociedade e como devem se relacionar com seus *stakeholders*.

Este estudo espera, sem ter a menor pretensão de esgotar este assunto, contribuir para a discussão da governança corporativa que, apesar de ser um conceito que veio para integrar o planejamento estratégico das empresas, ainda precisa demonstrar de maneira mais quantificável seus benefícios.

BIBLIOGRAFIA

ACKOFF, Russel L. **Planejamento Empresarial**. Rio de Janeiro: LTC, 1981.

ANDRADE, Adriana, ROSSETTI, José P. **Governança Corporativa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

ANSOFF, H. Igor, McDONNELL, Edward J. **Implantando a Administração Estratégica**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1993.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e Análise de Balanços: Um Enfoque Econômico-Financeiro**. 9. Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 4. Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Empresas, Responsabilidade Corporativa e Investimento Social**. Relato Setorial 1. Março 2000. Disponível em: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/relato/social01.pdf. Acesso em 12/05/2011.

BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C. **The Modern Corporation & Private Property**. 9.ed. New Brunswick: Transaction Publishers, 2007.

BRIGHAM, Eugene F., GAPENSKI Louis C., EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2001.

CADBURY COMMITTEE. **The Financial Aspects of Corporate Governance**. London: GEE, 1992.

CARVALHO, Antônio G. **Governança Corporativa no Brasil em Perspectiva**. Revista de Administração, São Paulo v.37, n.3, p.19-32, julho/setembro 2002. Disponível em http://www.rausp.usp.br/busca/artigo.asp?num_artigo=1063. Acesso em 08/05/2011.

CERTO, Samuel C., PETER J. Paul. **Administração Estratégica: Planejamento e Implantação da Estratégia**. São Paulo: MAKRON Books, 1993.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (2002). **CVM Cartilha de Governança Corporativa**. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 12/09/2010.

CORPORAÇÃO FINANCEIRA INTERNACIONAL. **Guia Prático de Governança Corporativa: Experiências do Círculo de Companhias da América Latina**. Washington: Coração Financeira Internacional, 2010.

DIEHL, Astor A.; TATIM, Denise C. **Pesquisa em ciências sociais aplicadas: métodos e técnicas**. São Paulo: Prentice Hall, 2004

FREZATTI, Fábio. AGUIAR, Andson B. **EBITDA: Possíveis Impactos Sobre o Gerenciamento das Empresas**. Revista Universo Contábil. Blumenau v. 3, n. 3 p. 07-24, set./dez. 2007.

GHEMAWAT, Pankaj. **A Estratégia e o Cenário dos Negócios**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

GIL, Antônio C. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 1991.

GITMAN, Lawrence J., MADURA, Jeff. **Administração Financeira: Uma Abordagem Gerencial**. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2003.

GLUCK, Frederick W., KAUFMANN, Stephen P., WALLECK, A. Steven. **Strategic Management for Competitive Advantage**. Harvard Business Review. Julho-Agosto, 1980. Disponível em <http://hbr.org/1980/07/strategic-management-for-competitive-advantage/ar/1>. Acesso em 26/03/2011.

HILB, Martin. **Gobierno Corporativo**. 1. ed. Buenos Aires: Edicon, 2007

HITT, Michael A., IRELAND, R. Duane, HOSKISSON, Robert E. **Administração Estratégica**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2008.

HORNGREN, Charles T., SUNDEM, Gary L., STRATTON, William O. **Contabilidade Gerencial**. 12. ed. São Paulo: Prentice Hall, 2004.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 4. ed. São Paulo: IBGC, 2009

IÇO, José A., BRAGA, Rosalva P. **EBITDA: Lucro ajustado para fins de avaliação de desempenho operacional**. Revista Pensar Contábil. Rio de Janeiro: CRCRJ, ano III, n. 10, Novembro de 2000/Janeiro de 2001. Disponível em <http://www.guiacontabil.hpg.com.br/ebtida.pdf>. Acesso em 22/04/2011.

IUDÍCIBUS, Sérgio. **Análise de Balanços**. 7. ed. São Paulo, Atlas: 1998.

JENSEN, Michael C. **A Theory of the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms**. Massachusetts: Harvard University Press: 2000.

KAPLAN, Robert S., NORTON, David P. **A Estratégia Em Ação**. Rio de Janeiro: Campus. 1997.

KEYNES, John M. **The General Theory of Employment, Interest and Money**. ebooks@adelaide. Adelaide: University of Adelaide Library, 2010. Disponível em http://ebooks.adelaide.edu.au/k/keynes/john_maynard/k44g/index.html

LEAL, Ricardo P., CARVALHAL DA SILVA, André L. **Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil**. Brazilian Review of Finance, v. 3, n. 1, p. 1-18, July (2005).

LODI, João B. **Governança Corporativa. O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

MACHADO FILHO, Cláudio P., **Responsabilidade Social e Governança: o debate e as implicações: responsabilidade social, instituições, governança e reputação**. São Paulo: Cengage Learning, 2006.

MARCONDES, Dárcio A., FAMÁ, Rubens. **Premiação de executivos: o uso de opções de ações indexadas e ajustadas ao beta**. Revista de Administração da Universidade de São Paulo, v.38, n.4, p. 355-363, out/nov/dez. 2003

MINTZBERG, Henry, LAMPEL, Joseph, QUINN, James B., GHOSAL, Sumantra. **O Processo da Estratégia. Conceitos, Contextos e Casos Selecionados**. Porto Alegre: Bookman, 2006.

MOMOSE, Carlos I. **EBITDA: sua utilização e interpretação no contexto da qualidade das informações contábeis na visão dos analistas de mercado de capitais**. Dissertação de Mestrado-PUCSP. São Paulo, 2009.

MONKS, Robert A. G., MINOW, Nell. **Corporate Governance**. 3. ed. Malden: Blackwell Publishing, 2004.

MORANTE, Antônio S. **Análise das Demonstrações Financeiras: Aspectos Contábeis da Demonstração de Resultado e do Balanço Patrimonial**. São Paulo: Atlas, 2007.

NOREEN, Eric W., GARRISON, Ray H. **Contabilidade Gerencial**. 9. ed. Rio de Janeiro: LTC, 2001.

OHMAE, Kenichi. **O Estrategista em Ação: A Arte Japonesa de Negociar**. São Paulo: Pioneira, 1985.

OLIVEIRA, Antônio B. S. **Controladoria: Fundamentos do Controle Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 2009.

OLIVEIRA, Djalma P. R. **Governança Corporativa na Prática. Integrando Acionistas, Conselho de Administração e Diretoria Executiva na Geração de Resultados**. São Paulo, Atlas, 2006.

OREFICE, Kátia, C. **Considerações sobre a Padronização do Indicador EBITDA**. Dissertação de Mestrado-PUCSP. São Paulo, 2010.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **OECD Principles of Corporate Governance**. Paris: OECD, 2004

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. **Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina**. Paris: OECD, 2004

PEREIRA, José S. **Análise Financeira das Empresas**. 7. Ed. São Paulo: Atlas, 2005

PORTER, Michael E. **Estratégia Competitiva: Técnicas para Análise de Indústrias e da Concorrência**. 7. Ed. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

RAPPAPORT, Alfred. **Creating Shareholder Value: a Guide for Mangers and Investors**. 2. Ed. New York: The Free Pass, 1998.

ROSENBERG, Hilary. **Mudando de Lado. A Luta de Robert A. G. Monks pela Governança Corporativa no EUA**. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

SANVICENTE, Antônio Z. **Administração Financeira**. 3. Ed. São Paulo: Atlas, 1997.

SCHMIDT, Paulo, SANTOS, José L. **Fundamentos da Controladoria**. São Paulo: Atlas, 2006.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do Trabalho Científico**. 23. ed. São Paulo: Cortez Editora, 2007.

SILVA, André L. C., LEAL, Ricardo P. C. **Governança Corporativa: Evidências Empíricas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

SILVA, André L. C. **Governança Corporativa e Decisões Financeiras no Brasil**. Rio de Janeiro: Mauad, 2005.

SILVEIRA, Alexandre M. **Governança Corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo: Saint Paul Editora, 2005.

SMAILES, Joanne, McGRANE, Ângela. **Estatística Aplicada à Administração com Excel**. São Paulo: Atlas, 2006.

TAVARES, Mauro Calixta. **Gestão Estratégica**. São Paulo: Atlas, 2000.

TRICKER, Bob. **Corporate Governance. Principles, Policies and Practices**. New York: Oxford University Press, 2009.

VERONA, João C. **Uma Análise da Evolução dos Indicadores de Desempenho e sua Utilização de Forma Integrada**. Dissertação de Mestrado – PUCSP. São Paulo, 2006.

WRIGHT, Peter L., KROLL Mark J., PARNELL, John. **Administração Estratégica: conceitos**. São Paulo: Atlas, 2000

www.bmfbovespa.com.br

ANEXOS

Anexo 1 – Lista das empresas participantes do Novo Mercado BMFBovespa

| Razão Social | Nome de Pregão |
|--|----------------|
| ALIANSCCE SHOPPING CENTERS S.A. | ALIANSCCE |
| ALL AMÉRICA LATINA LOGÍSTICA S.A. | ALL AMER LAT |
| AMIL PARTICIPAÇÕES S.A. | AMIL |
| ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPAÇÕES S.A | ANHANGUERA |
| AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A. | AREZZO CO |
| AUTOMETAL S.A. | AUTOMETAL |
| B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO | B2W VAREJO |
| BEMATECH S.A. | BEMATECH |
| BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP | BHG |
| BMFBOVESPA S.A. BOLSA VALORES MERC FUT | BMFBOVESPA |
| BRASIL BROKERS PARTICIPAÇÕES S.A. | BR BROKERS |
| BRASIL INSURANCE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO S.A | BR INSURANCE |
| BR MALLS PARTICIPAÇÕES S.A. | BR MALLS PAR |
| BRAZIL PHARMA S.A. | BR PHARMA |
| BR PROPERTIES S.A. | BR PROPERT |
| BCO BRASIL S.A. | BRASIL |
| BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRÍCOLAS | BRASILAGRO |
| BRF - BRASIL FOODS S.A. | BRF FOODS |
| BROOKFIELD INCORPORAÇÕES S.A. | BROOKFIELD |
| CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIÁRIO S.A. | CC DES IMOB |
| CCR S.A. | CCR SA |
| CETIP S.A. - BALCÃO ORGANIZADO DE ATIVOS E DERIV. | CETIP |
| CIA HERING | CIA HERING |
| CIELO S.A. | CIELO |
| CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG | COPASA |
| COSAN S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO | COSAN |
| CPFL ENERGIA S.A. | CPFL ENERGIA |
| CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A. | CR2 |
| CREMER S.A. | CREMER |
| CSU CARDSYSTEM S.A. | CSU CARDSYST |
| CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART | CYRE COM-CCP |
| CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART | CYRELA REALT |
| DIAGNÓSTICOS DA AMÉRICA S.A. | DASA |
| DIRECIONAL ENGENHARIA S.A. | DIRECIONAL |
| DROGASIL S.A. | DROGASIL |
| DURATEX S.A. | DURATEX |

| Razão Social | Nome de Pregão |
|---|----------------|
| BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A. | ECODIESEL |
| ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A. | ECORODOVIAS |
| EMBRAER S.A. | EMBRAER |
| EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A. | ENERGIAS BR |
| EQUATORIAL ENERGIA S.A. | EQUATORIAL |
| ESTÁCIO PARTICIPAÇÕES S.A. | ESTACIO PART |
| ETERNIT S.A. | ETERNIT |
| EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A. | EVEN |
| EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPAÇÕES S.A. | EZTEC |
| FERTILIZANTES HERINGER S.A. | FER HERINGER |
| FIBRIA CELULOSE S.A. | FIBRIA |
| FLEURY S.A. | FLEURY |
| GAFISA S.A. | GAFISA |
| GENERAL SHOPPING BRASIL S.A. | GENERALSHOPP |
| GRENDENE S.A. | GRENDENE |
| HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A. | HELBOR |
| HRT PARTICIPAÇÕES EM PETRÓLEO S.A. | HRT PETROLEO |
| HYPERMARCAS S.A. | HYPERMARCAS |
| IDEIASNET S.A. | IDEIASNET |
| IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A | IGUATEMI |
| INTERNATIONAL MEAL COMPANY HOLDINGS S.A. | IMC HOLDINGS |
| INDÚSTRIAS ROMI S.A. | INDS ROMI |
| IOCHPE MAXION S.A. | IOCHP-MAXION |
| JBS S.A. | JBS |
| JHSF PARTICIPAÇÕES S.A. | JHSF PART |
| JSL S.A. | JSL |
| RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A. | LE LIS BLANC |
| LIGHT S.A. | LIGHT S/A |
| LLX LOGÍSTICA S.A. | LLX LOG |
| LOCALIZA RENT A CAR S.A. | LOCALIZA |
| LOG-IN LOGÍSTICA INTERMODAL S.A. | LOG-IN |
| MARISA LOJAS S.A. | LOJAS MARISA |
| LOJAS RENNER S.A. | LOJAS RENNER |
| LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A. | LOPES BRASIL |
| LUPATECH S.A. | LUPATECH |
| M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS | M.DIASBRANCO |
| MAGAZINE LUIZA S.A. | MAGAZ LUIZA |
| MAGNESITA REFRACTORIOS S.A. | MAGNESITA SA |

| Razão Social | Nome de Pregão |
|--|----------------|
| MARFRIG ALIMENTOS S/A | MARFRIG |
| MAHLE-METAL LEVE S.A. | METAL LEVE |
| METALFRIO SOLUTIONS S.A. | METALFRIO |
| MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A. | MILLS |
| MINERVA S.A. | MINERVA |
| MMX MINERAÇÃO E METALICOS S.A. | MMX MINER |
| MPX ENERGIA S.A. | MPX ENERGIA |
| MRV ENGENHARIA E PARTICIPAÇÕES S.A. | MRV |
| MULTIPLUS S.A. | MULTIPLUS |
| NATURA COSMÉTICOS S.A. | NATURA |
| ODONTOPREV S.A. | ODONTOPREV |
| OGX PETROLEO E GAS PARTICIPAÇÕES S.A. | OGX PETROLEO |
| OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A. | OHL BRASIL |
| OSX BRASIL S.A. | OSX BRASIL |
| PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPAÇÕES | PDG REALT |
| PORTO SEGURO S.A. | PORTO SEGURO |
| PORTOBELLO S.A. | PORTOBELLO |
| PORTX OPERAÇÕES PORTUÁRIAS S.A. | PORTX |
| POSITIVO INFORMÁTICA S.A. | POSITIVO INF |
| PROFARMA DISTRIB PROD FARMACÊUTICOS S.A. | PROFARMA |
| CIA PROVIDÊNCIA INDÚSTRIA E COMÉRCIO | PROVIDÊNCIA |
| QGEP PARTICIPAÇÕES S.A. | QGEP PART |
| QUALICORP S.A. | QUALICORP |
| RAIA S.A. | RAIA |
| REDECARD S.A. | REDECARD |
| REDENTOR ENERGIA S.A. | REDENTOR |
| RENAR MACAS S.A. | RENAR |
| RODOBENS NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A. | RODOBENSIMOB |
| ROSSI RESIDENCIAL S.A. | ROSSI RESID |
| CIA SANEAMENTO BÁSICO EST SÃO PAULO | SABESP |
| SÃO CARLOS EMPREEND E PARTICIPAÇÕES S.A. | SÃO CARLOS |
| SÃO MARTINHO S.A. | SÃO MARTINHO |
| SONAE SIERRA BRASIL S.A. | SIERRABRASIL |
| SLC AGRÍCOLA S.A. | SLC AGRÍCOLA |
| SPRINGS GLOBAL PARTICIPAÇÕES S.A. | SPRINGS |
| TARPON INVESTIMENTOS S.A. | TARPON INV |
| TECHNOS S.A. | TECHNOS |
| TECNISA S.A. | TECNISA |

| Razão Social | Nome de Pregão |
|--|----------------|
| TEGMA GESTAO LOGÍSTICA S.A. | TEGMA |
| TEMPO PARTICIPAÇÕES S.A. | TEMPO PART |
| TEREOS INTERNACIONAL S.A. | TEREOS |
| T4F ENTRETENIMENTO S.A. | TIME FOR FUN |
| TOTVS S.A. | TOTVS |
| TRACTEBEL ENERGIA S.A. | TRACTEBEL |
| TRISUL S.A. | TRISUL |
| TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A. | TRIUNFO PART |
| VALID SOLUÇÕES E SERV. SEG. MEIOS PAG. IDENT. S.A. | VALID |
| VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A. | VIVER |
| WEG S.A. | WEG |