

UFRRJ

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO E ESTRATÉGIA
EM NEGÓCIOS**

DISSERTAÇÃO

**ANÁLISE DOS IMPACTOS DA ADOÇÃO DAS PRÁTICAS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA UTILIZANDO ÍNDICES
CONTÁBEIS-FINANCEIROS NO SETOR ELÉTRICO BRASILEIRO**

Daniela Faria da Costa Barreto

2009



**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
MESTRADO PROFISSIONAL EM GESTÃO E ESTRATÉGIA
EM NEGÓCIOS**

**ANÁLISE DOS IMPACTOS DA ADOÇÃO DAS PRÁTICAS DE
GOVERNANÇA CORPORATIVA UTILIZANDO ÍNDICES
CONTÁBEIS-FINANCEIROS NO SETOR ELÉTRICO
BRASILEIRO**

Daniela Faria da Costa Barreto

Sob a Orientação do Professor
Marcelo Álvaro da Silva Macedo

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Ciências**, no Curso de Pós- Graduação em Gestão Estratégica de Negócios.

Seropédica, RJ
Setembro de 2009

000.00

B000r

Barreto, Daniela Faria da Costa, 2009-
Análise dos impactos da adoção das práticas de Governança Corporativa utilizando
índices contábeis-financeiros no setor elétrico brasileiro
Daniela Faria da Costa Barreto. - 2009.
xxf. : graf., tabs.
Orientador: Marcelo Álvaro.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro,
Instituto de Ciências Humanas e Sociais.
Bibliografia: f. xx-xx.

**UNIVERSIDADE FEDERAL RURAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE CIÊNCIAS HUMANAS E SOCIAIS
CURSO DE PÓS-GRADUAÇÃO EM GESTÃO ESTRATÉGICA DE NEGÓCIOS**

DANIELA FARIA DA COSTA BARRETO

**ANÁLISE DOS IMPACTOS DA ADOÇÃO DAS PRÁTICAS DE GOVERNANÇA
CORPORATIVA UTILIZANDO ÍNDICES CONTÁBEIS-FINANCEIROS NO SETOR
ELÉTRICO BRASILEIRO**

Dissertação submetida como requisito parcial para obtenção do grau de **Mestre em Ciências** no Curso de Pós-Graduação em Gestão Estratégica de Negócios.

DISSERTAÇÃO APROVADA EM - 04/09/2009

Marcelo Álvaro da Silva Macedo, Dr. - FACC/UFRJ
(Orientador)

Silvestre Prado de Souza Neto, Dr. – ICHS/UFRRJ

Ricardo Bezerra Cavalcanti Vieira, Dr. - UNIRIO

DEDICATÓRIA

*À Deus, pela graça da vida e tudo mais;
à minha mãe Maria Augusta e ao meu pai Nilo, por tudo que representam para minha
felicidade;
à Flávia, Gustavo e Alexandre, meus melhores amigos;
ao meu esposo Cláudio, pelo grande amor que nos une e pelo apoio à todos os meus projetos
e ao meu filho Fernando, pela benção da sua existência e pelo maior amor que eu já
conheci.*

“Se você não está cometendo erros, você não está assumindo riscos, e isso significa que você não está indo a lugar algum.”

John W. Holt Jr.

AGRADECIMENTOS

Ao meu filho e esposo, pessoas que sentiram a minha ausência em função da dedicação aos estudos.

Ao meu esposo, especialmente agradeço, o apoio incondicional aos meus projetos de vida. Estar ao seu lado é delicioso.

A meu filho, que é a minha maior fonte de motivação e que diariamente me faz uma pessoa mais realizada.

Aos meus pais e minha irmã, por tudo que sou hoje. Aos meus familiares, que fazem minha vida mais completa e feliz.

Ao Professor Marcelo Álvaro da Silva Macedo, meu orientador, exemplo de profissional e de professor, que sempre esteve presente, dando todo suporte necessário para conclusão deste trabalho. Sem a sua orientação e apoio incondicional eu não estaria aqui.

Os amigos do curso, que tornaram meu caminho prazeroso e mais fácil de ser trilhado. Adoçaram muito as viagens à Seropédica e os infindáveis sábados destinados às aulas.

À todos os professores do Programa de Mestrado de Gestão e Estratégia em Negócios e da Graduação em Administração da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, que contribuíram com sua dedicação e conhecimento.

RESUMO

BARRETO, Daniela F. da C.. **Análise dos impactos da adoção das práticas de Governança Corporativa utilizando índices contábeis-financeiros no setor elétrico brasileiro.** 2009. 62 p. Dissertação (Mestrado de Gestão e Estratégia em Negócios). Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Departamento de Ciências Administrativas e Contábeis, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Seropédica, RJ, 2009.

Este trabalho tem como objetivo comparar o desempenho de empresas que aderiram às práticas de governança corporativa com aquelas que não aderiram, através do uso de indicadores contábil-financeiros de Liquidez, Endividamento e Lucratividade, referentes ao período de 2005 a 2007 no setor elétrico. Em outras palavras, busca-se observar se é possível verificar algum impacto relevante da adoção das práticas de governança corporativa em alguns índices contábil-financeiros. A idéia é verificar se as empresas que adotaram as boas práticas, apresentaram um desempenho, em termos de liquidez, endividamento e lucratividade, estatisticamente superior em relação ao mercado. No estudo do impacto destas ações utilizaram-se análises estatísticas de diferença de médias, através do teste de desigualdade de Chebyshev. Apesar de a princípio se imaginar que existissem diferenças entre empresas adotantes das Boas Práticas de Governança Corporativa e outras sem esta característica, não se observaram diferenças significativas, de maneira geral, nos anos de 2005, 2006 e 2007, nos índices de liquidez, endividamento e lucratividade entre os dois grupos de empresas observados.

Palavras chave: *Governança Corporativa; Desempenho; Índices Contábil-Financeiros*

ABSTRACT

BARRETO, Daniela F. da C.. **Analysis of the impacts of the adoption of practices of corporate governance using financial and accounting indexes.** 62 p. Dissertation (Mestrado Profissional em Gestão e Estratégia de Negócios). Instituto de Ciências Humanas e Sociais, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Seropédica, RJ.

This paper aims to compare the performance of companies that adhere to corporate governance practices with those that have not joined, through the use of accounting-financial indicators of liquidity, profitability and debt, for the period 2005 to 2007. Picked up as companies adopting corporate governance practices of those in the IGC - Index of Stocks with Differentiated Corporate Governance of Bovespa at the end of 2007. It found that non-financial listed companies were divided into various segments of work, including the availability of information and the number of samples picked up the electric power sector. This point was made to compare the behavior of listed companies in this sector in the IGC, on the other belonging to it, which were listed among the best and biggest of the Journal Review (2008). In other words, try to see if you can check any relevant impact of the adoption of corporate governance practices in accounting and financial indicators. The idea is to check whether companies that have adopted best practices, presented a performance, in terms of liquidity, debt and profitability, statistically higher than the market. In the study of the impact of these actions were used statistical analysis of different means, through the test of inequality of Chebyshev. The results show that although the principle is to imagine that there were differences between adopters of governance practice companies and other companies without this feature, there were no significant differences in general, in 2005, 2006 and 2007, in the liquidity, profitability and debt indexes among the two groups.

Key Words: Corporate Governance, Accounting-Financial Indicators, Performance

LISTA DE QUADROS E TABELAS

Quadro 1 – Trabalhos Empíricos sobre Governança Corporativa no Mercado Brasileiro	. 15
Quadro 2 – Usuários da Análise das Demonstrações Contábeis	. 24
Quadro 3 – Média dos Índices Contábil-Financeiros – Setor energia elétrica – 2005	. 33
Quadro 4 – Média dos Índices Contábil-Financeiros – Setor energia elétrica – 2006	. 33
Quadro 5 – Média dos Índices Contábil-Financeiros – Setor energia elétrica – 2007	. 34
Quadro 6 – Comparativo Média Índices Contábil-Financeiros – 2005 a 2007	. 34
Quadro 7 – Teste de Chebychev – 2005	. 35
Quadro 8 – Teste de Chebychev – 2006	. 35
Quadro 9 – Teste de Chebychev – 2007	. 36

LISTA DE ANEXOS

Tabela 1 - Empresas pertencentes ao Novo Mercado – BOVESPA	.45
Tabela 2 – Empresas pertencentes ao Nível 1 – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – BOVESPA	.48
Tabela 3 - Empresas pertencentes ao Nível 2 – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – BOVESPA	.50

LISTA DE ABREVIACÕES, SIGLAS OU SÍMBOLOS

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

NM – Novo Mercado

NDGC – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa

OCDE – Organização para Desenvolvimento e Cooperação Econômica

GC – Governança Corporativa

LC – Liquidez Corrente

LG – Liquidez Geral

PCT – Participação de Capital de Terceiros

CEcp – Composição de Curto Prazo de Endividamento

ROI – Rentabilidade do Ativo

ROE – Rentabilidade do Patrimônio Líquido

IC – Intervalo de Confiança

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	
1.1 Formulação do Problema	1
1.2 Objetivos da Pesquisa	1
1.2.1 Objetivo geral	1
1.2.2 Objetivos específicos	1
1.3 Limitações do Estudo	2
2 REFERENCIAL TEÓRICO	
2.1 Governança Corporativa – uma perspectiva histórica	3
2.2 Definições e Conceitos de Governança Corporativa	6
2.3 IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa	9
2.4 Níveis Diferenciados de Governança Corporativa na Bovespa	10
2.5 Análise dos Impactos da Governança Corporativa nas Empresas	14
2.6 Análise de Trabalhos Empíricos sobre a Governança Corporativa no Mercado Brasileiro	15
2.7 Análise Contábil Financeira	23
3 METODOLOGIA	
3.1 Tipo de Pesquisa	28
3.2 Universo e Amostra da Pesquisa	28
3.3 Coleta de dados	30
3.4 Instrumento de Análise de Dados	31
4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	
4.1 Setor Elétrico	32
4.2 Análise dos Resultados	33
5 CONCLUSÃO	36
6 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	39

1 - Introdução

1.1 – Formulação do problema

Grayson e Hodges (2001) afirmam que tem aumentado as expectativas de como as empresas devem administrar seus negócios e contribuir para enfrentar os desafios de uma sociedade mais ampla. É crescente a disposição dos stakeholders em pressionar para que suas expectativas sejam satisfeitas por um novo padrão de responsabilidade corporativa. Estratégias minimalistas, ainda de acordo com Grayson e Hodges, já não atendem mais às forças globais de mudança. Para enfrentá-las, as práticas caminham na direção de modelos mais avançados, integrando desafios econômicos, ambientais e sociais de alcance global.

Segundo Andrade e Rossetti (2004) a governança corporativa se baseia em princípios éticos aplicados na condução dos negócios, possui fundamentos sólidos e seguramente não se trata de mais um modismo das escolas de administração. Seu desenvolvimento tem razões macro e microeconômicas e sua sustentação não se baseia mais nos princípios e razões de sua origem, mas também nos institutos legais e marcos regulatórios que envolvem os processos de gestão, e que se aperfeiçoam a cada dia, com base nos valores que regem a boa governança.

Na mais diversa bibliografia, os autores são unânimes em descrever a governança corporativa como um dos mais importantes desafios da moderna gestão. A amplitude da ação da governança nas empresas, e a grande enumeração dos benefícios da adoção de modelos de governança, levanta o questionamento da quantificação destes mesmos benefícios.

É neste contexto que esta pesquisa está inserida. Realizou-se um estudo do comportamento das empresas listadas no IGC – *Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada* da BOVESPA comparando com outras não listadas, em relação a uma série de indicadores contábeis-financeiros, com o objetivo de verificar o impacto da adoção das práticas de governança corporativa, no desempenho das primeiras durante o período de 2005 a 2007. Buscou-se verificar se as empresas brasileiras do setor econômico de energia elétrica, que são adotantes das práticas de boa governança apresentam desempenho superior, comprovado estatisticamente. Ou seja, se é possível vislumbrar impactos positivos estatisticamente significativos pela adoção das boas práticas em relação ao desempenho médio do mercado, representado neste estudo pelas empresas destes setores listadas na Revista Exame – Maiores e Melhores (2008). A hipótese a ser testada é se empresas do setor elétrico que apresentam bons níveis de governança corporativa podem obter, em média, um desempenho contábil-financeiro superior.

1.2 – Objetivos da Pesquisa

1.2.1 – Objetivo Geral

O presente trabalho de pesquisa tem como objetivo analisar o impacto das Boas Práticas da Governança Corporativa nos resultados contábeis-financeiros das empresas do setor elétrico brasileiro, a partir de informações dos anos 2005, 2006 e 2007, utilizando indicadores de liquidez, endividamento e lucratividade.

1.2.2 – Objetivos Específicos

Para que o objetivo geral seja alcançado, o presente trabalho de pesquisa buscou atingir os seguintes objetivos específicos:

- Investigar a Governança Corporativa, aspectos conceituais, aplicabilidade, origens;

- Mostrar a importância das Boas Práticas de Governança Corporativa para empresas de países desenvolvidos e de países emergentes como o Brasil;
- Levantar os trabalhos empíricos sobre a Governança Corporativa no Mercado Brasileiro;
- Mostrar a importância da análise contábil-financeira e seus índices;
- Analisar estatisticamente os resultados contábeis-financeiros das empresas de interesse para o trabalho.
- Mostrar o panorama do setor elétrico.

1.3 – Limitações do Estudo

O método escolhido para o estudo apresenta certas limitações. Elas são apresentadas a seguir:

- Os modelos sugeridos para governança corporativa estão relacionados com a amplitude de seus processos e seus impactos efetivos, não há padronização de um modelo único a ser adotado. No Brasil o conceito é relativamente novo, e está em desenvolvimento, principalmente porque não dispomos de um mercado de capitais tão efervescente quanto os países mais desenvolvidos. Estes aspectos influem na comparação de resultados contábeis-financeiros *versus* amplitudes diferentes na adoção das boas práticas;
- Quanto ao tratamento dos dados, existem limitações quanto ao teste estatístico escolhido;
- Limitações de inferência, pois o processo de amostragem é não probabilístico, pois parte-se de um universo naturalmente restrito;
- É possível que os grupos selecionados para a pesquisa não tenham sido os mais representativos do universo estudado, mas este é um risco existente em qualquer processo de investigação;
- Uma limitação foi a escolha do setor. Foram descritos e analisados no estudo o setor conforme da mesma maneira que na publicação.
- Devido à abrangência do tema, o presente estudo se limita tanto a aspectos temporais, quanto ao objeto de análise. Em termos temporais, a pesquisa contemplou a análise apenas aos anos 2005 a 2007, por terem sido os anos em que se encontrou a informação disponível na base de dados utilizada.
- Quanto ao objeto da análise, o estudo limitou-se à população composta pelas empresas participantes do IGC e das empresas listadas na Revista Exame - Maiores e Melhores (2008) nos anos da análise, já que estas foram as únicas fontes de coleta de dados.
- A análise contábil-financeira dá margem a análises subjetivas. Iudícibus (1998) destaca que cada analista poderia escolher seu próprio conjunto de relações para fazer uma determinada análise e dois analistas, usando o mesmo conjunto de índices, poderiam chegar a conclusões diferentes a respeito de uma mesma organização.

Entretanto acredita-se que este trabalho promove a articulação teórica necessária de forma a elucidar o problema proposto e poder estimular outras investigações posteriores, que permitam amadurecer e nortear suas aplicabilidades.

2 – Referencial Teórico

2.1 – Governança Corporativa – Uma perspectiva histórica

Berle Jr e Means (1988) afirmam que a Governança Corporativa pode ser vista como um desenvolvimento natural das teorias da firma e da agência, cujos objetivos básicos se centram na solução dos problemas decorrentes do potencial comportamento discricionário de dirigentes, oriundos da separação entre a propriedade (propriedade passiva) e o controle (propriedade ativa), que associados ao elevado custo de se monitorar as atividades desses dirigentes, levam a uma redução / perda do valor da empresa. Isto é, trata-se de um arcabouço teórico, que com uma visão financeira dos objetivos da firma, trata das diversas situações de conflitos oriundas da separação entre propriedade e controle da firma, e sua conseqüente deslocamento de poder.

No Reino Unido, uma sucessão de escândalos no final dos anos 1980 levou a Bolsa de Londres a criar o Comitê Cadbury que definiu uma série de condutas em contabilidades e relatórios financeiros. Bernhoeft e Gallo (2003) registram que em 1981 o Banco da Inglaterra formou uma comissão para estudar uma série de escândalos que vinham acontecendo com os Conselhos de Administração das Empresas. Esta comissão tinha o lorde Cadbury como, *chairman* e tinha como finalidade revisar cuidadosamente o papel dos Conselhos de Administração, sua composição e responsabilidades.

A introdução do documento se refere ao que a comissão determinou como o reconhecido sistema britânico de ‘clube’, no qual muitos líderes ingleses participavam de Conselhos das Companhias uns dos outros, o que não era adequado para os problemas enfrentados nas décadas de 80 e 90. O resultado do trabalho da comissão foi o Código de Práticas Recomendáveis (*Code of Best Practice*), publicado como relatório no final de 1992. O relatório resume as preocupações dos acionistas, da diretoria corporativa e dos membros do conselho. O Código se divide em responsabilidades do Conselho, os membros do Conselho, a importância dos membros independentes do Conselho e a necessidade dos comitês do Conselho, especificamente um comitê de auditoria, um comitê de nomeação e um comitê de remuneração.

Em 1995, surgiram o Comitê Greenbury que definiu normas de remuneração de administradores, e o Comitê Hampel, que revisou o trabalho dos dois anteriores e estabeleceu que o conselho de administração é responsável por “promover o aumento da prosperidade das empresas no longo prazo”. O relatório foi publicado em 1998 com o nome de *Combined Code* e é uma das exigências da Bolsa de Londres para a listagem de companhias.

Foi nos anos 90 que a Governança Corporativa atingiu a maturidade, mas segundo Lodi (2000), a Governança corporativa sem esse nome já vem sendo praticada e passando por evoluções há 50 anos, onde caracterizando a década de 50 como ponto de partida, visualizamos uma era de conselhos inatuantes e de presença forte do acionista / sócio controlador. Os passos da evolução descritos abaixo, seguindo uma linha do tempo, seguem conforme sugerido por Lodi (2000) e pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2008).

Nas décadas de 1950 e 1960 percebe-se presença forte do acionista controlador familiar, os conselheiros são enfeites da Empresa e os conselhos são usados como instrumentos de Lobby. As empresas procuram “medalhões” para fazer parte dos seus conselhos, tornando os mesmos inatuantes. Os conselheiros não estão a par dos negócios do acionista gestor.

Na década de 1970, surgem os grandes conselhos brasileiros, como Alpargatas, Monteiro Aranha, Docas, Mappin. Iniciam-se os sinais de independência do Conselho, que

passam por um processo de maiores poderes (Empowerment). Em 1976 surge a primeira Lei das S.A., nº 6.404, no Brasil, fixando competências do Conselho de Administração.

A década de 1980 é marcada pela abertura de capital, início dos fundos de pensão e fundos de investimento, participação de bancos (ex. Bradesco). Há maior valorização do acionista (*Shareholder enhancement*). Fundos tipo Calpers e Fidelity ganham força. No Brasil, o mercado de capitais ainda é pequeno e incipiente. Apenas 80 empresas com liquidez.

A década de 1990 reforça os poderes maiores para os Conselhos (*Board Empowerment*), mas também é palco de grandes escândalos envolvendo pareceres das auditorias externas nos Bancos, o que ajuda a esclarecer o papel dos auditores. Os principais casos são Nacional, Econômico, Bamerindus, Noroeste e Bandeirantes. O período também é marcado pelas privatizações, fusões e aquisições além do movimento mundial de globalização. Esta década merece maior detalhamento, uma vez que é nela que há o nascimento e desenvolvimento da Governança Corporativa.

O ano de 1992 pode ser considerado como data do nascimento da Governança Corporativa. É o ano de publicação do Relatório Cadbury, considerado o primeiro código de boas práticas de governança corporativa. O documento, elaborado por uma comissão coordenada por Sir Adrian Cadbury, surgiu como resposta aos escândalos registrados no mercado corporativo e financeiro da Inglaterra no final dos anos 1980. O Relatório influenciou as publicações dos futuros códigos de diversos países. A General Motors divulga suas "Diretrizes de Governança Corporativa", considerado o primeiro código de governança elaborado por uma empresa. Troca de famosos presidentes por pressão do Conselho: General Motors, American Express, IBM, Kodak, Sears, Time Warner, Compaq.

Em 1994 o Calpers (California Public Employees Retirement System) realizou uma pesquisa e observou que mais da metade das 300 maiores companhias dos EUA tinham desenvolvido manuais próprios de recomendações de governança corporativa.

Em 1995 a Governança Corporativa já se reflete em outros países além de Estados Unidos e Inglaterra. O marco da governança na França é a publicação do Relatório Vienot. No Brasil é fundado o Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração (IBCA), atual IBGC.

Em 1996 a National Association of Corporate Directors – NACD, instituição americana fundada em 1977, que corresponde ao Institute of Directors - IoD inglês, publica o "The NACD Report" .

No ano de 1997, 25% dos Investimentos fora dos Estados Unidos são realizados por 25 fundos norte-americanos, sejam fundos de pensão ou fundos de investimentos. Na Alemanha acontece a criação do novo mercado (Neuer Markt) da Bolsa de Frankfurt. No Japão a Federação Japonesa das Organizações Econômicas lança relatório com recomendações sobre governança corporativa. No Brasil é surge a Nova Lei das S.A., nº9.457, reformando a Lei das Sociedades Anônimas original (Lei 6.404/1976). A nova lei mantém as atribuições do Conselho e aumenta o poder da CVM - Comissão de Valores Mobiliários - para fiscalizar. Também revoga o *Tag Along* de 100% para ordinaristas, sendo considerada um retrocesso na questão do direito dos acionistas minoritários. Neste mesmo ano, no mês de setembro, ocorre a crise asiática, fomentada, entre outras coisas, por más práticas de governança corporativa.

No ano de 1998 é lançado o relatório britânico produzido pelo Comitê Hampel, intitulado *Combined Code*, que amplia as recomendações dos trabalhos anteriores (Relatórios Cadbury e Greenbury) nos seguintes aspectos: papel dos conselheiros, remuneração dos conselheiros, relação com acionistas, prestação de contas e auditoria e conselheiros externos independentes. No Japão, o Comitê de Governança Corporativa, estabelecido pelo Fórum de Governança Corporativa do Japão, elabora "Os Princípios de Governança Corporativa - Uma Visão Japonesa". O documento baseou-se no relatório britânico, porém com diretrizes mais

modestas. A OCDE cria o Business Sector Advisory Group on Corporate Governance. No Brasil surge o primeiro fundo voltado para a governança (Dynamo Puma), no programa de Valor e Liquidez do BNDESPar.

Em 1999 o grupo de governança corporativa da OCDE abre caminho para a consolidação dos Principles of Corporate Governance, divulgado em maio, contendo diretrizes e recomendações sobre as boas práticas de governança. No Brasil o Instituto - IBCA - passa a se denominar IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) e lança o primeiro código brasileiro sobre governança corporativa, o "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", de autoria do IBGC.

Em 2000 o Banco Mundial e consultoria Mckinsey concluem em estudo que investidores estão dispostos a pagar entre 18% a 28% a mais por empresas com governança. No Brasil, em São Paulo, acontece a primeira mesa redonda na América Latina, cujo resultado foi a produção de um relatório com as conclusões da realidade de cada região. No mesmo ano, em dezembro, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) lança oficialmente os segmentos diferenciados de governança corporativa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

Em 2001, no mês de novembro, é divulgado ao mundo os problemas de fraude contábil na Enron. Na seqüência, diversas empresas norte-americanas são obrigadas a refazer suas demonstrações financeiras. Como uma das conseqüências, a empresa de auditoria norte-americana Arthur Andersen cessa suas operações, após ser acusada de obstruir os trabalhos da justiça. O código produzido pela OCDE é revisado e incorpora o resultado de debates internacionais. No Brasil a Bovespa cria o Índice de Governança Corporativa (IGC) cujo objetivo é medir o desempenho de uma carteira composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança. Neste mesmo ano a Lei das SAs é reformada, sendo promulgada a Lei 10.303/2001, apresentando avanços, embora tímidos em relação ao projeto inicial.

Em 2002 o congresso norte-americano aprova a Lei Sarbanes-Oxley (SOX) em julho, como resposta aos escândalos corporativos envolvendo grandes empresas do país, como Enron, Worldcom e Tyco, entre outras. No mês seguinte, a SEC (Securities and Exchange Commission) edita algumas normas complementares e a Bolsa de Valores de Nova York aprova novos requisitos de governança corporativa como condição para listagem de empresas. No Brasil, em junho, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) lança sua cartilha sobre governança: "Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa", voltada para as companhias abertas. Empresas como a CCR e Sabesp ingressam pioneiramente no Novo Mercado.

Em 2003, no mês de maio, a Nasdaq anuncia normas semelhantes à Bolsa de Nova York. Em dezembro, ocorre um escândalo corporativo na Parmalat, sendo o primeiro de muitos problemas de governança corporativa com grandes empresas da Europa Continental. Na Inglaterra, é lançado o *Higgs Report*, contendo recomendações sobre o papel dos conselheiros externos. É lançado o *Revised Combined Code*, uma revisão do código de governança britânico. As empresas do país passam a ser sujeitas à regra do "*comply or explain*" (pratique ou explique), sendo obrigadas a divulgar de forma clara as eventuais práticas de governança não adequadas às recomendações do código do país. Na Alemanha, é lançado o código de governança alemão, seguindo de forma similar a abordagem do "*comply or explain*". No Brasil é lançada a pesquisa Panorama Atual da Governança Corporativa no Brasil, objeto de parceria entre o IBGC e a Booz Allen Hamilton.

Em 2004, a OCDE cria o Círculo de Companhias, a partir de recomendação da quinta Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina. No Brasil acontece a retomada do movimento de ofertas públicas iniciais (IPOs), com listagem da Natura no Novo Mercado. A grande maioria das empresas listadas ingressa diretamente no Novo Mercado, segmento mais avançado de governança corporativa da Bovespa. O IBGC lança, em edição revista e

ampliada, a 3ª terceira versão do "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa", abordando de forma didática e detalhada o papel dos diferentes públicos-alvo da governança.

Em 2005 a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) lança documento contendo diretrizes de boa governança para empresas de controle estatal. NO Brasil e realizada a oferta de ações da primeira companhia brasileira de capital amplamente disperso (Lojas Renner), uma inovação no modelo brasileiro de governança corporativa.

Em 2006 mais um problema de governança corporativa é anunciado no mercado norteamericano: mais de 130 empresas são acusadas de manipular as datas de concessão dos planos de opções de ações dos seus executivos, visando aumentar seus ganhos pessoais. O escândalo, conhecido como *options backdating*, causa a demissão de mais de 50 CEOs e conselheiros. NO Brasil a Bovespa amplia regras para os níveis diferenciados de listagem e um caso de insider trading ocorrido durante a tentativa pioneira de aquisição hostil da Perdigão pela Sadia causa grande repercussão no mercado, aumentando a atenção do órgão regulador em operações similares.

2.2 – Definições e Conceitos de Governança Corporativa

Os conceitos e modelos sugeridos para governança corporativa estão relacionados com a amplitude de seus processos e seus impactos efetivos. Nos conceitos observados na bibliografia disponível, encontram-se expressões-chave que se repetem, e que estão ligadas aos princípios, aos modelos, às práticas, aos mecanismos de regulação e aos propósitos da governança corporativa, são eles: direitos dos acionistas (shareholders), direitos de outras partes interessadas (stakeholders), conflitos de agência, sistemas de relações, sistemas de valores, sistemas de governo, estrutura de poder, estrutura de regulação e padrões de comportamento. De uma forma geral embora os conceitos seja mais focados em um ou outro aspecto, as idéias são complementares, se sempre buscam o fortalecimento dos valores que dão sustentabilidade ao conceito de governança.

Silveira, Barros e Famá (2004, p. 02) entendem governança corporativa como “o conjunto de mecanismos de incentivo e controle, internos e externos, para minimização dos custos decorrentes do problema de agência dos gestores”.

La Porta *et al.* (1999, p.4) define governança corporativa como um conjunto de “mecanismos que protegem os investidores externos da expropriação pelos internos”, entendendo como internos os gerentes e *shareholders*.

Para Child e Rodrigues (2003), a governança corporativa consiste de um mecanismo de monitoramento principalmente dos administradores, para que eles gerenciem com honestidade e efetividade as corporações sob seu controle visando proporcionar um retorno justo e aceitável para os seus investidores. Este escopo está baseado em dois importantes critérios: a) na conduta ética dos administradores e b) na competência e habilidade para obter um bom desempenho dos recursos sob sua chancela.

Becht *et al.*(2002) afirma que embora a definição de governança seja bastante ampla, em um nível geral, ela diz respeito aos sistemas de controle e monitoramento estabelecidos pelos acionistas de uma determinada empresa, de modo que os executivos ajam ou tomem decisões segundo os interesses dos acionistas, de tal forma que maximizem seus ganhos

Hitt, Hoskisson e Ireland (2003) acreditam que a governança corporativa é uma relação entre *stakeholders* utilizada para determinar a orientação da firma e controlar o seu desempenho.

Andrade e Rossetti (2004) propõem uma divisão conceitual baseada no uso das expressões-chave dos diversos conceitos, e sugerem quatro grupamentos:

1. os que enfatizam direitos e sistemas de relação;
2. os que destacam sistemas de governo e estruturas de poder;
3. os que chamam a atenção para sistemas de valores e padrões de comportamento;
4. e os focados em sistemas normativos.

Serão apresentados abaixo os quatro grupamentos e os conceitos que se enquadram em cada grupamento. Os conceitos são citações de autores e organizações e foram extraídos de fonte secundária, Andrade e Rossetti (2004).

Relacionando conceitos que se baseiam em direitos e sistemas de relações pode-se citar:

- OECD (1999): “A governança corporativa é o sistema segundo o qual as corporações de negócios são dirigidas e controladas. A estrutura da governança corporativa específica a distribuição dos direitos e responsabilidades entre os diferentes participantes da corporação, tais como o conselho de administração, os diretores executivos, os acionistas e outros interessados, além de definir as regras e procedimentos para a tomada de decisão em relação a questões corporativas, e oferece também bases através das quais os objetivos da empresa são estabelecidos, definindo os meios para se alcançarem tais objetivos e os instrumentos para se acompanhar o desempenho”.
- Shleifer e Vishny (1997): “A governança corporativa é o campo da administração que trata do conjunto de relações entre a direção das empresas, seus conselhos de administração, seus acionistas e outras partes interessadas. Ela estabelece os caminhos pelos quais os supridores de capital das corporações são assegurados do retorno de seus investimentos”.
- Blair (1999): “ A governança corporativa trata dos meios utilizados pelas corporações para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre os acionistas das empresas e seus dirigentes de alto nível”.
- IBGC (2004): “ Governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas / cotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade”.
- Lodi (2000): “ Governança Corporativa é um novo nome para o sistema de relacionamento entre acionistas, auditores independentes e executivos da empresa, liderado pelo Conselho de Administração”.

Relacionando conceitos que se baseiam em sistemas de governo e estruturas de poder, pode-se citar:

- Cadbury (1992): “ A governança corporativa é o sistema e a estrutura de poder que regem os mecanismos através dos quais as companhias são dirigidas e controladas”.
- Babic (2003): “ O campo em que gravita a governança corporativa é definido por uma dada estrutura de poder, que envolve questões relacionadas aos processos de tomada de decisões estratégicas, ao exercício da liderança, aos métodos com que se atende aos interesses estabelecidos e aos pleitos emergentes – em síntese ele está relacionado à sociologia das elites e por isso mesmo é fortemente influenciado pelos institutos legais e pelos marcos regulatórios de cada país”.
- Hitt, Ireland e Hoskisson (2001): “ Como a governança corporativa nasceu do divórcio entre a propriedade e a gestão das empresas, seu foco é a definição de uma estrutura de governo que maximize a relação entre o retorno dos acionistas e

os benefícios auferidos pelos executivos. Neste sentido envolve a estratégia das corporações, as operações, a geração de valor e a destinação de resultados”.

Relacionando conceitos que se baseiam em sistema de valores e padrões de comportamento, pode-se citar:

- Williamson (1996): “ A governança corporativa trata da justiça, da transparência e da responsabilidade das empresas no trato de questões que envolvem os interesses do negócio e os da sociedade como um todo”.
- Cadbury (1999): “ A governança corporativa é expressa por um sistema de valores que rege as organizações, em sua rede de relações internas e externas. Ela, então, reflete os padrões da companhia, os quais por sua vez, refletem os padrões de comportamento da sociedade”.
- Claessens e Fan (1996): “ A governança corporativa diz respeito a padrões de comportamento que conduzem à eficiência, ao crescimento e ao tratamento dado aos acionistas e a outras partes interessadas, tendo por base princípios definidos pela ética aplicada à gestão de negócios.”

Relacionando conceitos que se baseiam em sistemas normativos, pode-se citar:

- Mathiesen (2002): ” Governança corporativa é um campo de investigação focado em como monitorar as corporações, através de mecanismos normativos, definidos em estatutos legais, termos contratuais e estruturas organizacionais que conduzam o gerenciamento eficaz das organizações, traduzidos por uma taxa competitiva de retorno.”
- Monks e Minow (1995) afirmam que a governança corporativa trata do conjunto de leis e regulamentos que visam: a) assegurar os direitos dos acionistas das empresas, controladores ou minoritários; b) disponibilizar informações que permitam aos acionistas acompanhar decisões empresariais impactantes, avaliando o quanto elas interferem em seus direitos; c) possibilitar aos diferentes públicos alcançados pelos atos das empresas o emprego de instrumentos que assegurem a observância de seus direitos; d) promover a interação dos acionistas, dos conselhos de administração e da direção executiva das empresas”.

Andrade e Rossetti (2004) sugerem que quatro valores dão sustentabilidade às boas práticas de governança. São eles *fairness*, *disclosure*, *accountability* e responsabilidade corporativa ou *compliance*.

Fairness se trata do senso de justiça, da equidade no tratamento dos acionistas, respeito aos direitos dos minoritários, por participação equânime com a dos majoritários, tanto no aumento da riqueza corporativa, quanto nos resultados das operações, quanto ainda na presença ativa em assembléias gerais. O tratamento justo e igualitário também deve abranger as demais partes interessadas (*stakeholders*). Políticas discriminatórias ou atitudes veladas são inaceitáveis.

Disclosure consiste na transparência das informações, especialmente nas de alta relevância, que impactam os negócios e que envolvem riscos. Mais do que a “obrigação de informar”, a administração deve cultivar o desejo de informar, porque uma boa comunicação interna e externa, principalmente quando é espontânea, franca e rápida, resulta em confiança, tanto nas relações internas, quanto nas relações externas, com investidores, acionistas e fornecedores. A comunicação deve ultrapassar o desempenho econômico-financeiro, e deve abranger os demais fatores, incluindo os intangíveis, que norteiam a ação empresarial e que conduzem a criação de valor.

Accountability é a prestação responsável de contas, fundamentada nas melhores práticas contábeis e de auditoria. Os agentes da governança corporativa devem prestar contas

de sua atuação a quem os elegeram e respondem integralmente por todos os atos que praticarem no exercício de seus mandatos.

Responsabilidade Corporativa ou *Compliance* é a conformidade no cumprimento de normas reguladoras, expressas nos estatutos sociais, nos regimentos internos e nas instituições legais do país. A responsabilidade corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a sociedade e com a comunidade em que atua. A “função social” da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidade de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente.

Segundo Andrade e Rossetti (2004) os valores de governança regem elementos-chaves na empresa, que seriam o sistema de relações, da estratégia, do poder e da gestão. A utilização dos valores pelos elementos-chaves, coloca a governança em prática.

Lodi (2000) acredita que os modelos de governança são decorrentes de condições históricas, culturais e institucionais dos países em que cada um deles predomina. Além disso, a formação econômica do país também exerce influência, com destaque para as relacionadas à configuração e à maturidade de seu sistema financeiro e, dentro deste, ao desenvolvimento de seu mercado de capitais, dois fatores essenciais que definem, junto com a cultura empresarial e as instituições legais, a forma de propriedade e de financiamento das empresas.

Andrade e Rossetti (2004) definem dois grupos como resultantes deste complexo de condições determinantes. O primeiro, definido pela tipologia de propriedades empresariais e pela forma preponderante de financiamento das corporações, que denomina-se pelo trinômio propriedade – gestão – retorno. O foco é o acionista (shareholder), quanto aos seus interesses e direitos. O foco no trinômio propriedade – gestão – retorno é de origem anglo-saxônica. Suas raízes históricas são a diluição da propriedade acionária das grandes corporações e a separação entre propriedade e gestão. É o que ocorre predominantemente nos Estados Unidos e no Reino Unido. O segundo, definido pela postura do mundo corporativo quanto a seu envolvimento e ao seu compromisso com objetivos de maior amplitude, não limitados aos de natureza econômico-financeira. Trata-se de modelos que vão além do retorno do investimento e da geração de riqueza para os acionistas, assumindo compromissos com outras partes interessadas (*stakeholders*) no desenvolvimento das empresas e nos impactos de suas ações. Este segundo grupo diferencia-se por uma abrangência maior, envolvendo-se com múltiplos interesses. Os modelos tipo *stakeholder* tem origem nipo-germânica.

2.3 – IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

Conforme descrito no site do instituto (<http://www.ibgc.org.br>), o IBGC é uma organização exclusivamente dedicada à promoção da governança corporativa no Brasil e o principal fomentador das práticas e discussões sobre o tema no país, tendo alcançado reconhecimento nacional e internacional.

Fundado em 27 de novembro de 1995, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) – uma entidade cultural de âmbito nacional, sem fins lucrativos tem o propósito de "ser referência em governança corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes de nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade."

O objetivo maior do IBGC é semear a transparência na gestão das empresas, a equidade entre os sócios, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa. Tais posturas têm facilitado o acesso das companhias ao mercado de capitais e a atração de investidores,

resultando em maior criação de valor. Além disso, têm influenciado positivamente a alta gestão das empresas não listadas em bolsa.

Lançado em 1999, o Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC já está na terceira edição. A primeira concentrou-se principalmente no Conselho de Administração, em seu funcionamento, composição e atribuições, refletindo claramente a tendência dominante na época. O documento foi elaborado a partir de reflexões sobre a Lei das Sociedades Anônimas, então vigente, e das discussões e conclusões de um grupo de empresários reunido em abril de 1997, no Top Management Summit, em Itu.

A segunda versão foi publicada em abril de 2001, na qual se consolidou os argumentos técnicos ao princípio da equidade entre os diferentes acionistas. O seu espectro foi alargado, passando a abordar todos os agentes da governança corporativa: Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Gestores, Auditoria Independente, além de abordar o princípio da prestação de contas (*accountability*) e discutir conflitos de interesse e ética. Na terceira versão, de março de 2004, destacou-se a inclusão do princípio de responsabilidade corporativa. A intenção era atentar para a perenidade das organizações, contribuindo com valores e orientações de estratégia empresarial. O princípio evidenciou a importância de as ações serem integradas, considerando também o aspecto social e ambiental, e não só econômico. Como o foco consiste na atuação responsável, isso se reproduz na "contratação preferencial de recursos oferecidos pela própria comunidade", por exemplo. A última versão, revisada e ampliada, busca captar as mudanças ocorridas no meio empresarial, legislativo e regulatório, mantendo-o moderno e atual.

A versão integral do código pode ser obtida no site do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (www.ibgc.org.br).

O objetivo central do Código de Boas Práticas é indicar caminhos para todos os tipos de sociedades – por ações de capital aberto ou fechado, limitadas ou civis – visando aumentar o valor da sociedade, melhorar seu desempenho, facilitar seu acesso ao capital a custos mais baixos e contribuir para sua perenidade.

O código está dividido em 6 capítulos: propriedades (sócios), conselho de administração, gestão, auditoria independente, conselho fiscal e conduta e conflito de interesses.

Os princípios básicos que inspiram o código, são os valores da governança corporativa: transparência, equidade, prestação e contas (*accountability*) e responsabilidade corporativa (*compliance*).

2.4 - Níveis Diferenciados de Governança Corporativa na Bovespa

As informações abaixo descritas, sobre a Bovespa e os níveis diferenciados de governança corporativa, foram extraídos do site da Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa (2008).

A Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa, é o maior centro de negociações de ações e derivativos de ações na América Latina, é uma associação civil sem fins lucrativos, entidade auto-reguladora, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é uma autarquia em regime especial vinculada ao Ministério da Fazenda, e tem a finalidade de regular, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendendo-se como tais aqueles em que são negociados títulos emitidos pelas companhias para captar, junto ao público, recursos destinados ao financiamento de suas atividades. O exercício das atribuições da CVM foi ampliado com a edição das Leis nº 10.303 (2001) e nº 10.411 (2002), que incluem: estímulo a formação de

poupança e sua aplicação em valores mobiliários; promoção da expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estímulo das aplicações permanentes em ações e estímulo das aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas; assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; proteção dos titulares de valores mobiliários e os investidores contra emissões irregulares, atos ilegais dos administradores ou acionistas, uso de informação privilegiada; evitar ou coibir modalidades de fraude destinadas a causar condições artificiais de demanda, oferta ou preço; assegurar o acesso do público a informações e assegurar práticas de mercado equitativas.

Conforme informações obtidas no site da Bovespa (www.bovespa.com.br), o crescimento dos mercados de capitais, resultante da liberalização dos investimentos em portfólio nos países desenvolvidos e emergentes, ampliou o debate, que passou a contemplar também a forma de representação dos interesses dos investidores institucionais nos diversos mercados em que atuam. Organizações multilaterais como IFC e OCDE passaram a incorporar essa preocupação nas suas políticas de investimento.

No Brasil, uma parte significativa das companhias abertas já se empenha em oferecer aos seus investidores melhorias nas práticas de governança e de transparência. No entanto, essas mudanças têm sido adotadas com pouca visibilidade por parte das empresas, visto serem resultado de esforços individuais. A adesão aos "Níveis Diferenciados de Governança Corporativa" da BOVESPA dá maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores e eleva o potencial de valorização dos seus ativos.

Há relacionamento entre o desenvolvimento do mercado financeiro de capitais e o crescimento econômico. Patrick (1966) apresenta dois conceitos: demand-following e supply-leading. No demand-following a criação de instituições financeiras, com seus ativos, passivos e serviços relacionados existe em resposta à demanda por esses serviços pelos investidores e poupadores na economia real, ou seja, o desenvolvimento do mercado-financeiro e de capitais é ocorrência do crescimento econômico. No supply-leading a criação de instituições financeiras e o fornecimento dos seus ativos, passivos e serviços relacionados ocorrem em antecipação à demanda para eles, ou seja, o crescimento econômico é consequência do desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais.

Segundo Aguiar, Corrar e Batistella (2004) a criação do Novo Mercado e dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa podem contribuir para o crescimento econômico do país, e a iniciativa pode ser caracterizada como um fenômeno misto, já que busca atender às necessidades atuais dos investidores existentes (demand-following) e aumentar o número de investidores ao oferecer-lhes mais vantagens (supply-leading).

O site da Bovespa (www.bovespa.com.br) esclarece que empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance.

A premissa básica é que a adoção de boas práticas de governança corporativa pelas companhias confere maior credibilidade ao mercado acionário e, como consequência, aumenta a confiança e a disposição dos investidores em adquirirem as suas ações, pagarem um preço melhor por elas, reduzindo seu custo de captação.

A adesão das Companhias ao Nível 1 ou ao Nível 2 depende do grau de compromisso assumido e é formalizada por meio de um contrato, assinado pela BOVESPA, pela Companhia, seus administradores, conselheiros fiscais e controladores. Ao assinarem o contrato, as partes acordam em observar o Regulamento de Listagem do segmento específico, que consolida os requisitos que devem ser atendidos pelas Companhias listadas naquele

segmento, além de, no caso das Companhias Nível 2, adotar a arbitragem para solução de eventuais conflitos societários.

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

Se comprometem também com a 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 BOVESPA, disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa; a melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, 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 controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições; a realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano.

Outras exigências para as Companhias Nível 1 são a apresentação de um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc; a divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas; a divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores; a manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia e quando da realização de distribuições públicas de ações, adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital.

Ainda no site da Bovespa (www.bovespa.com.br) verifica-se que 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 a divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP; um Conselho de Administração com mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição. No mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes.

Outras regras adicionais para as Companhias Nível 2 são o 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; a 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, 80% (oitenta por cento) deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*); a 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 e a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembleias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

Segundo o site da Bovespa (www.bovespa.com.br), o Novo Mercado é um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometam, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa adicionais em relação ao que é exigido pela legislação.

A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica do Novo Mercado.

A entrada de uma companhia no Novo Mercado ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Porém, esta não é a única. Por exemplo, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais a extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*); a 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 no Novo Mercado; que o Conselho de Administração tenha no mínimo de 5 (cinco) membros e mandato unificado de até 2 (dois) anos, permitida a reeleição; no mínimo, 20% (vinte por cento) dos membros deverão ser conselheiros independentes; divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP.

As empresas listadas no Novo Mercado devem apresentar melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que é enviado pelas companhias listadas à CVM e à BOVESPA, 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 BOVESPA, 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 BOVESPA, 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 controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições.

Além disso, as empresas do Novo Mercado também devem realizar reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano; apresentar um calendário anual, do qual conste a programação dos eventos corporativos, tais como assembleias, divulgação de resultados etc; divulgar os termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas; divulgar, em bases mensais, as negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores; fazer a manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital social da companhia; quando da realização de distribuições públicas de ações, adotar de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital e aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembléias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia.

Com o Novo Mercado, a BOVESPA abre uma nova frente de atuação visando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, oferecendo para as empresas uma excelente oportunidade para a captação de recursos a custos competitivos e para os aplicadores um mercado mais seguro para o investimento de longo prazo.

Conforme informações obtidas no site da Bovespa (www.bovespa.com.br), as ações emitidas por empresas negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA elegem-se à inclusão na carteira teórica do Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada , o IGC, que tem por objetivo medir o desempenho de uma carteira teórica composta por ações de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa.

Os critérios para inclusão na carteira do índice consideram todas as empresas admitidas à negociação no Novo Mercado e nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. As ações de novas empresas serão incluídas após o encerramento do primeiro pregão regular de negociação e as ações de empresas já negociadas na BOVESPA serão incluídas após o encerramento do pregão anterior ao seu início de negociação no Novo Mercado ou Nível 1 ou 2.

Uma vez a empresa tendo aderido aos Níveis 1 ou 2 da BOVESPA, todos os tipos de ações de sua emissão participarão da carteira do índice, exceto se sua liquidez for considerada muito estreita. Os negócios diretos não são considerados para efeito do cômputo da liquidez.

2.5 - Análise dos Impactos da Governança Corporativa nas Empresas

Andrade e Rossetti (2004) mostram que a falta de boas práticas de governança corporativa é questão chave, das quais resultam vários outros problemas. Para tanto, é necessário que as empresas adotem práticas recorrentes de boa governança, pois elas são de suma importância, refletindo em externalidades positivas não só para as empresas e seus investidores, mas também para o mercado acionário e a economia do país como um todo, ajudando a minimizar também casos de corrupção.

Ainda segundo os autores Andrade e Rossetti (2004), a governança corporativa oportunista desencoraja as melhores práticas e traz problemas para diversos atores. As Empresas sofrem com concentração da propriedade; com duas classes de ações; conflitos de agência entre controladores e minoritários; oportunismos; sub-avaliação de ações; descolamento entre valor patrimonial e valor de mercado; alto custo de captações por emissão de capital; fechamento e não abertura de novas empresas. Os investidores tem problemas com a baixa atratividade do mercado de ações; insegurança quanto a direitos societários; baixa demanda por ações; baixa liquidez; riscos altos; baixa proteção gerando tratamentos assimétricos. O Mercado Acionário fica com empresas e investidores distantes do mercado, gerando desestímulo por emissões; baixo turnover afetando a liquidez e a negociabilidade; baixa capitalização via mercado em relação ao PNB; poupanças canalizadas para outros mercados.

Andrade e Rossetti (2004), por outro, ressaltam que a boa governança desenvolve o mercado e traz um círculo virtuoso de impactos macroeconômicos. As empresas têm o reforço da imagem institucional; maior demanda por ações; valorização das ações; menor custo de capital. Os investidores sentem mais segurança quanto a seus direitos; maior precisão da precificação das ações; qualidade das informações e acompanhamento; menores riscos. O mercado acionário encontra alternativa viável de capitalização; aumento das emissões; mais

companhias abertas; maior liquidez. A economia nacional prospera com a canalização de poupanças para capitalização das empresas; fortalecimento e expansão das corporações; dinamização da economia; democratização e sustentabilidade do crescimento.

Monforte (2006) apregoa que um sistema de governança corporativa eficaz pode fortalecer as empresas, reforçar competências para enfrentar novos níveis de complexidade, ampliar as bases estratégicas da criação de valor, ao mesmo tempo em que torna-se fator de harmonização de interesses e, ao contribuir para que os resultados corporativos se tornem menos voláteis, aumenta a confiança dos investidores, fortalece o mercado de capitais e é fator coadjuvante do crescimento econômico.

Rogers (2006) diz que ao se estabelecer normas, condutas e regras que assegurem que os provedores de capital (acionistas minoritários e credores) tenham o seu retorno exigido, há uma maior demanda, por parte dos investidores, pelos papéis das empresas. O comprometimento com práticas de governança corporativa diferenciadas pode reduzir o risco para o investidor com a conseqüente valorização das ações, aumentando em última instância, devido a maior demanda, a liquidez e o volume negociado das ações. De acordo com autor, com o aumento do valor das ações das empresas, pode haver, conseqüentemente, uma redução do custo de capital das mesmas – “para a empresa significa captação de recursos a custos menores, com a probabilidade de retornos maiores sobre os investimentos; e para os acionistas, maiores dividendos”.

Para Rogers, Ribeiro e Sousa (2005), o desenvolvimento do mercado de capitais depende das boas práticas de governança corporativa adotadas pelas empresas, em que a adoção de um sistema de governança eficaz aumenta a liquidez, o volume de negociação e a valorização das ações, reduzindo a exposição das organizações a fatores macroeconômicos.

Para Andrade e Rosseti (2004), a governança corporativa pode contribuir em três frentes para o desenvolvimento econômico do país. Ao influenciar as empresas, melhora a imagem institucional, aumenta a liquidez e a valorização das ações e reduz o custo de capital. Ao atingir os investidores, assegura direitos, traz maior precisão na precificação das ações melhora a qualidade das informações, permite maior acompanhamento e reduz riscos. Ao chegar ao mercado de capitais, cria uma alternativa viável de capitalização, gera aumento de emissões e das aberturas de capital e conseqüentemente maior liquidez.

2.6 - Análise de Trabalhos Empíricos sobre a Governança Corporativa no Mercado Brasileiro

O quadro abaixo apresenta uma análise cronológica de alguns trabalhos empíricos sobre Governança Corporativa no Mercado Brasileiro.

QUADRO 1: Trabalhos Empíricos sobre a Governança Corporativa no Mercado Brasileiro

Autor	Objetivo(s)	Conclusões / Constatações
Silveira, Barros, Fama (2003)	Investigar se a estrutura de governança corporativa foi relevante para o valor das companhias abertas no Brasil entre 1998 e 2000, considerando as variáveis: separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho, tamanho do conselho e grau de independência do conselho.	A separação dos cargos de diretor executivo e presidente do conselho apresentou dados relevantes que evidenciam que em média as empresas que têm pessoas distintas ocupando os cargos de diretor executivo e presidente de conselho são mais valorizadas pelo mercado. Com relação ao tamanho do conselho, o modelo apresentou significância estatística com os sinais dos coeficientes indicando uma relação curvilínea negativa e um tamanho de conselho ótimo entre 5 e 6 conselheiros. Os resultados apresentados não oferecem

		<p>evidências conclusivas em favor das hipóteses apresentadas, tendo em vista a insignificância estatística de alguns coeficientes de variáveis de governança em determinados modelos estimados.</p>
Silveira, Barros, Fama (2003)	<p>Investigar a influência da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado de 154 companhias abertas brasileiras em 2002, utilizando um índice amplo de práticas de governança.</p>	<p>Os resultados obtidos em todas as abordagens mostram uma influência positiva e significativa da qualidade da governança corporativa sobre o valor de mercado das empresas. Os resultados sugerem que este efeito é causal, com o aumento na qualidade da governança corporativa prevendo uma maior capitalização de mercado das empresas. O estudo aponta evidências da endogeneidade da variável de governança corporativa e propõe diferentes instrumentos para estimação por variáveis instrumentais. Os resultados utilizando variáveis instrumentais e sistemas de equações simultâneas corroboram a relação positiva entre governança e valor. Os resultados do sistema de equações simultâneas sugerem uma relação de causalidade reversa entre qualidade da governança corporativa e valor das empresas.</p>
Rogers, Sousa, Ribeiro (2003)	<p>Identificar o comportamento do Índice de Governança Corporativa (IGC) e o Ibovespa (IBO) frente ao câmbio, mercado de capitais internacional, risco-brasil, produção econômica, taxas de juros interna e externa medida pela paridade descoberta da taxa de juros. A análise comparativa buscará ressaltar 3 aspectos: sensibilidade, conteúdo preditivo e causalidade e evidenciará a análise individual do IGC e Ibovespa quanto às suas variações, com o intuito de mensurar o risco por unidade de retorno assumido por ambos os índices da bolsa.</p>	<p>Não houve redução da exposição a fatores macroeconômicos para a valorização da carteira de empresas com melhores práticas de governança corporativa medida pelo IGC.</p> <p>Hipóteses rejeitadas: Algumas variáveis macroeconômicas que causam o IBO não causam o IGC. As práticas de governança corporativa diferenciadas, medidas pelo IGC, tornam os negócios mais seguros e menos expostos a riscos externos, essencialmente a fatores macroeconômicos.</p> <p>Hipóteses parcialmente rejeitadas: O IGC é menos sensível aos fatores macroeconômicos do que o IBO. O IGC tem um poder maior para se explicar do que o IBO (endogeneidade) e as mesmas variáveis macroeconômicas tem menor conteúdo para prever o IGC do que o IBO.</p> <p>Hipótese aceita: O IGC possui um risco por retorno menor do que o IBO.</p>
Silva (2004)	<p>Analisar os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de distribuição de dividendos de empresas no Brasil.</p>	<p>Os resultados mostram alto grau de concentração do capital votante. Os resultados dos testes revelam que existe uma relação, muitas vezes estatisticamente significativa, entre estrutura de governança, valor de mercado, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras.</p>
Aguiar, Corrar e Batistella (2004)	<p>Analisar os impactos causados sobre três variáveis: quantidade média, volume médio em reais e preço médio de ações, depois da implementação do nível 1 de governança corporativa. Os objetivos secundários são apresentar fatos motivadores da implementação do Novo Mercado e do NDGC; ressaltar os requisitos necessários para a migração de cada um dos níveis do Novo Mercado; enfatizar as vantagens de tal migração, para as empresas e para os investidores; analisar se as expectativas da BOVESPA com relação às variáveis estão sendo confirmadas.</p>	<p>Os resultados sugeriram que não ocorreram mudanças positivas significativas, considerando um nível de significância de 5%, o que comprova no referente às variáveis analisadas que as expectativas da BOVESPA não foram constatadas.</p>
Silveira, Lanzana, Barros, Famá	<p>Investigar se a diferença entre o direito de controle (direito de voto) e o direito sobre fluxo de caixa (participação no capital total) dos</p>	<p>Sugere-se que as empresas com maior disparidade entre poder para tomada de decisão e participação no capital total tendem a apresentar menor valor</p>

(2004)	acionistas controladores possui relação com o valor de mercado das companhias abertas brasileiras.	de mercado. Entretanto os modelos não apresentaram qualidade estatística suficiente para comprovar o objetivo inicial da pesquisa.
Gallon, Beuren (2006)	Examinar, através da técnica da análise de conteúdo, os itens de maior evidência nos Relatórios da Administração das empresas participantes dos níveis de governança da Bovespa, classificados em obrigatórios pela Lei nº 6.404/76 ou recomendados pela CVM através do Parecer de Orientação nº 15/87 (Grupo 1) e não obrigatórios e nem recomendados de evidência neste relatório divulgados pelas empresas pesquisadas (Grupo 2).	Os resultados mostram que as 58 companhias abertas brasileiras, participantes do nível 1 e 2 de governança e novo mercado da Bovespa, apresentaram nos quatro primeiros itens do Grupo 1 maior número de sentenças evidenciadas, na ordem <i>negócios sociais e principais fatos administrativos/descrição dos negócios, produtos e serviços; comentários da conjuntura econômica geral e perspectivas e planos para o exercício em curso e os vindouros; recursos humanos; e investimentos realizados e a realizar/investimentos em controladas e coligadas</i> . No Grupo 2, os itens <i>responsabilidade social/Balanço social e governança corporativa</i> foram os mais evidenciados em todos os níveis de governança.
Funchal, Terra (2006)	Examinar os determinantes da remuneração dos executivos nas empresas de capital aberto latino-americanas com base em indicadores de desempenho e características de governança corporativa, incluindo características do conselho e da diretoria executiva, bem como sua estrutura de propriedade.	O resultado indicou que o desempenho de empresa e governança corporativa não são variáveis influentes na remuneração executiva. No entanto, o tamanho da empresa exerce influência positiva e estatisticamente significativa sobre a remuneração executiva. Essa evidência implica que a remuneração executiva não está conectada diretamente à riqueza dos acionistas das companhias da América Latina.
Camargos, Barbosa (2006)	Analisar o impacto da adesão aos NDGC sobre o comportamento das ações no mercado, visando identificar se ocorreram mudanças significativas sobre o retorno acionário anormal e sobre a liquidez, identificada pelas variáveis: quantidade de negociações, quantidade de títulos e volume financeiro negociado em períodos próximos à adesão, por meio de um Estudo de Evento.	As principais constatações foram que a adesão aos NDGC: i) não resultou na criação de riquezas para os acionistas no período analisado; ii) resultou no aumento da liquidez, principalmente no longo prazo, tanto para as ações preferenciais como ordinárias; e iii) a adesão aos níveis II não apresentou um impacto maior sobre a liquidez, quando comparado com o nível I.
Martins, Silva, Nardi (2006)	Verificar se houve alteração na liquidez das ações das empresas que migraram do nível tradicional para algum dos NDGC.	Os resultados obtidos demonstram que há alteração no nível de liquidez, notadamente para as ações ON que apresentaram nível de significância satisfatório. Portanto, constata-se que há fortes indícios de que a migração das empresas do mercado tradicional para um dos NDGC tem impacto na liquidez de suas ações, e conseqüentemente, indiretamente, no custo de capital dessas empresas.
Ramos, Martinez (2006)	Investigar se as “boas” práticas de Governança Corporativa minimizam o gerenciamento de resultados contábeis. Procura-se verificar qual a associação entre as práticas de governança corporativa e a propensão ao gerenciamento de resultados no Brasil.	Os resultados indicam que as empresas do novo mercado, níveis 1, 2 e 3, apresentam uma menor variabilidade nas acumulações discricionárias (<i>discretionary accruals</i>) quando comparada àquela das empresas que não aderiram ao programa. Adicionalmente, pesquisam-se como características dos conselhos de administração, conselho fiscal, auditoria independente e estrutura de propriedade se correlacionam com a propensão a gerenciar resultados contábeis. A conclusão é que uma fraca Governança Corporativa aumenta a propensão ao gerenciamento de resultados. Ainda que se tenha adotado todos os cuidados estatísticos, reconhece-se que a maior fragilidade do estudo está no modelo de estimar acumulações discricionárias utilizado.
Lanzana, Silveira, Fama (2006)	Investigar a relação entre governança corporativa e o nível de <i>disclosure</i> adotado pelas empresas abertas brasileiras. De acordo com a recente literatura, esta relação pode ser complementar ou	Como principal resultado, a variável <i>INDEP</i> no teste Tobit corroborou o efeito de complementação, sugerindo que o grau de independência do conselho é relevante para que

	substituta. Se complementar, prediz-se que empresas com melhor estrutura de governança teriam um maior nível de <i>disclosure</i> . Se, por outro lado, a relação for substituta, prediz-se que as empresas com pior estrutura de governança apresentariam maior nível de <i>disclosure</i> , como forma de compensar os investidores pelo menor monitoramento interno.	empresas que não praticam <i>disclosure</i> voluntário passem a fazê-lo.
Rogers, Ribeiro, Securato (2006)	Investigar em que medida a instituição de melhores práticas de governança corporativa se relaciona com o crescimento econômico.	Há indícios que empresas que adotam melhores práticas de governança corporativa possuem melhores <i>performances</i> (colhem mais benefícios) no ciclo de crescimento econômico do que empresas que não adotam.
Okimura, Silveira, Rocha (2007)	Investigar a relação entre a estrutura de propriedade e controle e o valor e desempenho das companhias privadas abertas brasileiras entre 1998 e 2002. A estrutura de propriedade e controle consiste em concentração de votos (direito de controle), concentração de propriedade (direito sobre fluxo de caixa) e o grau de excesso de votos em posse dos acionistas controladores.	Os resultados evidenciam uma influência quadrática da concentração de votos sobre o valor e uma influência negativa linear do excesso de votos sobre o valor. A concentração de propriedade não apresentou resultados significantes, e as evidências de endogeneidade da estrutura de propriedade se mostraram fracas e inconsistentes estatisticamente.
Gonçalves, Weffort, Gonçalves (2007)	Analisar se os requisitos de governança corporativa definidos pela Bovespa e NYSE contribuem na evidenciação aos investidores dos recursos alocados em projetos sociais, avaliar o nível do <i>social disclosure</i> das empresas dos Níveis 1, 2 e Novo Mercado de governança corporativa na Bovespa e das empresas brasileiras listadas na NYSE, descrever os clusters formatados a partir do nível do <i>social disclosure</i> , analisar se há relação entre o nível de <i>social disclosure</i> e o nível de governança corporativa alcançado na Bovespa.	Os resultados indicam que os níveis de governança corporativa (Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) definidos pela Bovespa não influenciam o nível do <i>social disclosure</i> , pois as empresas do Nível 2 obtiveram melhores resultados do que as o Novo Mercado. As empresas brasileiras listadas na NYSE, por sua vez, obtiveram maior nível o <i>social disclosure</i> do que as não listadas. Isto corrobora a segunda hipótese, e confirma estudos anteriores (Weffort,2005; Nóbrega et al, 2000; Costa,2005) que afirmam que para satisfazer um mercado acionário mais desenvolvido as empresas tendem a buscar maior evidenciação de suas informações.
Antunes, Costa (2007)	Investigar empiricamente as diferenças na qualidade da informação contábil existentes entre as empresas brasileiras com níveis de governança corporativa diferenciados.	Identificou-se que as empresas que aderiram aos NDGB não apresentaram maiores métricas de qualidade da informação contábil, nem depois da adesão, nem quando comparadas às empresas não aderentes aos NDGB. Esse resultado sugere a impropriedade de se tomar o NDGB como <i>proxy</i> para práticas efetivas de governança. A adesão aos NDGB parece ser motivada pelo aumento de liquidez nos papéis e não necessariamente pela busca de melhores práticas de governança. A análise do regulamento da BOVESPA permite identificar que o mesmo é composto basicamente da concessão de maiores proteções jurídicas aos acionistas minoritários (câmara de arbitragem e <i>tag-along</i>) e do requerimento de divulgação mais freqüente e em maior quantidade (inclusão da DFC nas ITR's e realização de reuniões anuais); características essas que não apresentam relação direta com a prática efetiva de governança.
Kitagawa, Ribeiro (2007)	Identificar as práticas de governança das empresas latino-americanas aos princípios recomendados pela Oecd para esta região (Brasil, Argentina, México e Chile). O trabalho tem como foco apenas o quinto princípio, que trata das "Responsabilidades do Conselho de	Os resultados evidenciam que o México é o país com maior índice de atendimento às recomendações da Oecd, seguido do Brasil, Argentina e Chile. Os principais pontos fracos, de modo geral, são a ausência de comitês específicos compostos, no mínimo, por maioria de

	Administração”, mais especificamente as recomendações com respeito à “Integridade dos Conselhos e Autonomia dos Conselheiros”. O principal objetivo é verificar o posicionamento das empresas em relação às responsabilidades e supervisão dos administradores como forma de garantir o controle e os resultados esperados pelos acionistas.	conselheiros independentes, e proibições de práticas como reuniões prévias ou instruções de voto dadas por acionistas a conselheiros.
Kitagawa, Godoy, Albuquerque, Carvalho (2007)	Analisar o comportamento do custo de capital próprio das empresas que aderiam aos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da Bovespa, averiguando se as adesões a esses segmentos de listagem são determinantes para a alteração dessas estimativas.	Os resultados apontam que o Nível 2 possui um custo de capital próprio menor em relação à média das empresas listadas no Nível 1. Observa-se também que práticas de governança da Bovespa explicam 62,02% das variações dos custos de capitais próprios para as empresas listadas no Nível 2, e de 42,55% para o Nível 1. Além disso, observa-se que as empresas do Nível 2 possuem uma maior tendência de redução nas estimativas de custo de capital após a adesão ao segmento em relação às empresas listadas no Nível 1. Esses resultados corroboram com pesquisas acadêmicas internacionais, onde se constata que quanto maior o grau de governança, menor as estimativas de custo de capital próprio.
Neves, Almeida, Silva, Goldner (2007)	O artigo busca responder a seguinte pergunta: o grupo estratégico muda a relação entre retornos e a Governança Corporativa? Procura identificar se o posicionamento estratégico da empresa pode proporcionar uma alteração na relação dos retornos e dos mecanismos de Governança Corporativa das firmas brasileiras. Investiga também o relacionamento entre sete tipos de mecanismos de Governança Corporativa e desempenho das firmas medidos pelo ROA e Q de Tobin.	Evidenciou-se que a inclusão da variável explanatória Grupo Estratégico não possui influência nos mecanismos de Governança Corporativa contra as variáveis de desempenho ROA e Q de Tobin. Os resultados indicam que o fluxo de investimentos nas empresas por parte dos investidores não levam em consideração o tipo de estrutura de Governança Corporativa adotado pelas empresas que participam de determinados mercados. Somente o Tamanho do Conselho de Administração e a Participação nos Lucros pelos Executivos são estatisticamente significantes nas variáveis de desempenho. Os resultados obtidos indicam que o posicionamento das empresas modifica a relação entre Governança Corporativa e Desempenho, destacando assim a irrelevância dos mecanismos dentro de certos Grupos Estratégicos.
Nardi, Ribeiro, Silva, Nakao (2007)	Verificar a relação entre a dispersão de controle e dispersão de propriedade (como mecanismos de governança adotados pelas empresas), com o valor de mercado e o desempenho de todas as companhias abertas no mercado brasileiro.	Os resultados indicam a confirmação de concentração de controle e propriedade das empresas brasileiras, bem como uma correlação negativa entre os mecanismos de governança aqui considerados com o desempenho e com o valor de mercado das companhias. Na análise utilizando a média retirada do estudo da distribuição das variáveis para fazer uma correlação entre variáveis dependentes e independentes, obteve-se como resultado uma correlação negativa entre elas. Esses resultados, principalmente no que refere ao índice Q e ao RSPL, podem ser explicados pela questão da falta de proteção legal aos investidores. Sem essa proteção, os investidores, principalmente os minoritários, não têm interesse e incentivo em investir em ações de empresas, o que pode impactar em menor liquidez, pois há pouca valorização das ações, logo menor valor de mercado para a empresa.
Bianchini, Wachholz, Moreira (2007)	Diagnosticar os impactos econômico-financeiros da implantação das práticas de Governança Corporativa do Banco Bradesco S/A. A	Para análise dos resultados foi considerado como “período 1” os anos de 1998 a 2000 e como “período 2” os anos de 2003 a 2005 e, em cada

	<p>verificação ocorreu através da análise comparativa das demonstrações contábeis do Banco, referentes aos períodos de 1998 a 2000 e 2003 a 2005, compreendendo três exercícios imediatamente anteriores à inclusão do banco no nível 1 de governança corporativa e os três exercícios mais recentemente encerrados.</p>	<p>período foi realizada a média aritmética simples. Tal análise possibilitou a conclusão de que o desempenho econômico e financeiro do Bradesco S.A. após a adesão ao nível 1 de governança corporativa evoluiu em relação ao período anterior. Acredita-se que tal fato possa ser atribuído a criação de valor ampliada pelas boas práticas de governança.</p>
<p>Perobelli, Silveira, Barros, Rocha (2007)</p>	<p>Verificar quais são os atuais fatores indutores do grau de endividamento das empresas de capital brasileiras, numa abordagem em seção cruzada que tem como base o ano de 2002 e que considera como fator determinante da estrutura de capital a qualidade da governança corporativa da empresa emissora de títulos. Teorias postulam que, ao mesmo tempo em que a qualidade da governança corporativa pode ser um fator determinante para a contratação de recursos próprios e de terceiros, a estrutura de capital pode ser vista como um instrumento de governança corporativa. É essa relação simultânea, que considera tanto a estrutura de capital quanto a qualidade da governança corporativa como variáveis endógenas num sistema que foram abordadas no artigo.</p>	<p>A escolha da estrutura de capital pelas empresas parece ser antes influenciada por atributos teóricos próprios do que uma escolha única. O grau de endividamento das empresas brasileiras em 2002 mostrou-se positivamente relacionado à “qualidade da governança corporativa” e negativamente correlacionado tanto ao atributo “singularidade” quanto ao atributo “volatilidade”.</p> <p>Em relação ao atributo “governança corporativa”, proposto como fator determinante nesse trabalho, a relação positiva encontrada com o grau de alavancagem indica que empresas que primam pela governança tenderiam a ser mais endividadas.</p> <p>Se observou uma relação negativa entre a “estrutura de propriedade e controle” e o nível de governança corporativa da empresa, sugerindo que a presença de um acionista controlador forte associa-se negativamente à qualidade da governança corporativa da empresa. Adicionalmente, foi verificada uma relação positiva entre o valor da empresa percebido pelo mercado e a qualidade da governança e entre esta e os atributos “tamanho” e “emissão de ADRs”. Sobre o atributo “tamanho”, pode-se constatar que, controlados os efeitos “fluxo de caixa livre” e “crescimento”, há indícios de que o tamanho da empresa contribui positivamente para a qualidade da governança no sentido de que empresas maiores terão mais condições de arcar com os custos associados a tal governança.</p>
<p>Gallon, Beuren (2007)</p>	<p>Analisar a relação entre o grau de evidenciação nos Relatórios da Administração e o nível de governança em que se encontram as empresas participantes do novo mercado e dos níveis diferenciados da Bovespa.</p>	<p>Os resultados da pesquisa mostram um acerto de 54,55%, entre a classificação pela análise discriminante e o nível de governança das empresas na Bovespa, referente ao conteúdo da evidenciação dos itens obrigatórios ou recomendados, e um acerto de 40,00%, referente ao conteúdo da evidenciação dos itens não obrigatórios e nem recomendados. Conclui-se que há relação entre o grau de evidenciação nos Relatórios da Administração e o nível de governança das empresas na Bovespa. Portanto, confirma-se o pressuposto que estas empresas apresentam melhorias na prestação de informação ao mercado, considerando-se os respectivos os níveis diferenciados de governança.</p>
<p>Cardoso, Aquino, Almeida, Neves (2007)</p>	<p>Investiga se a intensidade de acumulações discricionárias (ADs) é diferente para empresas cujo nível de governança corporativa é certificado pela Bovespa comparativamente àquelas que não o são; e para empresas cujas ações negociadas na Bovespa têm alto nível de liquidez comparadas àquelas cujos títulos têm baixa liquidez.</p>	<p>Não se pode afirmar que, no mercado nacional, a adesão a qualquer nível de GC (como certificação pela Bovespa sobre as “melhores práticas” de governança corporativa) constitui-se num incentivo (ou contra-incentivo) à escolha de práticas contábeis (testada neste trabalho como “acumulações discricionárias”).</p> <p>Os resultados indicam que não podemos afirmar que a liquidez das ações negociadas na Bovespa constitui um incentivo (ou contra-incentivo) à escolha de práticas contábeis (testada neste trabalho como “acumulações</p>

		discricionárias”).
Iquiapaza, Gruberger, Santos (2007)	Reconhecendo que existe uma relação endógena, negligenciada em outros estudos empíricos, neste estudo avaliou-se a influência recíproca entre estrutura de propriedade, governança corporativa e valor-desempenho.	Os resultados revelam uma influência significativa das variáveis de valor e desempenho sobre a concentração do controle nos principais acionistas, positiva no caso do Q de Tobin e negativa no caso do lucro operacional, mas a relação inversa não foi significativa; a relação entre as outras variáveis não foi significativa em nenhum dos sentidos. A estrutura de controle revelou-se endogenamente determinada mas não houve evidências de causalidade reversa.
Camargos, Helal (2007)	Fazer uma análise das variáveis de desempenho financeiro e de governança corporativa que explicam a remuneração de executivos de empresas brasileiras de capital aberto que têm American Depositary Receipts (ADRs) listados em bolsas norte-americanas.	Concluiu-se que existe uma relação positiva e significante entre a remuneração, o desempenho financeiro e variáveis ligadas ao conselho de administração de empresas brasileiras.
Santos, Silveira (2007)	Investigar a participação em múltiplas companhias dos conselheiros de administração das 320 empresas com maior liquidez na Bolsa de Valores de São Paulo, nos anos de 2003 e 2005. Objetiva fornecer uma melhor compreensão da efetividade dos conselheiros externos no monitoramento da firma e seus efeitos sobre o valor corporativo.	Especificamente, foram identificadas quais companhias mostravam-se interligadas por meio de conselheiros em comum e se esta prática, denominada <i>board interlocking</i> , apresentava conseqüências para o valor da empresa. Foi constatado que o <i>board interlocking</i> é uma prática freqüente nas companhias brasileiras. Na seqüência, por meio de testes econométricos, constatou-se que o valor da companhia é, em média, prejudicado pela participação de seus conselheiros e de seu diretor-executivo em outras firmas. Particularmente, a participação do diretor-executivo ou do presidente do conselho em múltiplas companhias se mostrou prejudicial ao valor da firma, assim como os conselhos que contavam com maior proporção dos seus conselheiros atuando em diferentes empresas (denominados na pesquisa como conselhos sobrecarregados). É importante destacar, entretanto, que os resultados não são contrários à presença de conselheiros profissionais nas companhias, algo imprescindível dentre as boas práticas de governança corporativa. Na verdade, os resultados devem ser entendidos como um impacto negativo do excesso de participações simultâneas, de muitos conselheiros, em outros conselhos, o que tornaria estes profissionais sobrecarregados e diminuiria sua capacidade de supervisão dos gestores e agregação de valor aos negócios, refletindo em menor valor corporativo.
Rabelo, Rogers, Ribeiro, Silva (2007)	Analisar se empresas que adotam práticas de governança corporativa superiores apresentam melhor performance do que àquelas que não adotam. Para tanto, desenvolveu-se um estudo de carteiras onde foram formados dois tipos de carteiras com três estratégias de diversificação diferentes.	Apesar de não haver diferenças estatísticas as carteiras de ações de empresas com melhores práticas de governança corporativa mostram indícios, pelo menos no período em análise, de melhor performance do que as carteiras de ações de empresas que não adotam práticas de governança corporativa diferenciadas.
Silva, Fama, Martelanc (2007)	Analisar a relação do modelo de governança corporativa, destacadamente composição do conselho de administração, e recompensa de executivos a partir da concessão de participação nos lucros da empresa (custos de agência); com a composição da estrutura de capital de firmas brasileiras listadas, Também discute os custos de agência como meio de controle e recompensa de executivos, no âmbito das empresas estudadas.	Os principais resultados empíricos alcançados revelam que, em três dos cinco anos analisados, empresas cujo presidente do conselho de administração era um <i>outsider</i> apresentaram menor endividamento de curto prazo. Simultaneamente, parece que as empresas que concedem participação nos lucros tendem a adotar maior endividamento; e ainda que a relação entre endividamento com a composição do conselho é inconclusiva, alternando o sinal dos coeficientes

Fonte: compilado pela autora desta dissertação de mestrado.

Dentre esses artigos, observam-se trabalhos que buscam estudar os direitos e sistemas de relação e suas estruturas de poder. Silveira, Lanzana, Barros e Famá (2004) investigaram se a diferença entre o direito de controle e o direito sobre o fluxo de caixa impactam no valor de mercado. Nesse mesmo contexto, Silva (2004) analisou os efeitos da estrutura de controle e propriedade no valor de mercado, na estrutura de capital e na política de dividendos.

Silveira, Lanzana, Barros e Famá (2004) e Silva (2004) constatam em seus artigos que quanto maior a concentração dos direitos de voto com o controlador, menor o valor da empresa, considerando que a concentração do direito de voto pode estar associada a maior expropriação dos minoritários; quanto maior a concentração dos direitos de fluxo de caixa (participação no capital total da companhia), maior o valor da empresa e quanto maior a razão entre a concentração dos direitos de voto e direitos de fluxo de caixa, menor o valor da empresa. Considerando que maior propriedade de direitos sobre fluxos de caixa por parte dos controladores afeta positivamente a avaliação das empresas pelo mercado, e o poder dos controladores expropriarem os outsiders é limitado pelo incentivo financeiro de não o fazer.

Alguns trabalhos chamam atenção para sistemas de valor e padrões de comportamento. Neste contexto cita-se Gonçalves, Weffort e Gonçalves (2007) que analisaram se os requisitos de governança corporativa definidos pela BOVESPA e NYSE contribuem na evidenciação aos investidores dos recursos alocados em projetos sociais, com resultados que indicam que os níveis de governança corporativa definidos pela Bovespa não influenciam o nível do *social disclosure*, entretanto as empresas brasileiras listadas na NYSE, obtiveram maior nível de *social disclosure* do que as não listadas, levando à leitura de que as empresas tendem a buscar maior evidenciação de suas informações, para satisfazer um mercado acionário mais desenvolvido.

O artigo de Lanzana, Silveira e Famá (2006) também se relaciona com sistemas de valor e padrões de comportamento e investiga a relação entre governança corporativa e o nível de disclosure adotado pelas empresas abertas brasileiras, tendo a conclusão de que a relação é complementar, onde prediz-se que empresas com melhor estrutura de governança tem um melhor nível de disclosure.

Por fim destacam-se estudos focados nos sistemas normativos, entre eles Kitagawa, Ribeiro (2007) que identificaram as práticas de governança corporativa das empresas latino-americanas ao 5º princípio (“Responsabilidades do Conselho de Administração”) recomendado pela OECD para esta região.

O estudo ora apresentado se contextualiza com o objetivo de quantificar os benefícios da adoção das práticas da governança corporativa, considerando como empresas adotantes aquelas que se basearam no sistema normativo proposto pela BOVESPA. As práticas de governança corporativa são amplas, e os resultados tendem a seguir a amplitude da adoção das boas práticas. A idéia do estudo foi a de quantificar os benefícios, guiando-se por alguns índices contábeis-financeiros, e considerando como padrão de adoção de boas práticas, os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa da BOVESPA.

O artigo mais próximo à contribuição do trabalho aqui apresentado é o de Aguiar, Corrar e Batistella (2004). Os autores em questão elegem 3 variáveis – quantidade média, volume médio em reais e preço médio das ações, e analisam os impactos causados após a implementação do nível 1 de governança corporativa. A exemplo do presente estudo, os resultados sugerem que não ocorreram mudanças significativas, considerando um nível de significância de 5%, o que comprova, no referente às variáveis analisadas, que as expectativas da BOVESPA não foram constatadas.

2.7 – Análise Contábil-Financeira

Barr et al. (2002), afirmam que nas indústrias competitivas, as unidades de produção podem ser separadas em dois grupos distintos: eficientes e ineficientes, obedecendo a um padrão de avaliação de desempenho. Essas informações podem auxiliar numa análise de *performance*, pois são capazes de identificar melhores e piores práticas relacionadas com alta e baixa eficiência.

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

Para Braga (1999), a análise contábil-financeira tem por objetivo observar e confrontar os elementos contábeis e financeiros, visando ao conhecimento minucioso dos aspectos qualitativos e quantitativos do desempenho organizacional, de modo a revelar os fatores determinantes da situação atual, e, também, a servir de ponto de partida para delinear o comportamento futuro da empresa.

Iudícibus (1998) afirma que a análise contábil-financeira encontrou seu ponto mais importante na análise por quocientes (índices), que relacionam as principais contas e grupos de contas das demonstrações contábeis, com uma finalidade de análise de desempenho maior do que retratar o que aconteceu no passado, mas também, fornecer algumas bases para analisar o que poderá acontecer no futuro.

Iudícibus (1998) diz que a análise contábil-financeira é a arte de saber extrair relações úteis, para seus objetivos, dos relatórios contábeis-financeiros tradicionais e de suas extensões e detalhamentos. O autor destaca que cada analista poderia escolher seu próprio conjunto de relações para fazer uma determinada análise e dois analistas, usando o mesmo conjunto de índices, poderiam chegar a conclusões diferentes a respeito de uma mesma organização. Isso acontece porque apesar de serem cálculos relativamente formalizados, não existem comprovações científicas de que uma determinada metodologia de análise contábil-financeira seria melhor ajustada para obter um diagnóstico mais preciso.

Segundo Iudícibus (1998), a periodicidade e a profundidade da análise constituem questões importantes a serem respondidas, já que a análise para finalidades externas poderá acontecer somente quando haja necessidade inerente a operações que a empresa queira fazer ou em um período relativamente grande para acompanhamento do desempenho da organização por parte de seus parceiros (*stakeholders*). Já em relação à profundidade, o autor diz que o analista externo possui quase sempre apenas as informações oriundas das demonstrações contábeis e, por conta disso, como a disponibilidade de informações é menor, a análise será menos aprofundada.

Vários autores como Perez Jr e Begalli (1999) e Braga (1999) dizem que o processo de análise contábil-financeira é direcionado conforme o interesse do usuário da informação contábil e financeira. Os usuários poderiam ser divididos em dois grandes grupos: os internos e os externos à organização. Um ponto importante, que deve ser destacado, é que para que o processo de análise tenha o resultado almejado, é necessário que as informações obtidas tenham a qualidade adequada, no que tange a confiabilidade, abrangência, objetividade e atualidade das informações.

Segundo Braga (1999), a análise contábil-financeira interna visará, de uma maneira geral, a avaliação do desempenho da empresa, como medida de informação para a tomada de decisões. Na análise externa, o objetivo será o conhecimento da situação econômico-

financeira da empresa, ou seja, a verificação do grau de segurança dos recursos a serem cedidos à organização, no que tange o retorno destes dentro dos prazos estabelecidos.

Vasconcelos (2006) afirma que a análise contábil-financeira pode ser realizada com utilidades e usuários diferenciados. Os usuários caracterizam-se como internos e externos, e fazem as análises de acordo com seus interesses específicos.

Quadro 2 : Usuários da Análise das Demonstrações Contábeis.

Usuários da Análise das Demonstrações Contábeis	Utilidade
Administradores	Para previsão de êxitos na gestão ou detecção de indícios de problemas financeiros; Para efetividade dos controles gerenciais; Para fundamento de ações gerenciais corretivas ou preventivas;
Instituições financeiras / entidades fomentadoras do desenvolvimento	Na análise da situação financeira de proponentes a crédito junto a instituições financeiras; Acompanhamento do resultado das políticas econômicas empregadas para incentivo ao empreendedorismo;
Governo	Acompanhamento das atividades econômicas que impactam na geração de empregos e impostos;
Concorrentes	Acompanhamento da situação de empresas do mesmo setor e atividade;
Clientes e empregados	No estudo do grau de estabilidade das relações comerciais e laborais;
Economistas	Na previsão de cenários setoriais, regionais, nacionais e conjunturais;
Fornecedores	Para avaliação do pagamento dos clientes;
Auditoria Externa	Na identificação de crises financeiras que podem levar à descontinuidade do negócio;

Fonte: Vasconcelos – 2006

Ching *et al.* (2003) dizem que através da análise contábil-financeira, ou seja, do exame das demonstrações contábeis, poderíamos ser capazes de:

- interpretar a situação econômico-financeira da empresa;
- identificar seus pontos fortes e fracos;
- medir sua capacidade de gerar lucro; e
- identificar sua eficiência em gerenciar seus ativos.

Matarazzo (1998) diz que a análise contábil-financeira, principalmente através da análise por índices, surgiu por motivos eminentemente práticos e mostrou-se desde logo um instrumento de grande utilidade. Com o passar do tempo estes vêm sendo utilizados com “insumos informacionais” de avançadas técnicas estatísticas e matemáticas. A principal preocupação da análise contábil-financeira, continua o autor, é fornecer uma avaliação genérica sobre diferentes aspectos da empresa em análise, todos vistos sob a ótica econômico-financeira, sem descer a um nível maior de profundidade, que só seria alcançada com a inclusão de outras informações estratégicas da organização em análise.

Segundo Marion (1994), o processo convencional de análise compreende as seguintes abordagens: Análise Horizontal, Análise Vertical, Análise Ponderada e Análise de Quocientes.

Segundo Matarazzo (1998), a análise contábil-financeira evidencia aspectos da situação financeira, através dos índices de liquidez, atividade e estrutura, e da situação econômica com os índices de rentabilidade. Os índices de estrutura mostram as grandes linhas de decisões financeiras, em termos de obtenção e aplicação de recursos. Já os índices de liquidez mostram a base da situação financeira da empresa, pois procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa. Uma empresa que possui bons índices de liquidez tem condições de ter boa capacidade de pagamento de suas dívidas, mas isso não é suficiente para dizer que sua situação financeira é boa. Para isso temos que trabalhar ainda com os índices de atividade, que representam os prazos médios e giros de estocagem, recebimento de clientes e pagamentos de fornecedores. Uma conjugação destes giros e prazos nos traz a análise dos ciclos operacional e de caixa ou financeiro, que são fundamentais para determinação de estratégias empresariais, tanto comerciais quanto financeiras, geralmente vitais para a determinação do fracasso ou sucesso de uma empresa. Por último, os índices de rentabilidade mostram qual a rentabilidade dos capitais investidos, isto é, quanto renderam os investimentos e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa.

Ainda segundo este mesmo autor, a avaliação dos índices gera três possibilidades de comportamento: quanto maior melhor, quanto menor melhor e ponto ótimo em torno de um parâmetro.

Assaf Neto (2002) relaciona três grandes áreas para análise dos indicadores de desempenho: análise da liquidez, análise de endividamento e análise de rentabilidade e lucratividade.

- **Indicadores de liquidez:** existem diversos indicadores que podem ser utilizados para medir a liquidez de uma empresa. De acordo com Assaf Neto (2002), os indicadores de liquidez evidenciam a situação financeira de uma empresa frente a seus diversos compromissos financeiros. Dentre os diversos indicadores de liquidez, destaca-se a liquidez corrente e a liquidez geral. Esses dois indicadores dão uma visão geral sobre a situação financeira da empresa, a curto prazo (liquidez corrente) e a longo prazo (liquidez geral).
- **Indicadores de endividamento:** na análise do endividamento, segundo Assaf Neto (2002), avalia-se basicamente a proporção de recursos próprios e de terceiros mantidos pela empresa, sua dependência financeira por dívidas de curto prazo, a natureza de suas exigibilidades e seu risco financeiro. Diversos indicadores podem ser utilizados para análise das fontes permanentes de capital utilizados por uma empresa. Assaf Neto (2002) relaciona como principais indicadores o endividamento, a dependência financeira e a imobilização dos capitais permanentes.
- **Indicadores de rentabilidade ou de avaliação do desempenho econômico:** esses indicadores, conforme Assaf Neto (2002), representam uma avaliação econômica do desempenho da empresa, dimensionando o retorno sobre os investimentos realizados e a lucratividade apresentada pelas vendas. Segundo o autor, vale a pena destacar que na realidade os índices de rentabilidade não consideram o retorno da empresa, mas o lucro que a mesma obteve no período. Por conta disso, a denominação correta deste grupo seria Índices de Lucratividade. A lucratividade seria a relação entre o lucro e o sacrifício para obtê-lo (ativo total, patrimônio líquido, receita de vendas), enquanto a rentabilidade seria a consideração dos fluxos de caixa gerados pela empresa durante um certo horizonte de tempo e os investimentos feitos para obtenção destes fluxos. A seguir serão abordados os índices utilizados neste trabalho de pesquisa:
 - **Liquidez Corrente (LC):** É o indicador mais utilizado para aferir a capacidade de pagamento de uma empresa, já que representa a relação entre ativo e passivo circulantes. Mostra a relação entre as aplicações e as fontes de recursos de curto prazo. É obtido pela divisão entre o ativo circulante e o passivo circulante,

representando a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo (solvência de curto prazo). É um indicador do tipo quanto maior, melhor, entretanto deve-se analisar a composição do ativo circulante, pois nem todos os elementos são conversíveis em dinheiro imediatamente. Indicadores elevados também podem sinalizar má gerência de recursos ou lenta velocidade de realização, com caixa inativo, saldo de estoques elevado, sistema de cobrança ineficiente e concentração de valores no contas a receber. O valor informativo cresce quando comparado com indicadores de empresas congêneres de mesmo porte, afinal as empresas possuem peculiaridades decorrentes da atividade.

$$LC = \text{ATIVO CIRCULANTE} / \text{PASSIVO CIRCULANTE}$$

- **Liquidez Geral (LG):** Este indicador relaciona os direitos da empresa a curto e longo prazos e o passivo circulante; mede, portanto, a capacidade geral de pagamento da empresa. Vasconcelos (2005) afirma que o índice de liquidez geral afere a capacidade da empresa, só que de longo prazo, identificando o grau de cobertura de ativo para as obrigações vencíveis a curto e longo prazos. Genericamente, quanto maior, melhor. Vasconcelos (2005) recomenda que seja feita a análise dos grupos relacionados na fórmula antes da emissão de um parecer. Também é de grande importância a comparação dos valores encontrados com os indicadores setoriais. A interpretação deste indicador deve levar em consideração limitações como a heterogeneidade e a não-sintonia entre as datas de recebimento e pagamento; o índice não deve ser analisado de forma isolada, e conclusões não devem emergir do estudo de um único exercício; o realizável a longo prazo é composto de itens de difícil ou demorada realização, a exemplo dos depósitos judiciais e empréstimos a sócios; o indicador é afetado pela qualidade do passivo, especialmente os financiamentos a longo prazo aplicados no permanente.

$$LG = \frac{\text{ATIVO CIRCULANTE} + \text{REALIZÁVEL A LONGO PRAZO}}{\text{PASSIVO CIRCULANTE} + \text{EXIGÍVEL A LONGO PRAZO}}$$

- **Participação de Capital de Terceiros (PCT):** Representa a relação entre o somatório do passivo circulante com o exigível de longo prazo e o patrimônio líquido. Mostra o risco com o uso de capital de terceiros, ou seja, quanto menor, melhor. Iudícibus (1998) afirma que se durante vários anos o quociente fosse maior que 1, denotaria uma dependência exagerada de recursos de terceiros. Grande parte das empresas que vão a falência apresenta, durante um período relativamente longo, altos quocientes de Capitais de Terceiros/Capitais Próprios. Isto não significa que uma empresa com alto quociente necessariamente irá a falência, afinal a falência resulta de um complexo de fatores e não unicamente devido ao endividamento, mas todas ou quase todas as empresas que vão a falência apresentam este sintoma. Para Vasconcelos (2005) indicadores superiores à unidade sinalizam dependência financeira e total ausência de liberdade para a tomada de decisões, uma vez que, em geral, a empresa fica exposta aos juros do mercado, prazos estipulados por credores e outros. A empresa deve tomar uma série de cuidados para a captação de recursos, quando se vislumbra uma necessidade ou uma oportunidade de expansão, e deve projetar os efeitos sobre os demonstrativos financeiros futuros, bem como estudar as políticas alternativas de captação de recursos próprios e de terceiros. O ideal é a adequada combinação de ambos. A empresa deve utilizar recursos de terceiros pra ampliar seus resultados, desde que o custo deste capital seja menor que a rentabilidade do investimento.

$$PCT = \frac{(\text{PASSIVO CIRCULANTE} + \text{EXIGÍVEL A LONGO PRAZO}) \times 100}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

- **Composição de Curto Prazo do Endividamento (CEcp):** Representa a proporção do endividamento obtida de fontes de curto prazo. É obtido pela divisão das dívidas de curto prazo (passivo circulante) pelo total das exigibilidades (passivo circulante + exigível a longo prazo). Fornece um retrato da situação financeira atual, uma vez que relaciona a participação das obrigações a curto prazo em relação ao total. Quanto maior o volume de transações para pagamento postergado (longo prazo), melhor a situação financeira a curto prazo (atual). Mostra o risco de uso de fontes de curto prazo, sendo assim um indicador do tipo quanto menor, melhor. Em uma análise isolada quanto maior o índice, maior o risco. É primordial a análise das demais variáveis que afetam a estrutura do endividamento e da rentabilidade dos ativos. Fornece um retrato da situação financeira atual, uma vez que relaciona a participação das obrigações a curto prazo.

$$CEcp = \frac{\text{PASSIVO CIRCULANTE}}{\text{PASSIVO CIRCULANTE} + \text{PASSIVO EXIGÍVEL LONGO PRAZO}}$$

$$\text{PASSIVO CIRCULANTE} + \text{PASSIVO EXIGÍVEL LONGO PRAZO}$$

- **Rentabilidade do Ativo (ROI):** Representa o retorno sobre o investimento total (ativo). Resulta da divisão do lucro líquido pelo ativo total. Afere o potencial da empresa em se capitalizar com o investimento realizado. Mede a capacidade desses ativos em gerar lucro, ressaltando a função econômica dos ativos. É um indicador do tipo quanto maior, melhor. Em geral as empresas comerciais possuem giro maior quando comparadas às indústrias e às que prestam serviços.

$$ROI = \frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{ATIVO TOTAL}}$$

- **Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE):** Representa o retorno do investimento para os acionistas. Vasconcelos (2005) diz que tendo como base o patrimônio líquido, o efetivo capital da empresa, o cálculo da rentabilidade do PL fornece a seguinte informação: Qual a rentabilidade do PL para a empresa analisada? A cada \$1 de recursos próprios, de quanto foi a remuneração? Resulta da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido. É um indicador do tipo quanto maior, melhor. Esta taxa pode ser comparada com o rendimento de opções de mercado, com o objetivo de avaliar a escolha da opção de investimento.

$$ROE = \frac{\text{LUCRO LÍQUIDO} \times 100}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

3 - Metodologia

3.1 – Tipo de Pesquisa

Como referencial de conceitos deste trabalho, são utilizados os critérios básicos propostos por Vergara (2003) e Collis e Hussey (2005).

Quanto aos fins a pesquisa é descritiva, pois descreve a realidade; e quantitativa, pois procura através da aplicação de testes estatísticos aos dados das empresas sob análise, expor características a respeito da performance contábil-financeira destas.

Também se enquadra como explicativa e exploratória. Explicativa porque, uma análise bibliográfica consistente esclarece os conceitos de Governança Corporativa, apontando as vantagens da adoção de suas práticas. Exploratória porque, embora existam muitos trabalhos empíricos sobre Governança Corporativa, não foi encontrada a existência de estudos que procurassem quantificar os benefícios da adoção das Boas Práticas de Governança Corporativa através da análise dos índices contábeis-financeiros.

Quanto aos meios, a vertente da pesquisa é bibliográfica, utilizando-se de acervos de fontes primária e secundária, onde a fundamentação teórica foi desenvolvida com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas e artigos disponíveis ao público em geral.

Segundo Collis e Hussey (2005), a pesquisa descritiva é aquela que descreve o comportamento dos fenômenos. É usada para identificar e obter informações sobre as características de um determinado problema ou questão. Os dados compilados costumam ser quantitativos e técnicas estatísticas são geralmente usadas para resumir as informações. A pesquisa descritiva vai além da pesquisa exploratória ao examinar um problema, uma vez que avalia e descreve as características das questões pertinentes.

Vergara (2004) ilustra que a pesquisa possui caráter bibliográfico por estar alicerçada em trabalhos e obras anteriores que deram subsídios ao tratamento do assunto que se pretende desenvolver.

Neste trabalho também foi articulado o Método Quantitativo, que segundo Collis e Hussey (2005) se caracteriza pela natureza objetiva e é focado em mensuração de fenômenos. Conseqüentemente o método quantitativo envolve em coletar e analisar dados numéricos e aplicar testes estatísticos. Procurou-se através da aplicação do Teste de Desigualdade de Chebyshev a comparação de valores considerados estatisticamente relevantes.

Neste trabalho foi desenvolvido o levantamento bibliográfico, com conseqüente direcionamento teórico, que guiou a fase de procedimentos de coleta de dados e posterior análise e construção do modelo de aplicação com as devidas articulações teórico-práticas.

3.2 – Universo e Amostra da Pesquisa

O processo de amostragem é não probabilístico, pois parte-se de um universo naturalmente restrito, já que as empresas foram escolhidas a partir das que constavam na listagem do IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada da BOVESPA e na Revista 500 Maiores e Melhores da Exame. Isso traz algumas limitações de inferência, mas não invalida os resultados da pesquisa, visto que se tem um universo representativo de empresas com boas práticas de governança corporativa, e representativo dos mercados do setor sob análise.

A pesquisa foi feita a partir de dados de dois grupos de empresas: as adotantes das boas práticas de governança e as representativas do mercado.

Para o caso das Empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança, partiu-se da listagem daquelas que fazem parte do IGC – Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada publicado pela Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Fazem parte deste índice empresas com ações em bolsa, que sejam negociadas no Novo Mercado ou classificadas nos Níveis 1 e 2 da BOVESPA. A listagem continha 50 empresas não financeiras de 17 setores econômicos diferentes. Destes 17 setores foi selecionado o setor de energia, em função do maior número de empresas para comparação estatística. A amostra final ficou com 8 empresas, sendo que 1 foi eliminada em função de falta de informação.

Já no caso das empresas representativas do mercado, optou-se por aquelas, do setor escolhido, listadas entre as 500 Maiores e Melhores da revista Exame (2008). A revista Exame classifica as empresas de energia elétrica, petróleo e gás no setor energia. Para garantir a comparabilidade dos resultados, escolhemos somente as empresas de energia elétrica. Além disso, retirou-se as próprias empresas adotantes das boas práticas, para que não houvesse interferência destas nos índices de mercado. No total esta amostra ficou com 15 empresas, sendo que 2 foram eliminadas em função de problemas na informação.

As amostras são consideradas não probabilísticas, uma vez que sofreram interferência pelo aspecto da acessibilidade ou conveniência. Segundo Mattar (2005) na escolha do processo de amostragem, o pesquisador deve levar em conta o tipo de pesquisa, a acessibilidade aos elementos da população, a disponibilidade das informações, a representatividade desejada e necessária, a disponibilidade de tempo, recursos financeiros e humanos etc.

De acordo com Aaker *et al* (2004) certas abordagens de amostragem facilitam ou dificultam a utilização desta ou daquela estratégia de levantamento de dados. Se a amostra for escolhida a partir de uma listagem, as informações desta listagem são limitações do tipo de abordagem dos respondentes.

Malhotra (2001) diz que a amostragem não probabilística se baseia no julgamento do pesquisador, pois este decide de alguma maneira e com algum poder de decisão os elementos a serem incluídos na amostra, e não na chance de selecionar os elementos amostrais. As amostras não probabilísticas podem oferecer boas estimativas das características da população, mas estas não são estatisticamente projetáveis. A amostragem por conveniência, um tipo de amostragem não probabilística, e que é utilizada neste estudo, procura obter uma amostra de elementos conveniente aos objetivos da pesquisa. Esta amostragem é menos dispendiosa e consome menos tempo. A despeito dessas vantagens esta amostragem apresenta fontes potenciais de tendenciosidade de seleção. O referido autor destaca que por mais que esta amostragem apresente problemas é uma das mais utilizadas, por conta da maior acessibilidade e cooperação dos respondentes.

Para Mattar (2005) a amostragem não probabilística é aquela em que a seleção dos elementos da população para compor a amostra depende, ao menos em parte, do julgamento do pesquisador. Não há uma chance conhecida de que um elemento da população venha a fazer parte da amostra.

Segundo Aaker *et al* (2004) a amostragem não probabilística pode conter tendências escondidas, mas mesmo assim é empregada com frequência e de maneira legítima e efetiva, principalmente, por conta de suas facilidades operacionais. A preocupação na seleção dos respondentes é importante, pois somente construindo uma amostra com um bom grau de aleatoriedade e um bom tamanho é que a tendenciosidade pode ser diminuída.

Malhotra (2001) diz que a opção entre amostras não probabilística e probabilística deve basear-se na natureza da pesquisa, magnitude relativa dos erros não amostrais versus erros de amostragem, homogeneidade da população e outras considerações estatísticas e

operacionais. Mas na prática os objetivos do estudo são os determinantes primordiais do método de amostragem a ser usado.

Segundo Mattar (2005) o uso da amostragem não probabilística possui várias razões. A primeira é por não existir outra alternativa viável, pois a população não está disponível para ser sorteada. Por exemplo, no caso de uma pesquisa em uma dada população de empresas em que algumas resolvem não participar alegando sigilo ou outros problemas. A segunda razão é porque apesar da amostragem probabilística ser teoricamente superior, na prática, ocorrem problemas em sua aplicação que enfraquecem essa superioridade. A última diz respeito às restrições de tempo e de recursos financeiros, materiais e humanos necessários que podem ser disponibilizados para a pesquisa.

O autor termina dizendo que em coleta de dados por questionário onde o respondente é acessado por mecanismos, como a internet, e a decisão de responder cabe exclusivamente a este, a amostragem não probabilística parece natural.

3.3 - Coleta de Dados

Para a análise utilizou-se dados colhidos na base secundária de dados SABE, disponível para consulta na Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro, Instituto de Ciências Humanas e Sociais. A partir destes dados foram calculados os índices de liquidez, endividamento e lucratividade. De cada uma das empresas selecionadas para amostra, foram coletadas informações disponíveis referentes aos seguintes indicadores, medidos em pontos: liquidez corrente, liquidez geral, participação de capital de terceiros, composição de curto prazo do endividamento, rentabilidade do ativo e rentabilidade do patrimônio líquido.

A seguir, uma descrição sucinta de cada índice.

- **Liquidez Corrente (LC):** Mostra a relação entre as aplicações e as fontes de recursos de curto prazo. É obtido pela divisão entre o ativo circulante e o passivo circulante, representando a capacidade de pagamento da empresa no curto prazo (solvência de curto prazo).
- **Liquidez Geral (LG):** Mostra a relação entre os recursos da empresa que não estão imobilizados (ativo permanente) e o total de sua dívida (capital de terceiros). Representa a capacidade total de pagamento da empresa (solvência total).
- **Participação de Capital de Terceiros (PCT):** Representa a relação entre o somatório do passivo circulante com o exigível de longo prazo e o total do ativo. Mostra o risco com o uso de capital de terceiros.
- **Composição de Curto Prazo do Endividamento (CEcp):** Representa a proporção do endividamento obtida de fontes de curto prazo. É obtido pela divisão das dívidas de curto prazo (passivo circulante) pelo total das exigibilidades (passivo circulante + exigível a longo prazo). Mostra o risco de uso de fontes de curto prazo.
- **Rentabilidade do Ativo (ROI):** Representa o retorno sobre o investimento total (ativo). Resulta da divisão do lucro líquido pelo ativo total.
- **Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE):** Representa o retorno do investimento para os acionistas. Resulta da divisão do lucro líquido pelo patrimônio líquido.

A utilização de variáveis de liquidez, endividamento e lucratividade se deu em função destes três grupos de índices serem apontados por vários autores, tais como Matarazzo (2003),

Pereira da Silva (2005) e Iudícibus (1998), como representativos de uma boa situação contábil-financeira. Eles conseguem oferecer, em conjunto, uma ampla e diversificada cobertura das diversas naturezas do desempenho contábil-financeiro. Quanto a escolha das *proxies* representativas de cada uma destas naturezas da performance contábil-financeira, pode-se dizer que esta foi muito mais em função da disponibilidade de informações do que por qualquer outro motivo. Considera-se, entretanto, que, como estas constam da publicação utilizada, ou podem ser obtidas a partir daí, como fonte de dados secundários, que tem sua metodologia orientada por uma instituição de ensino e pesquisa respeitada e confiável, estas podem ser utilizadas sem maiores problemas, sem haver, porém, nenhum tipo de julgamento de valor quanto às possibilidades de melhorias da análise com a utilização de outros indicadores escolhidos/eleitos por uma metodologia adequada para este fim.

3.4 – Instrumento de Análise dos Dados

Para análise destas variáveis, ou seja, para se proceder a comparação entre os índices dos dois grupos de empresas, utilizou-se de testes de diferença de médias, sendo um para cada índice. Logo, executou-se 18 testes no total. O teste utilizado foi da Desigualdade de Chebyshev.

Este, segundo Kazmier (1982), é apropriado quando a amostra for pequena ($n < 30$) e não se fizer a hipótese de que os dados sejam normalmente distribuídos. A forma da desigualdade de Chebyshev, continua o autor, indica a probabilidade máxima de que a média da amostra esteja localizada a mais do que k unidades de erro padrão da média da população.

Para usar esta desigualdade, conclui o autor, simplesmente determina-se a diferença entre as médias amostral e da população, em unidade de erro padrão, ou seja, divide-se esta diferença pelo valor do erro padrão. O inverso do quadrado deste valor é então comparado com o nível de significância pré-determinado para a análise. Caso o resultado seja maior que o nível de significância aceita-se H_0 (as médias são iguais). Já caso seja menor, rejeita-se H_0 e aceita-se, assim, H_1 (as médias são diferentes).

No caso deste trabalho, tem-se o objetivo de verificar se a média dos índices das empresas adotantes de boas práticas de governança é igual ou diferente que os do mercado, aos níveis de significância de 5 % e 10 %. Em caso de diferenças encontradas, pôde-se observar se existia alguma dominância de um grupo sobre o outro, em função do intervalo de confiança (IC) construído. Este foi construído somando-se e subtraindo-se da média das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança o valor do produto de k (utilizando o nível de significância) pelo erro padrão. Se os valores do mercado estiverem dentro do IC tem-se a igualdade ratificada.

Para a LC, a LG, a ROI e a ROE, caso este esteja acima do valor superior do IC tem-se a indicação de que o desempenho das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança é inferior ao do mercado. Já se este estiver abaixo do valor inferior do IC tem-se a indicação de que o desempenho das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança é superior ao do mercado. Já para a PCT e a CEcp tem-se uma lógica de análise inversa, já que este índice é do tipo quanto menor, melhor. Isso porque a PCT e a CEcp são utilizadas nesta análise como *proxies* de risco.

4 – Apresentação e Análise dos Resultados

Neste capítulo são apresentados os resultados deste trabalho. Previamente foi realizado um panorama do setor de energia elétrica. Em seguida, foram ilustrados e analisados os dados da pesquisa para os anos de 2005 a 2007, traçando, por fim, um comparativo entre os anos.

4.1 - Setor Elétrico

Conforme disponibilizado no site da ANEEL (2008), sabe-se que o setor elétrico, nos últimos anos, tem passado por importantes alterações de cunho estrutural e institucional, migrando de uma configuração centrada no monopólio estatal como provedor dos serviços e único investidor para um modelo de mercado, com a participação de múltiplos agentes e investimentos partilhados com o capital privado. Esta reestruturação foi estabelecida no bojo da reforma do papel do Estado, iniciada em meados da década de 90, possibilitada, por sua vez, pela disposição constitucional de 1988. Esta possibilidade sustentou também a execução da privatização de ativos de serviços de energia elétrica sob controle estadual e federal, onde se inserem as empresas de distribuição de energia elétrica.

Dentre as principais adequações de caráter estrutural citam-se: a exploração dos serviços de energia elétrica por terceiros, mediante licitação, o controle e operação dos sistemas elétricos de forma centralizada, o livre acesso e uso das redes elétricas, a segmentação das atividades setoriais (geração, transmissão distribuição e comercialização), criação e regulamentação da comercialização de energia elétrica e a criação da figura do consumidor livre. De cunho institucional citam-se as criações do regulador e fiscalizador dos serviços, do operador nacional do sistema interligado, da câmara de comercialização de energia elétrica e da empresa de planejamento energético.

No quadro atual, consolidado pelas leis nº 10.847 e nº 10.848, de 15 de março de 2004, compete:

- a) ao Poder Executivo a formulação de políticas e diretrizes para o setor elétrico, subsidiadas pelo Conselho Nacional de Políticas Energéticas - CNPE, formando por ministros de Estado, sob coordenação do Ministro de Estado de Minas e Energia;
- b) ao Poder concedente, exercido também pelo Poder Executivo, os atos de outorga de direito de exploração dos serviços de energia elétrica;
- c) ao regulador, a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL), a normatização das políticas e diretrizes estabelecidas e a fiscalização dos serviços prestados;
- d) ao Operador Nacional do sistema (ONS) a coordenação e a supervisão da operação centralizada do sistema interligado;
- e) à Câmara de comercialização de Energia Elétrica - CCEE, sucedânea do Mercado Atacadista de Energia (MAE) o exercício da comercialização de energia elétrica;
- f) à Empresa de Planejamento Energético - EPE a realização dos estudos necessários ao planejamento da expansão do sistema elétrico, de responsabilidade do Poder Executivo, conduzido pelo Ministério de Minas e Energia - MME; e
- g) aos agentes setoriais (geradores) transmissores, distribuidores e comercializadores) a prestação dos serviços de energia elétrica aos consumidores.

As empresas se sub-dividem conforme suas atividades. Podem ser transmissoras, distribuidoras e geradoras. Neste trabalho não foi feita esta subdivisão para comparação, porque o número da amostra era muito pequeno, e não seria estatisticamente relevante.

4.2 - Análise dos resultados

Como dito anteriormente, de cada empresa (adotantes de boas práticas de governança ou de mercado) calcularam-se os índices de liquidez corrente (LC), liquidez geral (LG), participação de capital de terceiros (PCT), composição de curto prazo do endividamento (CEcp), rentabilidade do ativo (ROI) e rentabilidade do patrimônio líquido (ROE). Depois calculou-se para cada amostra, em cada ano, as médias destes índices. Daí tem-se os valores apresentados nas tabelas de 3 a 5, que mostram as médias dos índices nos anos de 2005, 2006 e 2007. A partir destas 3 tabelas pode-se fazer uma análise preliminar que já mostra algumas indicações dos resultados que serão obtidos posteriormente.

Tabela 3 – Média dos Índices Contábeis-financeiros – Setor energia elétrica - ano de 2005

2005	LC	LG	PCT	CE cp	ROI	ROE
Mercado	1,11	0,84	262,32	0,46	0,08	34,16
IGC	2,39	1,41	138,73	0,55	0,11	13,37

Nesta comparação preliminar, sem considerar significância estatística para as diferenças observadas, dos índices médios de LC, LG, ROI e ROE, onde a análise deve ser quanto maior melhor, observa-se que no ano de 2005 (quadro 3) as empresas adotantes das boas práticas tiveram performance superior em todos os índices, com exceção da rentabilidade do patrimônio líquido - ROE. A análise dos índices PCT e CEcp devem seguir a lógica contrária, quanto menor melhor. Observa-se que as empresas adotantes de boas praticas apresentam índice menor para PCT, e as empresas de mercado apresentam índice menor de CEcp. Os números não seguem a lógica esperada, porque a bibliografia conhecida sugere que quanto maior o risco, maior o retorno. Se as empresas adotantes apresentam maior CEcp, esperava-se melhor resultado no ROE.

Tabela 4 – Média dos Índices Contábeis-financeiros - Setor energia elétrica - ano de 2006

2006	LC	LG	PCT	CE cp	ROI	ROE
Mercado	1,00	0,78	231,35	0,44	0,04	28,11
IGC	1,55	1,14	122,11	0,62	0,14	22,70

No ano de 2006 (quadro 4) observa-se performance superior das empresas adotantes das boas práticas para os índices LC, LG e ROI. No índice rentabilidade do patrimônio líquido - ROE as empresas de mercado, a exemplo de 2005, continuaram apresentando índice superior. A análise do índice CEcp fornece um retrato da situação financeira atual, relacionando a participação das obrigações a curto prazo. Em uma análise isolada quanto maior o índice, maior o risco. A tabela demonstra que as empresas de mercado tiveram um índice menor, ou seja, menor risco. Em uma análise primordial, como as empresas adotantes das boas práticas oferecem maior risco, deveriam garantir maior retorno, mas isso não é verificado, segundo o ROE. A análise do PCT sugere melhor performance das empresas adotantes de boas práticas

Tabela 5 – Média dos Índices Contábeis-financeiros - Setor energia elétrica - ano de 2007

2007	LC	LG	PCT	CE cp	ROI	ROE
Mercado	1,01	0,80	211,72	0,47	0,12	39,92
IGC	2,56	1,28	79,82	0,48	0,13	20,36

A análise dos índices no ano de 2007 demonstra desempenho superior das empresas adotantes de boas práticas em 4 índices, exceto nos índices CEcp e ROE.

Tabela 6 – Tabela comparativa Média dos Índices Contábeis-financeiros - 2005 a 2007

	LC	LG	PCT	CE cp	ROI	ROE
* Melhores índices, utilizando a comparação intuitiva das médias.						
2005	IGC	IGC	IGC	Mercado	IGC	Mercado
2006	IGC	IGC	IGC	Mercado	IGC	Mercado
2007	IGC	IGC	IGC	Mercado	IGC	Mercado

De maneira geral esta análise é a primeira evidência de que não existam diferenças significativas entre empresas adotantes das boas práticas e as outras empresas do mercado. Logo de início, só podemos achar diferença significativas onde a média foi maior na LC, LG, ROI e ROE e menor na PCT e CEcp. Em nenhum ano o CEcp e o ROE das empresas adotantes das boas práticas teve melhor desempenho. Este resultado é inesperado, porque a situação de risco está intimamente ligada ao retorno. Espera-se que quanto maior risco, maior retorno. Os resultados sugerem que as empresas de mercado apresentam menor risco e melhor resultado.

Depois desta análise preliminar, procedeu-se aos testes com o intuito de verificar se existe diferença estatisticamente significativa, para níveis de 5% e 10%, entre os índices das empresas adotantes de boas praticas e os do mercado. Além disso, construiu-se um intervalo de confiança para o nível de 10% para verificar se, nos casos em que as médias fossem diferentes, os valores das empresas adotantes de boas praticas eram menores ou maiores que os do mercado. Nas células onde os intervalos de confiança resultaram em valores negativos, o número foi substituído pelo valor 0, uma vez que não se pode considerar valores negativos para esta situação.

Explicando detalhadamente as tabelas 7, 8 e 9, considera-se que k representa a diferença entre as médias das empresas adotantes de boas práticas de governança e das empresas de mercado, em unidade de erro padrão, ou seja, dividiu-se esta diferença pelo valor do erro padrão, logo o K representa o número de erros padrão que esta diferença representa. A linha abaixo na tabela traz os valores de $1/k^2$, que é o inverso do quadrado de k e representa o fator proposto por Chebychev para a comparação com o nível de significância. Nas duas linhas abaixo, o valor de $1/k^2$ é comparado com o nível de significância (5% e 10%) pré-determinado para a análise. O objetivo foi verificar se a média dos índices das empresas adotantes de boas práticas de governança é igual ou diferente que os do mercado. Quando o resultado de $1/k^2$ foi maior que o nível de significância, aceitou-se H_0 (as médias são iguais). Quando foi menor que o nível de significância, rejeitou-se H_0 e aceitou-se, assim, H_1 (as médias são diferentes).

Além disso, nas diferenças encontradas, foi observado se existia alguma dominância de um grupo sobre o outro, em função do intervalo de confiança (IC) construído. Este foi construído somando-se e subtraindo-se da média das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança o valor do produto de $1/\sqrt{k}$ (utilizando como valor de k o nível de significância

de 10%) pelo erro padrão. Os valores do mercado dentro do IC ratificam a igualdade. Mas quando os valores do mercado estão fora do IC pode concluir se os índices são superiores ou inferiores aos das empresas adotantes de boas práticas de governança.

Os resultados podem ser vistos, por índice, nas tabelas 7, 8 e 9.

Tabela 7 – Teste de Chebychev - 2005

2005						
Índices	LC	LG	PCT	C E cp	ROI	ROE
k	1,619204672	1,412686559	-1,626460467	0,799953499	0,662935051	-3,137446177
1/k2	0,381413889	0,501081506	0,378018432	1,562681659	2,275401478	0,101589175
Concl (5%)	IGUAIS (Ac H0)					
Concl (10%)	IGUAIS (Ac H0)					
IC (sup)	4,910979544	2,685883785	378,8525317	0,900562604	0,227850427	34,30548815
IC (inf)	0	0,137645095	0	0,202047842	0	0
Análise	Igual	Igual	Igual	Igual	Igual	Igual
Média mercado	1,10512023	0,842165936	262,3208845	0,462890772	0,082501824	34,15603832

A tabela 7 mostra as análises do ano de 2005, onde não foi verificada diferença estatisticamente significativa.

Tabela 8 – Teste de Chebychev - 2006

2006						
Índices	LC	LG	PCT	C E cp	ROI	ROE
k	1,258745253	1,48190385	-1,636263362	1,447110625	3,1041225	-1,645058373
1/k2	0,63113797	0,455365315	0,373502564	0,477525465	0,103782062	0,36951951
Concl (5%)	IGUAIS (Ac H0)					
Concl (10%)	IGUAIS (Ac H0)					
IC (sup)	2,906251028	1,921935654	333,0659418	1,011122244	0,239220282	33,09979587
IC (inf)	0,184998917	0,367104235	0	0,220913903	0,042929313	12,29560112
Análise	Igual	Igual	Igual	Igual	Igual	Igual
Média mercado	1,003637128	0,779945472	231,3457822	0,435081541	0,044664796	28,11290653

A tabela 8 mostra as análises do ano de 2006, onde também não foi verificada diferença estatisticamente significativa. Em 2006 a média de mercado da rentabilidade do ativo (ROI) ficou muito próximo ao intervalo inferior de confiança, diferença de 0,002, ou seja, por muito pouco a média do mercado foi menor do que o intervalo de confiança inferior, o que indicaria que o desempenho das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança foi superior ao do mercado. Como o ROI afere o potencial da empresa em se capitalizar com o investimento realizado, e mede a capacidade desses ativos em gerar lucro, o resultado seria confirmado se o resultado de ROE tivesse acompanhado, ficando próximo à margem do intervalo de confiança, ou que fosse significativo estatisticamente, mas isto não aconteceu.

Tabela 9 – Teste de Chebychev - 2007

2007						
Índices	LC	LG	PCT	C E cp	ROI	ROE
k	1,581396529	1,720666346	-3,623581775	0,048462124	0,187716273	-3,649025773
1/k2	0,399869645	0,337758798	0,076159462	425,7896553	28,37893895	0,075101072
Concl (5%)	IGUAIS (Ac H0)					
Concl (10%)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)	DIF (Rej H0)	IGUAIS (Ac H0)	IGUAIS (Ac H0)	DIF (Rej H0)
IC (sup)	5,660444471	2,147234361	194,8472383	0,740332245	0,244691757	37,29968685
IC (inf)	0	0,40876769	0	0,210224193	0,013827046	3,415561524
Análise	Igual	Igual	Maior	Igual	Igual	Maior
Média mercado	1,007996872	0,804690725	211,7224443	0,47121332	0,122402271	39,92155561

A tabela 9 mostra as análises do ano de 2007, onde foi verificada diferença estatisticamente significativa para os índices participação de capital de terceiros (PCT) e rentabilidade do patrimônio líquido (ROE). No caso do índice PCT a média do mercado ficou acima do intervalo de confiança, ou seja, as empresas adotantes de boas práticas apresentaram uma performance melhor que as do mercado, apresentando menor risco com menor participação no capital de terceiros. No caso do índice ROE, a média do mercado foi maior do que o intervalo de confiança superior, no caso deste índice que apresenta lógica de quanto maior melhor, as empresas de mercado estão com performance superior. A relação dos dois resultados estatisticamente significantes estabelece uma relação de menor risco, menor retorno, para as empresas adotantes das boas praticas. O índice ROE é um dos mais relevantes, pois representa o retorno do investimento para os acionistas. No ano de 2007, contrariando as premissas esperadas, as empresas de mercado trouxeram maior retorno para os acionistas comparativamente às empresas adotantes de boas práticas.

Em termos gerenciais o presente estudo busca munir de informação quantitativa os stakeholders envolvidos com a empresa. Muito se apregoa sobre os benefícios da governança corporativa, e a quantificação destes benefícios se torna importante do ponto de vista gerencial, com a finalidade de justificar os investimentos feitos em Governança Corporativa e principalmente ser base de análise comparativa para os investidores das companhias de capital aberto.

Do ponto de vista acadêmico o trabalho contribui como um complemento aos diversos trabalhos previamente publicados sobre o tema. Cada trabalho desenvolvido amplia a perspectiva de análise.

Os problemas principais desta análise estão no número reduzido de empresas e principalmente a restrição a um segmento econômico. O crescente número de empresas participantes da bolsa de valores, e dos pequenos investidores amplia a importância de estudos desta natureza.

5 – Conclusões

Este trabalho foi motivado pela necessidade, de mensuração quantitativa das vantagens da adoção das Boas Práticas de Governança Corporativa.

O objetivo deste estudo foi comparar o desempenho de empresas que aderiram às práticas de governança corporativa com aquelas que não aderiram, através do uso de indicadores contábeis-financeiros de Liquidez, Endividamento e Lucratividade, referentes ao período de 2005 a 2007.

Com a finalidade de testar esta relação foi aplicado o teste de desigualdade de Chebychev neste estudo. O teste verificou se a média dos índices das empresas adotantes de boas práticas de governança foi igual ou diferente que os do mercado, aos níveis de

significância de 5 % e 10 %. Em caso de diferenças encontradas, pôde-se observar se existia alguma dominância de um grupo sobre o outro, em função do intervalo de confiança (IC) construído de 10%. Este foi construído somando-se e subtraindo-se da média das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança o valor do produto de k (utilizando o nível de significância) pelo erro padrão. Os valores do mercado dentro do IC provaram a igualdade ratificada.

Índices de liquidez corrente (LC), liquidez geral (LG), rentabilidade do ativo (ROI) e rentabilidade do patrimônio líquido (ROE), acima do valor superior do intervalo de confiança indicam de que o desempenho das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança é inferior ao do mercado. No ano de 2007, o índice de rentabilidade do patrimônio líquido (ROE) apresentou valor acima do intervalo de confiança superior, indicando que o desempenho das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança foi inferior ao do mercado. Nos outros anos isto não foi observado.

Índices de liquidez corrente (LC), liquidez geral (LG), rentabilidade do ativo (ROI) e rentabilidade do patrimônio líquido (ROE) abaixo do valor inferior do IC, indicam que o desempenho das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança é superior ao do mercado. Isto não foi observado em nenhum ano. No ano de 2006 a média de mercado do ROI ficou muito próximo ao intervalo inferior de confiança, com uma diferença absoluta de 0,002, ou seja, por muito pouco não se constatou que o desempenho das empresas Adotantes das Boas Práticas de Governança foi superior ao do mercado neste ano.

Já os índices de participação no capital de terceiros (PCT) e a composição de curto prazo do endividamento (CEcp) utilizam-se da lógica de análise inversa, já que estes índices são do tipo quanto menor, melhor. Índices abaixo do intervalo de confiança indicam que a empresas adotantes de boas práticas tem performance pior que a do mercado. Índices acima do intervalo de confiança indicam que as empresas adotantes de boas práticas tem performance melhor que as de mercado. No ano de 2007 a média de mercado ficou acima do intervalo de confiança, o que demonstrou que as empresas adotantes de boas práticas tiveram performance melhor que as de mercado.

O único ano que apresentou diferenças estatisticamente relevantes foi o de 2007, e somente em dois índices: PCT e ROE. O índice ROE é um dos mais relevantes, pois representa o retorno do investimento para os acionistas. No ano de 2007, contrariando as premissas esperadas, as empresas de mercado trouxeram maior retorno para os acionistas comparativamente às empresas adotantes de boas práticas. No caso do PCT as empresas adotantes de boas práticas apresentaram melhor desempenho, demonstrando menor dependência de recursos de terceiros. Se for feita a análise conciliando o resultado dos resultados dos dois índices no ano de 2007, observa-se a lógica de menor risco, menor retorno.

Apesar de a princípio se imaginar que existissem diferenças entre empresas adotantes das Boas Práticas de Governança Corporativa e as empresas de mercado, não se observaram diferenças significativas, de maneira geral, nos anos de 2005, 2006 e 2007, nos índices de liquidez, endividamento e lucratividade entre os dois grupos de empresas observados.

Este estudo teve várias limitações, são elas: a avaliação do desempenho organizacional foi feita focando apenas a perspectiva contábil financeira, e existem várias outras perspectivas para essa análise; as variáveis utilizadas na perspectiva contábil-financeira foram os indicadores de Liquidez, Endividamento e Lucratividade, que foram escolhidos em função da disponibilidade de informações e da indicação de análise de alguns autores; limitação em termos temporais, a pesquisa contempla a análise apenas aos anos 2005 a 2007, por terem sido os anos em que a informação estava disponível e consistente, quanto ao objeto da análise, o

estudo limita-se à população composta pelas empresas de energia elétrica que foram listadas na Revista 500 Melhores e Maiores - Exame; e por fim, a escolha do setor, que foi descrito e analisado no estudo da mesma maneira que na publicação.

Vários estudos têm sido desenvolvidos com o objetivo de quantificar os objetivos alcançados pela adoção de modelos de governança corporativa. Alguns trabalhos científico, como Lanzana, Silveira e Famá (2006) e Rogers, Ribeiro e Securato (2006) encontraram diferenças de desempenho em suas análises. Outros trabalhos como Silveira, Barros e Fama (2003) e Aguiar, Corrar e Batistella (2004) não encontraram diferenças significativas. O presente trabalho, de maneira geral, se enquadra no primeiro grupo.

O assunto não se encontra encerrado, pois ainda há muito a ser explorado através da ampliação da metodologia para mensuração das vantagens da adoção das Boas Práticas de Governança. Este mesmo trabalho pode ter continuidade através da ampliação da amostra, do período analisado e de uma melhor visão dos fatores de desempenho que mais contribuem para uma mensuração mais apurada dos benefícios da Governança Corporativa.

Os benefícios da Governança Corporativa são mais facilmente quantificados e perceptíveis em países com mercado acionário mais desenvolvido e maduro. A sugestão para o setor é que mantenha investimentos e esforços para o desenvolvimento da adoção das Boas Práticas de Governança Corporativa. Somente a ampliação dos modelos e o incremento do número de empresas adotantes da boa governança podem garantir a saúde do mercado acionário brasileiro.

6 - Referências bibliográficas

AAKER, D. A., KUMAR, V., DAY, G. S., 2004, **Pesquisa de Marketing**. 2 ed. São Paulo, Atlas

AGUIAR, A. B.; CORRAR ,L. J.; BATISTELLA, Flávio Donizete. Adoção de práticas de governança corporativa e o comportamento das ações na Bovespa: evidências empíricas. **R. Adm.**, São Paulo, v.39, n.4, p.338-347, out./nov./dez. 2004

ANDRADE, Adriana. ROSETTI, José Paschoal. **Governança Corporativa – fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 1ªed. São Paulo: Editora Atlas, 2004.

ANEEL. Disponível em <http://www.aneel.gov.br/aplicacoes/Atlas.htm> . Acessado em 01/06/09

ANTUNES, Gustavo Amorim; COSTA, Fábio Moraes. Governança e Qualidade da Informação Contábil: uma investigação utilizando empresas brasileiras que aderiram ou não aos níveis diferenciados de governança da BOVESPA. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

BABIC,V. **Corporate governance problems in transition economies**. Winston-Salem:Wake Forest University, Social Science Research Seminar, 2003. . *apud* ANDRADE e ROSSETI

BARR, R. S.; KILLGO, K. A.; SIEMS, T. F.; ZIMMEL, S.. **Evaluating the Productive Efficiency and Performance of U.S. Commercial Banks**. *Managerial Finance*. V.28, n.8, p. 3-25, 2002.

BECHT, Marco; BOLTON, Patrick; RÖELL, Alisa. **Corporate governance and control**. 2002. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w9371> . Acessado em 08/08/2008.

BERLE Jr., A. A.; MEANS, G. C. **A corporação moderna e a propriedade privada**. São Paulo: Abril Cultural, 1988, Os Economistas.

BERNHOFER, Renato. GALLO, Miguel. **Governança na Empresa Familiar**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2003.

BIANCHINI, Márcia; WACHHOLZ , Carla; MOREIRA, Lucila José. O impacto da prática da governança corporativa na eficácia organizacional: o caso do banco Bradesco S/A. **XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD

BLAIR,M.M. **For whom should corporations be run? An economic rationale for stakeholder management**. Long Range Planning, v.31, 1999. *apud* ANDRADE e ROSSETI

BORNHOLDT, Werner. **Governança na Empresa Familiar. Implementação e Prática**. 1ª ed. Porto Alegre: Editora Bookman, 2005.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em <http://www.bovespa.com.br> . Acessado em 20/07/2008

BRAGA, H. R.. **Demonstrações Contábeis: Estrutura, Análise e Interpretação**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

CADBURY COMMITTEE. **The report of the committee on financial aspects of corporate governance**. Londres: Cadbury Committee, Dec.1992. *apud* ANDRADE e ROSSETI

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Evidência Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o Comportamento das Ações na Bovespa. **Anais do XXX Encontro da ANPAD**. Salvador, 2006. CD.

CAMARGOS, Marcos Antônio; HELAL, Diogo Henrique. Remuneração Executiva, Desempenho Econômico-Financeiro e a Estrutura de Governança Corporativa de Empresas Brasileiras. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007

CAMARGOS, Marcos Antônio; BARBOSA, Francisco Vidal. Evidência Empírica do Impacto da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre o Comportamento das Ações na Bovespa. **Anais do XXX Encontro da ANPAD**, Salvador, 2006. CD

CARDOSO, Ricardo Lopes; AQUINO, André Carlos Busanelli; ALMEIDA, José Elias Feres; NEVES, Antônio José Barbosa. Acumulações Discricionárias, Liquidez e Governança Corporativa Divulgada no Brasil. **Anais XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

CHILD, J.; RODRIGUES, S. B. Repairing the breach of trust in corporate governance. University of Birmingham, **Working Paper Series** 2003-04, 2003.

COLLIS, Jill; HUSSEY, Roger. **Pesquisa em Administração: um guia prático para alunos de graduação e pós-graduação**. 2ªed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

CONGER, Jay A. et al. **Experiências de Governança Corporativa – Harvard Business Review**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2001.

FORTUNA, Eduardo. **Entendendo a Governança Corporativa I**. InvestNews, 14 de maio/2001-12-13.

FORTUNA, Eduardo. **Entendendo a Governança Corporativa II**. InvestNews, 21 de maio/2001-12-13.

FUNCHLA, Jéferson de Araújo; TERRA, Paulo Renato Soares. Remuneração de Executivos, Desenho Econômico e Governança Corporativa: um estudo empírico em empresas latino-americanas. **Anais do XXX Encontro da ANPAD**, Salvador, 2006.

GALLON, Alessandra Vasconcelos; BEUREN, Ilse Maria. Evidenciação Estratégica das Empresas: Itens de Maior Divulgação nos Relatórios da Administração das Empresas Participantes dos Níveis de Governança da Bovespa. **Anais do XXIV Simpósio de Gestão da Inovação Tecnológica**, Gramado, 2006.

GALLON, Alessandra Vasconcelos; BEUREN, Ilse Maria. Análise da Relação entre Evidenciação nos Relatórios da Administração e o Nível de Governança nas Empresas na Bovespa. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro. 2007.

GRAYSON, David; HODGES, Adrian. **Everybody's Business**. London: Dorling Kindersly, 2001.

GONÇALVES, Rodrigo de Souza; WEFFORT, Elionor Farah Jreige; GONÇALVES, Andréa de Oliveira. *Social Disclosure* das Empresas Listadas na NYSE e na BOVESPA: sua relação com os níveis de Governança Corporativa. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

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

HITT, M. A. HOSKISSON, R. E. IRELAND, R. D. **Administração estratégica**. São Paulo: Thomson, 2003.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Governança Corporativa**. São Paulo: IBGC, 2004.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. Disponível em <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx> . Acessado em 25/04/2008.

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Panorama de Governança Corporativa no Brasil**. Estudo desenvolvido por McKinsey & Company e Korn/Ferry International. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br>>. Acessado em 29/11/2007 .

IQUIAPAZA, Robert Aldo; GRUBERGER, David John; SANTOS, Isabela Travaglia. A Endogeneidade da Estrutura de Propriedade, Governança Corporativa e Criação de Valor na Bovespa no período 2002-2005. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

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

KAZMIER, L. J. **Estatística Aplicada a Economia e Administração**. São Paulo. MacGraw-Hill do Brasil, 1982.

KITAGAWA, Carlos Henrique; GODOY, Carlos Roberto; ALBUQUERQUE, Andrei Aparecido; CARVALHO, Flávio Leonel de Carvalho. Estudo Empírico sobre o Comportamento do Custo de Capital Próprio das Empresas Listadas nos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa da BOVESPA. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

KITAGAWA, Carlos Henrique; RIBEIRO, Maisa de Souza. Governança Corporativa na América Latina: A relevância dos princípios da OECD na Integridade dos Conselhos e Autonomia dos Conselheiros. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

LA PORTA, R.; LOPES-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. Corporate Ownership around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, n. 2. April 1999.

LANZANA, Ana Paula; SILVEIRA; Alexandre Di Miceli; FAMÁ, Rubens. Existe relação entre *Disclosure* e Governança Corporativa no Brasil? **Anais do XXX Encontro da ANPAD**, Salvador, 2006. CD.

LODI, João Bosco. **Governança Corporativa. O Governo da Empresa e o Conselho de Administração**. 5ª ed. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2000.

MACEDO, Marcelo Álvaro da Silva; SOUSA, Antônio Carlos; SOUSA, Ana Carolina Cardoso; CÍPOLA, Fabrício Carvalho. Análise Comparativa do Desempenho Contábil-Financeiro de Empresas Socialmente Responsáveis. **Revista Pensar Contábil**, v.11; p 15-23, jan./mar.2009

MALHOTRA, N. K., 2001, **Pesquisa de Marketing: uma orientação aplicada**. 3 ed. Porto Alegre, Bookman.

MARION, J. C. **Contabilidade Empresarial**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

MARTINS, Vinícius Aversari; SILVA, Ricardo Luiz Menezes; NARDI, Paula Carolina Ciampaglia. Governança Corporativa e Liquidez das Ações. **Anais do XXX Encontro da ANPAD**, Salvador, 2006. CD.

MATTAR, F. N., 2005, **Pesquisa de Marketing**. 6 ed. Volume 01. São Paulo, Atlas.

MATARAZZO, D. C.. **Análise Financeira de Balanços: abordagem básica e gerencial**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1998.

MONFORTE, J. G. Introdução. In: ANDRADE, A.;ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa**. 2º Ed. São Paulo: Atlas, 2006.

NARDI, Paula Carolina Ciampaglia; SILVA, Ricardo Luiz Menezes; RIBEIRO, Evandro Marco Saidel; NAKAO, Silvio Hiroshi. Mecanismos de Governança Corporativa e a Relação

com o Valor de Mercado e Desempenho das Empresas Brasileiras. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

NEVES, Antônio José Barbosa; SILVA, Victor Gomes; ALMEIDA, José Elias Feres; GOLDNER, Fábio. A relação entre performance e as estruturas de governança corporativa das firmas listadas na BOVESPA: estudo empírico baseado no posicionamento estratégico. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

OECD. **OECD principles of corporate governance**. Paris: OECD, 1999. *apud* ANDRADE e ROSSETI

OKIMURA, Rodrigo Takashi; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli ; ROCHA, Keyler Carvalho. Estrutura de Propriedade e Desempenho Corporativo no Brasil. **RAC-eletrônica**, v.1, n.1, art.8, p.119-135, Jan./Abr.2007

PEREZ JR., J. H. e BEGALLI, G. A.. **Elaboração das Demonstrações Contábeis**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

PEROBELLI, Fernanda Finotto Cordeiro; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos; ROCHA, Flávio Dias. Investigação dos Fatores Determinantes da Estrutura de Capital e da Governança Corporativa: um Enfoque Abordando a Questão da Endogeneidade. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

RABELO,Sérgio Soares Teixeira; ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa; SILVA, Wesley Mendes. Performance das Melhores Práticas de Governança Corporativa no Brasil: um estudo de carteiras. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, Antônio Lopo. Governança Corporativa e Gerenciamento de Resultados Contábeis. **Anais do XXX Encontro da ANPAD**, Salvador, 2006. CD.

RODRIGUES, José Antônio. MENDES, Gilmar de Melo. **Governança Corporativa – Estratégia para Geração de Valor**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Editora QualityMark, 2004.

ROGERS, P. **Governança corporativa, mercado de capitais e crescimento econômico no Brasil**. Uberlândia: Universidade Federal de Uberlândia – Faculdade de Gestão e Negócios (UFU/FAGEN), 2006. Dissertação de Mestrado.

ROGERS, Pablo; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa; SECURATO, José Roberto. Governança Corporativa, Mercado de Capitais e Crescimento Econômico no Brasil. **Anais do XXX Encontro da ANPAD**, Salvador, 2006. CD.

ROGERS, Pablo; SOUSA, Almir Ferreira; RIBEIRO, Kárem Cristina de Souza. Variáveis Influenciadoras da Governança Corporativa no Brasil: análise comparativa do IGC e do Ibovespa. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

SANTOS, Rafael Liza; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Board Interlocking no Brasil: participação de conselheiros em múltiplas companhias e seu efeito sobre o valor das empresas. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. **A survey of corporate governance**. Journal of Finance, v.52, 1997.

SILVA, André Luiz Carvalhal. **Governança Corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras**. R. Adm., São Paulo, v.39, n.4, p.348-361, out./nov./dez. 2004

SILVA, Wesley Mendes; FAMÁ, Rubens; MARTELANC, Roy. Governança Corporativa e Decisões de Estrutura de Capital em Empresas Brasileiras Listadas. **Anais do XXX Encontro da ANPAD**, Salvador, 2006. CD.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; LANZANA, Ana Paula; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMA, Rubem. **Efeito dos acionistas controladores no valor das companhias abertas brasileiras**. R. Adm., São Paulo, v.39, n.4, p.362-372, out./nov./dez. 2004

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. C.; FAMÁ, Rubens. **Determinantes do Nível de Governança Corporativa das Companhias Abertas Brasileiras**. In: 4º Encontro Brasileiro de Finanças, 2004, Rio de Janeiro, Anais . 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C. ; FAMA, Rubem. **Estrutura de Governança e Valor das Companhias Abertas Brasileiras**. eRAE, v.43, n.3, p.51-64, jul./set.2003

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubem. Atributos Corporativos, Qualidade da Governança Corporativa e Valor das Companhias Abertas no Brasil. **Anais do XXXI Encontro da ANPAD**, Rio de Janeiro, 2007. CD.

STEINBERG, Herbert et al. **A dimensão humana da Governança Corporativa**. 1ª ed. São Paulo: Editora Gente, 2003.

VASCONCELOS, Yumara Lúcia. **Compreenda as finanças de sua empresa. Introdução a Análise das Demonstrações Contábeis**. 1ªed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

VERGARA, S.C. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 4ªed. São Paulo: Editora Atlas,2003.

ANEXO 1

Tabela 1 – Empresas pertencentes ao Novo Mercado / BOVESPA

	
Razão Social	Nome de Pregão
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIARIO S.A.	ABYARA
ACUCAR GUARANI S.A.	GUARANI
AGRA EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	AGRA INCORP
AMERICAN BANKNOTE S.A.	ABNOTE
AMIL PARTICIPACOES S.A.	AMIL
B2W - COMPANHIA GLOBAL DO VAREJO	B2W VAREJO
BCO BRASIL S.A.	BRASIL
BCO NOSSA CAIXA S.A.	NOSSA CAIXA
BEMATECH S.A.	BEMATECH
BOLSA DE MERCADORIAS E FUTUROS-BMF S.A.	BMF
BOVESPA HOLDING S.A.	BOVESPA HLD
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	BR MALLS PAR
BRASCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A.	BRASCAN RES
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	BR BROKERS
BRASIL ECODIESEL IND COM BIO.OL.VEG.S.A.	ECODIESEL
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	BRASILAGRO
CAMARGO CORREA DESENV. IMOBILIARIO S.A.	CC DES IMOB
CIA CONCESSOES RODOVIARIAS	CCR RODOVIAS
CIA HERING	CIA HERING
CIA PROVIDENCIA INDUSTRIA E COMERCIO	PROVIDENCIA
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	SABESP
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS-COPASA MG	COPASA
COMPANY S.A.	COMPANY
CONSTRUTORA TENDA S.A.	TENDA
COSAN S.A. INDUSTRIA E COMERCIO	COSAN
CPFL ENERGIA S.A.	CPFL ENERGIA
CR2 EMPREENDIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	CR2
CREMER S.A.	CREMER
CSU CARDSYSTEM S.A.	CSU CARDSYST
CYRELA BRAZIL REALTY S.A.EMPREEND E PART	CYRELA REALT
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	CYRE COM-CCP
DATASUL S.A.	DATASUL
DIAGNOSTICOS DA AMERICA S.A.	DASA
DROGASIL S.A.	DROGASIL
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	ENERGIAS BR
EMBRAER-EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA S.A.	EMBRAER
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	EQUATORIAL
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	ESTACIO PART
ETERNIT S.A.	ETERNIT
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	EVEN
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	EZTEC
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	FER HERINGER



GAFISA S.A.	GAFISA
GENERAL SHOPPING BRASIL S.A.	GENERALSHOPP
GRENDENE S.A.	GRENDENE
GVT (HOLDING) S.A.	GVT HOLDING
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	HELBOR
HYPERMARCAS S.A.	HYPERMARCAS
IDEIASNET S.A.	IDEIASNET
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	IGUATEMI
INDUSTRIAS ROMI S.A.	INDS ROMI
INPAR S.A.	INPAR S/A
INVEST TUR BRASIL - DESENV.IMOB.TUR.S.A.	INVEST TUR
IOCHPE MAXION S.A.	IOCHP-MAXION
JBS S.A.	JBS
JHSF PARTICIPACOES S.A.	JHSF PART
KLABIN SEGALL S.A.	KLABINSEGALL
LE LIS BLANC DEUX COM CONFEC ROUPAS S.A.	LE LIS BLANC
LIGHT S.A.	LIGHT S/A
LOCALIZA RENT A CAR S.A.	LOCALIZA
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	LOG-IN
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
MAGNESITA REFRATARIOS S.A.	MAGNESITA SA
MARFRIG FRIGORIFICOS E COM DE ALIM S.A.	MARFRIG
MARISA S.A.	MARISA
MEDIAL SAUDE S.A.	MEDIAL SAUDE
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	METALFRIO
MINERVA S.A.	MINERVA
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	MMX MINER
MPX ENERGIA S.A.	MPX ENERGIA
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	MRV
NATURA COSMETICOS S.A.	NATURA
OBRASCON HUARTE LAIN BRASIL S.A.	OHL BRASIL
ODONTOPREV S.A.	ODONTOPREV
OGX PETROLEO E GAS PARTICIPACOES S.A.	OGX PETROLEO
PDG REALTY S.A. EMPREEND E PARTICIPACOES	PDG REALT
PERDIGAO S.A.	PERDIGAO S/A
PORTO SEGURO S.A.	PORTO SEGURO
PORTOBELLO S.A.	PORTOBELLO
POSITIVO INFORMATICA S.A.	POSITIVO INF
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	PROFARMA
REDECARD S.A.	REDECARD
RENAR MACAS S.A.	RENAR
RODOBENS NEGOCIOS IMOBILIARIOS S.A.	RODOBENSIMOB
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	ROSSI RESID
SAO CARLOS EMPREEND E PARTICIPACOES S.A.	SAO CARLOS



SAO MARTINHO S.A.	SAO MARTINHO
SATIPEL INDUSTRIAL S.A.	SATIPEL
SLC AGRICOLA S.A.	SLC AGRICOLA
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	SPRINGS
TECNISA S.A.	TECNISA
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	TEGMA
TEMPO PARTICIPACOES S.A.	TEMPO PART
TOTVS S.A.	TOTVS
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	TRIUNFO PART
TRACTEBEL ENERGIA S.A.	TRACTEBEL
TRISUL S.A.	TRISUL
WEG S.A.	WEG

ANEXO 2

Tabela 2 – Empresas pertencentes ao Nível 1 – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – BOVESPA

	
Razão Social	Nome de Pregão
ARACRUZ CELULOSE S.A.	ARACRUZ
BCO BRADESCO S.A.	BRADESCO
BCO CRUZEIRO DO SUL S.A.	CRUZEIRO SUL
BCO DAYCOVAL S.A.	DAYCOVAL
BCO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL S.A.	BANRISUL
BCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S.A.	BICBANCO
BCO INDUSVAL S.A.	INDUSVAL
BCO ITAU HOLDING FINANCEIRA S.A.	ITAUBANCO
BCO PANAMERICANO S.A.	PANAMERICANO
BCO PINE S.A.	PINE
BCO SOFISA S.A.	SOFISA
BRADESPAR S.A.	BRADESPAR
BRASIL TELECOM PARTICIPACOES S.A.	BRASIL T PAR
BRASIL TELECOM S.A.	BRASIL TELEC
BRASKEM S.A.	BRASKEM
CENTRAIS ELET BRAS S.A. - ELETROBRAS	ELETROBRAS
CESP - CIA ENERGETICA DE SAO PAULO	CESP
CIA BRASILEIRA DE DISTRIBUICAO	P.ACUCAR-CBD
CIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS - CEMIG	CEMIG
CIA FIACAO TECIDOS CEDRO CACHOEIRA	CEDRO
CIA PARANAENSE DE ENERGIA - COPEL	COPEL
CIA TRANSMISSAO ENERGIA ELET PAULISTA	TRAN PAULIST
CIA VALE DO RIO DOCE	VALE R DOCE
CONFAB INDUSTRIAL S.A.	CONFAB
DURATEX S.A.	DURATEX
FRAS-LE S.A.	FRAS-LE
GERDAU S.A.	GERDAU
ITAUSA INVESTIMENTOS ITAU S.A.	ITAUSA
KLABIN S.A.	KLABIN S/A
MANGELS INDUSTRIAL S.A.	MANGELS INDL
METALURGICA GERDAU S.A.	GERDAU MET
PARANA BCO S.A.	PARANA
PARANAPANEMA S.A.	PARANAPANEMA
RANDON S.A. IMPLEMENTOS E PARTICIPACOES	RANDON PART
S.A. FABRICA DE PRODS ALIMENTICIOS VIGOR	VIGOR
SADIA S.A.	SADIA S/A
SAO PAULO ALPARGATAS S.A.	ALPARGATAS
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	SUZANO PAPEL
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	ULTRAPAR
UNIBANCO HOLDINGS S.A.	UNIBANCO HLD
UNIBANCO UNIAO DE BCOS BRASILEIROS S.A.	UNIBANCO



UNIPAR UNIAO DE IND PETROQ S.A.

USINAS SID DE MINAS GERAIS S.A.-USIMINAS

VOTORANTIM CELULOSE E PAPEL S.A.

UNIPAR

USIMINAS

V C P

ANEXO 3

Tabela 3 – Empresas pertencentes ao Nível 2 – Níveis Diferenciados de Governança Corporativa – BOVESPA



Razão Social	Nome de Pregão
ALL AMERICA LATINA LOGISTICA S.A.	ALL AMER LAT
ANHANGUERA EDUCACIONAL PARTICIPACOES S.A	ANHANGUERA
BCO ABC BRASIL S.A.	ABC BRASIL
CENTRAIS ELET DE SANTA CATARINA S.A.	CELESC
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	ELETROPAULO
GOL LINHAS AEREAS INTELIGENTES S.A.	GOL
KROTON EDUCACIONAL S.A.	KROTON
MARCOPOLO S.A.	MARCOPOLO
MULTIPLAN - EMPREEND IMOBILIARIOS S.A.	MULTIPLAN
NET SERVICOS DE COMUNICACAO S.A.	NET
QUATTOR PETROQUIMICA S.A.	QUATTOR PETR
SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	SANTOS BRP
SARAIVA S.A. LIVREIROS EDITORES	SARAIVA LIVR
SEB - SISTEMA EDUCACIONAL BRASILEIRO S.A	SEB
SUL AMERICA S.A.	SUL AMERICA
TAM S.A.	TAM S/A
TERNA PARTICIPACOES S.A.	TERNA PART
UNIVERSO ONLINE S.A.	UOL